



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PIAUÍ
CENTRO DE CIÊNCIAS HUMANAS E LETRAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO ACADÊMICO EM DIREITO

PABLO EDIRMANDO SANTOS NORMANDO

A VIOLAÇÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA E DO DEVER DE INFORMAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS: ESTUDO DE CASO DO INSTITUTO DE RESSEGUROS
DO BRASIL

Teresina

2021

PABLO EDIRMANDO SANTOS NORMANDO

**A VIOLAÇÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA E DO DEVER DE INFORMAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS: ESTUDO DE CASO DO INSTITUTO DE RESSEGUROS
DO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito (PPGD) da Universidade Federal do Piauí (UFPI), na área de concentração Direito, Democracia e Mudanças Institucionais e linha de pesquisa 3 – Mudanças Institucionais da Ordem Privada, como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Rocha Furtado.

Teresina

2021

FICHA CATALOGRÁFICA
Universidade Federal do Piauí
Biblioteca Setorial do Centro de Ciências Humanas e Letras
Serviço de Processos Técnicos

N845v Normando, Pablo Edirmando Santos.
A violação da boa-fé objetiva e do dever de informação no
mercado de capitais : estudo de caso do Instituto de Resseguros do
Brasil / Pablo Edirmando Santos Normando. -- 2021.
141 f. : il.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Piauí, Centro
de Ciências Humanas e Letras, Programa de Pós-Graduação em
Direito, Teresina, 2021.
“Orientador: Prof. Dr. Gabriel Rocha Furtado.”

1. Mercado de capitais - Brasil. 2. Boa-fé (Direito) - Brasil.
3. Dever de informação. 4. Instituto de Resseguros do Brasil.
I. Furtado, Gabriel Rocha. II. Título.

CDD 346.810 926

Bibliotecária: Thais Vieira de Sousa Trindade - CRB3/1282

PABLO EDIRMANDO SANTOS NORMANDO

**A VIOLAÇÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA E DO DEVER DE INFORMAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS: ESTUDO DE CASO DO INSTITUTO DE RESSEGUROS
DO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito (PPGD) da Universidade Federal do Piauí (UFPI), na área de concentração Direito, Democracia e Mudanças Institucionais e linha de pesquisa 3 – Mudanças Institucionais da Ordem Privada, como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Rocha Furtado.

Aprovado em 31 de janeiro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gabriel Rocha Furtado (UFPI)

Presidente e orientador

Prof. Dr. Éfren Paulo Porfírio de Sá Lima (UFPI)

Examinador interno titular

Profa. Dra. Karina Cristina Nunes Fritz (PUC-Rio)

Examinadora externa titular

Prof. Dr. Dante Ponte de Brito (UFPI)

Examinador interno titular

Prof. Dr. Leandro Cardoso Lages (UFPI)

Examinador externo suplente

Aos meus pais, à minha família, razão de tudo.

AGRADECIMENTOS

Muitas pessoas foram e ainda são importantes para a minha formação profissional e acadêmica e, em especial, para a elaboração deste trabalho. Primeiramente, agradeço a Deus, o Grande Arquiteto do Universo, por me propiciar saúde para a conclusão do mestrado. Sem Ele, nada é possível; com Ele, tudo se torna possível.

Ao meu orientador, o professor Dr. Gabriel Rocha Furtado, que me concedeu o privilégio de sua orientação. A atenção, incentivo, sugestões e direcionamentos permitiram a elaboração e conclusão deste trabalho.

Agradeço à minha família, especialmente aos meus pais, Pablo Henrique e Vera Pinheiro, que com o incansável esforço, investiram na minha educação, o ativo mais precioso que os pais podem transmitir aos filhos e, com amor incondicional, sempre me apoiaram. Obrigado a minha tia Enoisa que, durante o mestrado, me presenteou com obras fundamentais para a elaboração da dissertação. Ao meu avô Pompílio dos Santos Filho (*in memoriam*), que sempre me incentivou a leitura.

Ao meu amigo e sócio Renato Catunda, pelo auxílio nos trabalhos do nosso escritório de advocacia e compreensão nos meus momentos de ausência, permitindo que eu me dedicasse à pesquisa jurídica do mestrado. A equipe do escritório que, com o suporte nas tarefas da advocacia, tornou possível essa conquista.

Foram essenciais para a conclusão deste trabalho todas as conversas, sugestões e ensinamentos dos amigos conquistados no mestrado – Marcelo Leonardo, Maria Ângela, Ana Luiza e Gabriel Pierote – compartilhando vitórias e angústias. O nosso mestrado, realizado à distância em virtude da pandemia, nos afastou somente no plano físico; contudo, permanecemos conectados no plano espiritual.

Também gostaria de agradecer a todos os professores que tive durante o mestrado. Foram todos, cada um a seu modo, imprescindíveis para que a caminhada até aqui fosse tão proveitosa. A todos os colaboradores da Universidade Federal do Piauí, muito obrigado, sem o trabalho e empenho de vocês, nada disso seria possível.

Por fim, agradeço à sociedade pelo esforço coletivo em defesa da manutenção do sistema público de educação.

São muitos a quem devo os agradecimentos e, àqueles aqui não citados, a responsabilidade é exclusivamente minha. Dedico o título de Mestre em Direito pela Universidade Federal do Piauí a todos vocês que, de alguma forma, participaram dessa jornada.

O amor e a justiça são os verdadeiros árbitros de todas as contendas.

Napoleon Hill

RESUMO

A presente dissertação se propõe à análise dogmática e jurídica da violação da boa-fé objetiva e do dever de informação no mercado de capitais brasileiro, com o estudo de caso sobre os eventos ocorridos na companhia de capital aberto Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), em decorrência de falhas no dever de informação da companhia com o público investidor. Inicialmente, discorre-se sobre a importância do mercado de capitais brasileiro, com a explanação de conceitos e funções do Sistema Financeiro Nacional e do mercado de valores mobiliários. Ainda no primeiro capítulo, são apresentados os principais agentes do mercado de capitais com a exposição sobre o processo informacional e o princípio do *full disclosure*. Em seguida, no segundo capítulo, sob a análise do Direito Civil-Constitucional, aborda-se o princípio da boa-fé objetiva e o dever de informação, expondo as funções deste princípio no direito brasileiro para tratar, em ato contínuo, da função criadora de deveres anexos da boa-fé objetiva. Aborda-se neste capítulo o dever de informação como dever anexo da boa-fé objetiva e os efeitos jurídicos da violação do dever de informação, apresentando a conexão entre o Direito Civil e o Direito do Mercado de Capitais. Adiante, no terceiro capítulo, explica-se sobre a boa-fé objetiva e o dever de informação no mercado de capitais, apresentando lições sobre o sistema regulatório e autorregulatório da informação neste mercado. Apresenta-se, no estudo de caso, os eventos ocorridos na companhia IRB que ocasionaram prejuízos ao público investidor e, ao final, tratam-se sobre os efeitos jurídicos e repercussões aos investidores do IRB em decorrência da violação do dever de informação e da boa-fé objetiva. Com base nos estudos desta pesquisa, apresentam-se problemas na efetiva reparação dos prejuízos causados pela companhia IRB aos investidores e críticas ao modelo regulatório e autorregulatório do mercado de capitais.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Boa-fé objetiva. Dever de informação. Instituto de Resseguros do Brasil. Investidor.

ABSTRACT

This master thesis proposes a dogmatic and legal analysis about the violation of objective good faith and the duty of information in the Brazilian capital market, with a case study on the events that occurred in the public corporation Brazilian Reinsurance Institute (BRI), as a result of failures in the company's duty to provide information to the investing public. Initially, it discusses the importance of the Brazilian capital market, explaining concepts and functions of the National Financial System and the securities market. In the first chapter, the main agents of the capital market are presented with an exposition about the informational process and the full disclosure principle. Then, in the second chapter, under the analysis of Civil-Constitutional Law, is explained about the principle of objective good faith and the duty to inform, exposing the functions of this principle in Brazilian law to address, continuously, the creative function of the attached duties of objective good faith. This chapter addresses the duty to provide information attached to objective good faith and the legal effects arising from the violation of the duty to provide information, showing the connection between Civil Law and Capital Market Law. Further on, in the third chapter, the objective good faith and the duty of information in the capital market are explained, presenting lessons about the regulatory and self-regulatory system of information in this market. The case study presents the events in the BRI company that caused losses to the investing public. In the end, it deals with the legal effects and repercussions for BRI investors as a result of the violation of the duty of information and objective good faith. Based on the studies in this research, problems are presented in the effective repair of the financial losses caused by the BRI company to investors and criticism of the regulatory and self-regulatory model of the capital market.

Keywords: Capital market. Objective good faith. Disclosure. Duty of information. Brazilian Reinsurance Institute. Investor.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Principais integrantes do Sistema Financeiro Nacional.....	18
Figura 2 – Cotação e gráfico da ação IRBR3 de 1º de novembro de 2019 a 19 de novembro de 2021.....	110

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quadro comparativo da legislação aplicável nas relações entre investidores e agentes do mercado de capitais.....	125
---	-----

LISTA DE SIGLAS

ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
art.	Artigo
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BGB	<i>Bürgerliches Gesetzbuch</i> (Código Civil alemão)
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados
CF	Constituição Federal
CJF	Conselho da Justiça Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CONSIF	Confederação Nacional do Sistema Financeiro
CTVM	Corretora de títulos e valores mobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DTVM	Distribuidora de títulos e valores mobiliários
inc.	Inciso
IRB	Instituto de Resseguros do Brasil
LSA	Lei das Sociedade por Ações
MRP	Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i> (Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América)
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	16
2.1	Conceito e funções.....	16
2.2	Principais integrantes do mercado de capitais.....	25
2.3	Processo informacional e o <i>disclosure</i>.....	33
3	O PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA E O DEVER DE INFORMAÇÃO.....	51
3.1	A boa-fé objetiva e suas funções no direito brasileiro.....	52
3.2	A função criadora de deveres anexos da boa-fé objetiva.....	64
3.3	O dever de informação como um dever anexo da boa-fé objetiva.....	71
3.4	Os efeitos jurídicos da violação do dever de informação.....	85
4	BOA-FÉ OBJETIVA E O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....	93
4.1	Regulamentação da informação no mercado de capitais pelos agentes participantes.....	93
4.2	O Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) e a violação do dever de informação.	104
4.3	Efeitos jurídicos e repercussões aos investidores do IRB em decorrência da violação do dever de informação e da boa-fé objetiva.....	112
5	CONCLUSÕES.....	128
	REFERÊNCIAS.....	133

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o tema do mercado de capitais vem sendo cada vez mais discutido e abordado pela sociedade. Diante da busca pela construção de reserva de capital com melhores rendimentos, cada vez mais os indivíduos ingressam nesse mercado e, observando este fenômeno, mais companhias passam a abrir seu capital, objetivando a captação destes recursos disponíveis na economia.¹

Sobre a importância do mercado de capitais para a sociedade, embora exista discussão teórica a respeito do assunto, diversos estudos demonstram que existe uma relação de primeira ordem entre o desenvolvimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Ademais, há indicações empíricas de um impacto positivo do mercado de capitais sobre a criação de sociedades empresárias, o que pode ser interpretado como um estímulo à realização de novos empreendimentos.²

A pesquisa realizada objetiva estudar o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, com enfoque no dever de informação e no princípio da boa-fé objetiva, buscando compreender os efeitos jurídicos decorrentes da violação do dever de informação e da boa-fé objetiva pelas companhias de capital aberto com o público investidor. Assim, o problema da pesquisa está centrado se as consequências jurídicas imputadas às companhias de capital aberto, ao violarem o dever de informação, são suficientes para conferir a reparação dos investidores lesados, bem como a importância do princípio da boa-fé objetiva para o Direito do Mercado de Capitais.

Dentre as principais hipóteses do trabalho, destacam-se: (i) a possibilidade de, diante de casos de falhas no dever de informação e inobservância à boa-fé objetiva pelas companhias de capital aberto com o público investidor, a responsabilização dos administradores e da própria companhia; (ii) a possibilidade de aplicação da legislação consumerista às relações jurídica entre o investidor e as companhias abertas, para a reparação civil dos investidores lesados; (iii) a necessidade da construção de novos marcos regulatórios para o Direito do Mercado de Capitais, afim de conferir uma melhor proteção jurídica aos investidores.

¹ Segundo dados divulgados pela B3, desde 2019, quando o número de pessoas físicas na renda variável atingiu a marca de 1 milhão, a B3 tem acompanhado mais de perto o comportamento desses investidores. No primeiro semestre de 2021, a B3 totalizou 3,8 milhões de contas, representando um aumento de 43% no número de investidores, sendo que o aumento de pessoas físicas foi de 42%, chegando a 3,2 milhões. BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3**. 11 ago. 2021. https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm.

² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 37.

Com a aplicação do método procedimental documental, analisam-se obras e artigos da doutrina nacional e estrangeira, bem como as normas jurídicas brasileiras e de outros países e informações disponibilizadas pelos agentes participantes do mercado de capitais e por veículos da imprensa, para se entender a construção dos conceitos dogmáticos e do ordenamento jurídico nacional sobre as teses de Direito Privado aplicadas a este trabalho. O referido método trata, segundo Gil³, da análise de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, com fontes mais diversificadas e dispersas. Há ainda a presença de estudo de caso que, conforme leciona Gil⁴, é uma modalidade de pesquisa amplamente utilizada nas ciências sociais, mediante o estudo detalhado de um ou poucos objetos, de maneira que permita um conhecimento aprofundado.

O trabalho está estruturado em três capítulos. No primeiro capítulo, são apresentados os principais conceitos e funções do mercado de capitais brasileiro e, para uma melhor compreensão, estuda-se sobre o Sistema Financeiro Nacional. São abordados os principais integrantes do mercado de capitais, com a explanação dos seus respectivos papéis e, em seguida, discorre-se sobre o processo informacional e a construção do princípio do *full disclosure*.

O segundo capítulo tem como foco o estudo do princípio da boa-fé objetiva e a conexão deste princípio com o dever de informação, mediante uma análise histórica dos principais ordenamentos jurídicos dos países europeus e do Direito Civil brasileiro. É também tratado nesse capítulo sobre a função criadora de deveres anexos da boa-fé objetiva, na qual decorre o dever de informação para, em seguida, discorrer sobre os efeitos jurídicos da violação deste dever.

Por fim, no terceiro capítulo, adentra-se na exposição da regulação da informação no mercado de capitais, com o estudo de caso da companhia de capital aberto Instituto de Resseguros do Brasil, bem como as falhas no dever de informação e a violação à boa-fé objetiva com os investidores pelos atos praticados na gestão da companhia. No último tópico, expõem-se os efeitos jurídicos e as repercussões aos investidores lesados pelos atos do IRB, analisando a responsabilização aos administradores e à própria companhia, bem como a possibilidade da aplicação da legislação consumerista às relações do mercado de capitais.

A relevância e justificativa do trabalho podem ser observadas diante da análise do Direito do Mercado de Capitais e do Direito Societário com um dos princípios basilares não só do Direito Civil – a boa-fé objetiva – mas de todo o ordenamento jurídico. O Direito Civil do

³ GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. p. 45-46.

⁴ GIL, Antônio Carlos. *op. cit.* p. 54.

século XXI é constitucionalizado, com forte carga solidarista e despatrimonializante, em nítido reconhecimento de uma maior hierarquia à pessoa humana, na sua dimensão do “ser”, em detrimento da dimensão patrimonial do “ter”.⁵ De acordo com a concepção da tutela e promoção da pessoa humana como centro de preocupação do ordenamento jurídico, extrai-se a importância do estudo, visto que o mercado de capitais é composto por uma relevante quantidade de pequenos investidores, os quais aportam as economias adquiridas ao longo de uma vida.

O estudo das relações jurídicas existentes entre o Direito do Mercado de Capitais, o Direito Societário e o Direito Civil resulta numa pesquisa com relevância social, por conta do maior interesse da sociedade em ingressar neste mercado. Assim, cada vez mais a academia deve se debruçar sobre as temáticas e problemas existentes no mercado de capitais, a fim de que sejam discutidos e, porventura, surjam novas soluções na ciência do Direito que confirmem uma maior estabilidade, melhor regulação e proteção jurídica aos agentes participantes – especialmente aos investidores.

Portanto, diante da necessidade de se construir e interpretar os direitos fundamentais e constitucionais no âmbito do Direito Privado, a temática de intervenção do Direito na Economia, fenômeno que para o caso estudado, ocorre no mercado de capitais a partir da regulação, é tema que merece atenção da academia com o estudo da dogmática jurídica dos institutos do Direito Civil, Societário e do Mercado de Capitais.

⁵ RUY, Fernando Estavam Bravin. **Direito do Investidor: Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 20.

2 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A possibilidade de as companhias emitirem valores mobiliários visando a captação de recursos junto à generalidade dos investidores, para o financiamento de suas atividades e projetos de desenvolvimento, constitui a função econômica básica do mercado de capitais.⁶

Diante da importância e complexidade do mercado de capitais e, para compreender seu funcionamento e regulamentação, será apresentado nos tópicos seguintes os conceitos elementares do Sistema Financeiro Nacional, destacando alguns dos principais agentes do mercado de capitais, abordando ainda sobre a construção do processo de informação, o qual é pedra angular para o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

2.1 Conceito e funções

Na economia de mercado, o sistema financeiro possui como função a organização e sistematização dos canais adequados, para que os agentes econômicos deficitários obtenham recursos que necessitam aos seus projetos de investimentos e, do outro lado, os agentes superavitários apliquem as suas poupanças.⁷

A intermediação financeira, elemento principal do sistema financeiro, objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos excedentes – os superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam, os deficitários. As instituições financeiras, assim, captam recursos dos agentes econômicos superavitários para emprestá-los aos agentes deficitários, atuando como autênticos “intermediários do crédito”, com habitualidade e de maneira profissional.⁸

Assim, o mercado financeiro existe justamente porque alguns agentes econômicos conseguem poupar mais do que investir, enquanto outros necessitam investir em maior volume do que suas poupanças, havendo a necessidade de transferência de uns para outros, para a maior otimização dos recursos disponíveis na economia.⁹

Eizirik *et al.* explicam que as instituições financeiras, sob o crivo legal, atuam como se os recursos emprestados ao público fossem próprios, agindo de tal forma em cada operação de captação ou aplicação de recursos. Entretanto, sabe-se que os recursos emprestados pelas

⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 253.

⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 28.

⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 28.

⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 28-29.

instituições financeiras foram previamente captados junto ao público, com a finalidade de repassá-los, como empréstimos, às unidades econômicas deficitárias. O intermediário financeiro, portanto, constitui um tipo especial de empresário, captando recursos do público e deles se apropria, como se fossem próprios, a fim de realizar a transferência aos agentes econômicos que deles necessitam, de forma habitual e com finalidade lucrativa.¹⁰

Diante da concentração da oferta e da procura de dinheiro, a instituição financeira emprega uma dupla atividade:¹¹ ao captar recursos junto aos poupadores, remunera-os com juros; ao colocá-los à disposição dos tomadores de recursos, realiza a cobrança de juros. A remuneração da instituição financeira - o *spread* bancário - consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses aos tomadores de empréstimos.¹²

Ocorre que o sistema financeiro detém de uma maior complexidade, isto porque a demanda por crédito no mercado não é completamente suprida pela atividade bancária e, por esta insuficiência, o sistema financeiro se organiza em subsistemas, com diversos agentes participantes, para que por esses canais se torne possível a melhor alocação dos recursos na economia.

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) caracteriza-se como o conjunto de órgãos reguladores e de instituições financeiras, as quais executam as atividades relacionadas à moeda e ao crédito.¹³ A estrutura básica de regulação do SFN teve início com a edição, nas décadas de 1960 e 1970, de quatro distintos textos legais, respectivamente, a Lei Federal nº 4.595, em 1964, a Lei Federal nº 4.728, em 1965, e as Leis Federais nº 6.385 e 6.404, ambas em 1976.¹⁴

Para facilitar a compreensão, apresenta-se quadro¹⁵ com os principais órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores do SFN:

¹⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 29.

¹¹ Eizirik *et al.* elucidam ainda que, ao receber o crédito, o banco figura no polo passivo da relação comercial, tornando-se devedor do detentor de recursos, daí serem chamadas tais operações de “passivas” dos bancos; no segundo momento, ao dar crédito, tornando-se credor do agente econômico deficitário, pratica típica operação bancária “ativa”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 29-30.

¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 29-30.

¹³ JESUS, Adriana Dias de. Órgãos reguladores e inovação tecnológica: a transformação digital das instituições financeiras como desafio ao Direito. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 27.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361.

¹⁵ LUND, Myrian Layr Monteiro Pereira; SOUZA, Cristóvão Pereira de; CARVALHO, Luiz Celso da Silva de. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012. p. 24.

Quadro 1
SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Órgãos normativos	Entidades supervisoras	Operadores			
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (Bacen)	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras Bancos de câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: Banco Central do Brasil.

Figura 1: Principais integrantes do Sistema Financeiro Nacional.

O SFN também se encontra previsto, de forma sintética, no art. 192¹⁶ da Constituição Federal de 1988, com redação dada pela Emenda Constitucional nº 40/2003, que estabelece que este deve ser estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade. A primeira lei editada, a Lei Federal nº 4.595/1964, ordinária e anterior à Constituição de 1988, foi recepcionada pela nova carta constitucional e permanece regulando a estrutura e funcionamento do SFN.¹⁷

A Lei Federal nº 4.595/1964, conhecida como Lei da Reforma Bancária, criou o Banco Central do Brasil (BACEN) e substituiu o conjunto de normas esparsas que disciplinavam o mercado, à época, promovendo uma reestruturação no contexto do SFN, com foco na modernização e possibilitando a implementação da política monetária, creditícia e cambial para o desenvolvimento econômico do país.¹⁸

A Lei Federal nº 4.728/1965 complementa a Lei Federal nº 4.595/1964, de forma a reorganizar e disciplinar o mercado de capitais e,¹⁹ em dezembro de 1976, foram editadas a Lei Federal nº 6.404 - Lei das Sociedades por Ações (LSA) - e a Lei Federal nº 6.385, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para exercer as funções de órgão regulador e

¹⁶ Constituição Federal de 1988, art. 192, *in verbis*: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003) (Vide Lei nº 8.392, de 1991).”.

¹⁷ JESUS, Adriana Dias de. *op. cit.* p. 27.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361.

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361.

fiscalizador do mercado de valores mobiliários, as quais, até então, eram atribuídas ao BACEN.²⁰

Eizirik *et al.* lecionam que o legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado para duas entidades, cabendo ao BACEN a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.²¹

A estrutura do mercado financeiro *lato sensu* passou do modelo bipartido da Lei Federal nº 4.728/1965, para o modelo tripartido da Lei Federal nº 6.385/1976, com nítida distinção entre os objetos: de um lado, do mercado financeiro *stricto sensu* e, de outro, do mercado de capitais. O Conselho Monetário Nacional (CMN) conservava seu papel de órgão superior, ditando as políticas gerais a serem observadas nos dois mercados, cabendo à CVM, a disciplina, fiscalização e sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, continuando o BACEN como as mesmas funções quanto ao mercado financeiro.²²

Ainda sobre a organização do SFN, este é segmentado em quatro subsistemas: o mercado de crédito; o mercado monetário; o mercado cambial; e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários).²³

No mercado de crédito, realizam-se as operações bancárias típicas, objetivando a captação de recursos e de seus empréstimos, para o financiamento do consumo corrente de bens duráveis e do capital de giro para as empresas.²⁴ Nesse mercado, a instituição financeira é parte nas relações jurídicas junto aos agentes econômicos superavitários e deficitários, arcando com os riscos e as obrigações respectivas, uma vez que o detentor e o tomador dos recursos não se relacionam diretamente; entre eles apresenta-se a figura da instituição financeira, captando e repassando os recursos e assumindo os riscos do inadimplemento dos tomadores de crédito.²⁵

No mercado monetário²⁶, ocorrem as operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos. Eizirik *et al.* elucidam que, ao emitir títulos da dívida pública²⁷, colocando-os

²⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361.

²¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361.

²² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 361-362.

²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 33.

²⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 33.

²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 34.

²⁶ Segundo Eizirik *et al.*, o mercado monetário também é denominado de *open market*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 34.

²⁷ Os títulos da dívida pública, na lição de Eizirik *et al.*, a exemplo daqueles de curtíssimo prazo emitidos pelas instituições financeiras, funcionam como “quase moeda”, dada a sua alta dose de aceitabilidade e liquidez, faltando-lhes, para a sua caracterização como “moeda” a atribuição, pelo sistema jurídico, da qualidade de meio geral de troca e de instrumento de pagamento. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 34.

no mercado, sem necessidade de intermediação financeira, as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia: quando pretendem reduzi-lo, vendem os títulos, diminuindo a quantidade de moeda em circulação; quando pretendem expandir a liquidez, operam com a recompra dos títulos, fazendo com que o dinheiro retorne à economia.²⁸

No mercado cambial, efetuam-se operações de curto prazo, de compra e venda de moeda estrangeira, sendo sempre necessária a intermediação de instituições financeiras, as quais se destinam a operacionalizar o fluxo de capitais entre as nações.²⁹

No mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários), realizam-se operações que não apresentam natureza de negócios creditícios, mas que objetivam, em termos gerais, na canalização de recursos para as entidades emissoras, principalmente as sociedades anônimas abertas, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. Enquanto nas operações bancárias típicas são realizadas operações de financiamento e empréstimos, Eizirik *et al.* explicam que no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento está, em regra, relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos.³⁰

O mercado de capitais detém de função econômica essencial, que é a de permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*³¹, que também integram o mercado de capitais). A obrigação da companhia é de remunerar os investidores, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.³²

Nesse cenário, percebe-se a natureza do mercado de capitais como um mercado “de risco”, uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia. Embora as ações constituam investimentos de risco, são, usualmente, dotadas de

²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 34.

²⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 34-35.

³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 35.

³¹ O *commercial paper* ou nota promissória comercial é uma espécie de valor mobiliário de emissão exclusiva das sociedades anônimas que visa a captação pública de recursos para o capital de giro das empresas. Os recursos captados pelo *commercial paper* destinam às necessidades imediatas de fluxo de caixa, constituindo alternativa para a companhia evitar o pagamento de altas taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras nos empréstimos de curto prazo. BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 301.

³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 35-36.

liquidez, isto é, podem ser transformadas em dinheiro, particularmente quando admitidas à negociação em Bolsa de Valores.³³

Diferentemente do que se apresenta no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. Inexiste, no caso, a intermediação financeira, isto porque os recursos transitam diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as companhias que os emitem. Tratando-se de emissão pública de valores mobiliários, é obrigatória a presença de uma instituição financeira *underwriter*³⁴, cuja atuação, porém, não se confunde com aquela desempenhada quando capta recursos ou concede crédito.³⁵

O mercado de capitais diferencia-se, ainda, em dois segmentos:³⁶ o mercado primário e o mercado secundário. No mercado primário³⁷, ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular.³⁸ As negociações de valores mobiliários, provenientes de novas emissões entre a companhia e os subscritores, são realizadas mediante a intermediação do *underwriter*. Ou seja, fazem parte do mercado primário as negociações ocorridas no momento em que a companhia está ofertando novos valores mobiliários aos investidores, com objetivo de obter recursos para seus projetos de desenvolvimento ou necessidades de caixa.³⁹

Assim, o mercado primário viabiliza o atendimento a uma das funções básicas do mercado de capitais, qual seja, oferecer às companhias uma fonte de acesso a recursos possivelmente mais baratos do que os que poderiam ser obtidos por meio de empréstimos e outras operações bancárias⁴⁰ e, com a subscrição dos valores mobiliários, os poupadores passam a participar dos resultados da companhia.⁴¹

³³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 35-36.

³⁴ Eizirik *et al.* explicam que a atuação das instituições financeiras na intermediação da captação de recursos para as companhias, negócio jurídico denominado de *underwriting*, configura uma das principais atividades desenvolvidas no mercado de capitais, diante da participação no processo de colocação pública dos títulos.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 36-253.

³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 36.

³⁶ Eizirik *et al.* esclarece que a distinção, embora conceitualmente relevante, para efeitos econômicos, não traz qualquer consequência jurídica, uma vez que tais expressões não são utilizadas na legislação específica.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 37.

³⁷ Para a captação da poupança popular no mercado primário, as companhias devem promover a emissão pública de seus valores mobiliários, observando o disposto no art. 19, § 4º, da Lei nº 6.385/1976, e no art. 3º, § 2º, da Instrução CVM nº 400/2003. Além de outros requisitos, há a necessidade de prévia autorização da CVM para a intermediação de uma instituição financeira na colocação dos valores mobiliários junto aos investidores.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 253.

³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 37-38.

³⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 291.

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 291.

⁴¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 37-38.

Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos adicionais para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. As operações deste mercado são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários.⁴² A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los de forma rápida e segura. Eizirik *et al.* destacam 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 dificuldade para vender os valores mobiliários por eles adquiridos.⁴³

No mercado secundário, as operações com valores mobiliários podem ocorrer em Bolsa de Valores, ou de Futuros e Mercadorias, ou no chamado “mercado de balcão”. Nada impede, porém, que os investidores comprem e vendam diretamente os valores mobiliários fora das Bolsas ou do mercado de balcão, sem a participação de qualquer intermediário financeiro; tais operações são privadas⁴⁴, realizadas, portanto, fora do mercado de capitais.⁴⁵

Além do mais, importante compreender o que é um valor mobiliário. Eizirik *et al.* explicam que o conceito de valores mobiliários sempre foi um assunto tormentoso, tanto para doutrinadores quanto para legisladores e aplicadores do Direito.⁴⁶

Os valores mobiliários diferem de outros bens em alguns aspectos fundamentais. Primeiramente, não possuem um valor intrínseco, isto é, não têm valor em si – quanto vale uma ação, por exemplo, depende, dentre outros fatores, de sua liquidez no mercado, das atividades desenvolvidas por sua emissora, da lucratividade que esta apresenta num determinado período de tempo e das perspectivas futuras do nicho de negócios que a companhia se dedica.⁴⁷

Em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número indeterminado de vezes.⁴⁸

⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 38.

⁴³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 38.

⁴⁴ Eizirik *et al.* explicam que no mercado secundário, os valores mobiliários poderiam, em tese, ser negociados diretamente entre os investidores ou por intermédio de instituições financeiras que os representem. No entanto, a negociação direta normalmente acarreta inúmeras dificuldades, tais como a de se encontrar outros investidores interessados em negociar com determinado valor mobiliário, a de se estabelecer o valor da operação e de se assegurar formas eficientes e seguras de se garantir a sua liquidação. Portanto, a regra do mercado é a transferência dos valores mobiliários mediante a intermediação das Bolsas de Valores. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 291.

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 39.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 59.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 59.

⁴⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 59.

Em terceiro lugar, embora tenham em comum a capacidade de circular publicamente em massa, devido à sua natureza fungível, os ativos considerados valores mobiliários possuem características díspares entre si, por atribuírem a seus titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades.⁴⁹

A definição de valores mobiliários sempre esteve relacionada a títulos que corporificam investimentos de risco, nos quais o retorno do investidor está diretamente vinculado ao sucesso do empreendimento. Com efeito, a principal característica do mercado de valores mobiliários é a captação da poupança popular em um investimento de risco: ao aplicador em mercado de capitais não é garantida a obtenção de lucros; ao contrário, além da possibilidade de não alcançar o retorno da quantia investida, o tomador dos valores mobiliários pode vir a perder tudo o que investiu.⁵⁰

Diante da complexidade e das características peculiares do mercado de capitais, 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 de consumidores não são suficientes para garantir aos seus adquirentes uma efetiva proteção.⁵¹

Assim, o mercado de valores mobiliários mereceu, por parte do Estado, uma disciplina própria, concretizada com a edição de legislação específica sobre a matéria, a Lei Federal nº 6.385/1976 e, ainda, na criação de um órgão estatal, a CVM, com a finalidade de disciplinar, regular e fiscalizar, exclusivamente, esse segmento do SFN. Daí a relevância de se precisar o que é considerado valor mobiliário.⁵²

Até a edição da Medida Provisória de nº 1.637, de 08/01/1998, convertida na Lei Federal nº 10.198/2001, a legislação brasileira não havia conceituado “valores mobiliários”, preferindo o legislador apenas enumerá-los. Embora o rol dos valores mobiliários tenha sido gradativamente ampliado, mediante a edição de leis e regulamentos administrativos, o sistema legislativo brasileiro até então consagrava a acepção estrita de valores mobiliários, afirmam Eizirik *et al.*⁵³

Diante da necessidade da adoção de um conceito mais amplo de valores mobiliários, a Lei Federal nº 10.198/2001⁵⁴ constituiu importante marco no mercado de capitais, ao conferir

⁴⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 59-60.

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 60.

⁵¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 60-61.

⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 61.

⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 92.

⁵⁴ BRASIL. **Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.** Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110198.htm.

uma acepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do Direito norte-americano.⁵⁵ A norma jurídica teve nítida inspiração na legislação estadunidense, pois o legislador brasileiro se afastou da mera enumeração dos valores mobiliários, passando a conferir-lhes uma acepção mais ampla.⁵⁶

A Lei Federal nº 10.198/2001 estabeleceu que seriam considerados “valores mobiliários”, sujeitos ao regime da Lei Federal nº 6.385/1976, 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.⁵⁷

Com o advento da Lei Federal nº 10.198/2001, passaram a ser considerados “valores mobiliários” não apenas aqueles que já se encontravam previstos na legislação em vigor, mas também quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor, que aplicam os seus recursos na expectativa de obter lucro, não tendo, no entanto, controle direito sobre o empreendimento, uma vez que o responsável pelo sucesso do negócio é o empreendedor.⁵⁸

Em complementação às reformas até então empreendidas na LSA, editou-se, em 2001, a Lei Federal nº 10.303. Dentre outras inovações, a Lei Federal nº 10.303/2001 sistematizou o elenco de valores mobiliários, nele incorporando o conceito mais amplo já contido na Lei Federal nº 10.198/2001, de títulos ou contratos de investimento coletivo, além de ter incluído os chamados derivativos⁵⁹ e as cotas de fundos de investimento.⁶⁰

A vantagem da adoção desta acepção mais ampla de valores mobiliários, em vez de enumeração, é que, assim, afasta-se a necessidade de reformulação periódica da legislação sobre o mercado de capitais. O alargamento do conceito de valores mobiliários visa incluir as

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 92-93.

⁵⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 93.

⁵⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 93.

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 93.

⁵⁹ O derivativo tem o seu preço derivado de um outro ativo financeiro, *commodity*, índice ou taxa, que corresponde ao seu ativo objeto e com o qual está vinculado para fins de formação do preço ao longo da vida do derivativo e/ou quando de sua liquidação futura. Consiste num acordo de vontades por meio do qual duas partes, em atendimento aos seus interesses diversos, porém complementares, decidem celebrar um instrumento no qual se define o preço ou as condições para liquidação em data futura, considerando determinado ativo objeto. PILATTI, Érico Rodrigues. Derivativos e sua regulação do Brasil. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 361-404. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. p. 363.

⁶⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 94.

situações futuras em que serão ofertados novos produtos ao investidor, tendo sido, por via de consequência, aumentado o âmbito de atuação e fiscalização da CVM.⁶¹

Com a promulgação da Lei Federal nº 10.303/2001, não caberá mais à CVM e ao CMN a inclusão de quaisquer outros valores mobiliários, por meio da edição de normas regulatórias. Em virtude do caráter flexível dos conceitos de derivativos e de “contratos de investimento coletivo”, consagrados pela Lei Federal nº 10.303/2001, presume-se que o legislador entendeu que não há necessidade na ampliação do elenco de ativos considerados “valores mobiliários”. Dessa forma, o rol de valores mobiliários, previstos no art. 2º da Lei Federal nº 6.385/1976, em sua nova redação, passa a ser exaustivo, e não mais exemplificativo.⁶² Uma vez apresentado os principais conceitos e funções do SFN e do mercado de capitais, explica-se, a seguir, sobre os órgãos, entidades e operadores que integram o mercado de capitais.

2.2 Principais integrantes do mercado de capitais

O Sistema Financeiro Nacional é composto por diversos órgãos normativos, entidades e operadores. Lang *et al.* lecionam que o mercado de valores mobiliários, subsistema do SFN, é composto por múltiplos agentes, citando a título exemplificativo os emissores, investidores, integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e outros prestadores de serviços.⁶³ A seguir, elencam-se os principais integrantes, apresentando-os com suas funções.

O primeiro a ser abordado é o Conselho Monetário Nacional, órgão de cúpula, com autoridade máxima no SFN.⁶⁴ É um órgão normativo por excelência, que estabelece todas as principais diretrizes de atuação do sistema financeiro, tendo como função exclusivamente deliberativa e de formulação da política da moeda e do crédito, nos termos do art. 2º da Lei Federal nº 4.595/1964.⁶⁵

O poder normativo delegado ao CMN é limitado, porquanto a lei define contornos gerais, os limites, as hipóteses e situações a serem disciplinadas. Atua como um conselho de

⁶¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 94-95.

⁶² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 96-97.

⁶³ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. Principais agentes do mercado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 299-336. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. p. 300.

⁶⁴ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 12.

⁶⁵ JESUS, Adriana Dias de. *op. cit.* p. 27-28.

política econômica, procurando harmonizar as diretrizes para os mercados monetário, de crédito, de capitais e cambial, com as medidas adotadas em outros segmentos de ação do governo.⁶⁶ O CMN atualmente é composto, conforme prescreve o art. 8º, da Lei Federal nº 9.069/1995, pelo Ministro de Estado da Economia, que o preside, pelo Presidente do Banco Central do Brasil e pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia.⁶⁷

O Banco Central do Brasil (BACEN), criado pela Lei Federal nº 4.595, de 1964, é uma autarquia federal, caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério e que possui autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, conferida pela Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.⁶⁸ Essa entidade supervisora tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços, além de zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.⁶⁹

Outra entidade supervisora do mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Como agência reguladora do mercado de valores mobiliários, a CVM detém da função de fiscalização, de forma a coibir e punir condutas que lhe sejam danosas. Dessa forma, a CVM age imbuída de seu poder de polícia, ou seja, limitando a liberdade individual em prol do interesse público ou coletivo.⁷⁰

O art. 1º da Lei Federal nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei Federal nº 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 negociação e intermediação no mercado de derivativos (que também são considerados valores mobiliários); a organização, o funcionamento e as operações

⁶⁶ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 12.

⁶⁷ BRASIL. **Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.** Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19069.htm.

⁶⁸ BRASIL. **Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021.** Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp179.htm.

⁶⁹ BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm#art3i.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 379.

das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros, nas quais são negociadas valores mobiliários; e os serviços de consultor e de analista⁷¹ de valores mobiliários.⁷²

Pelo disposto no art. 1º da Lei Federal nº 6.385/1976⁷³, a qual cria a CVM, extrai-se a competência dos órgãos da Administração Pública encarregados da fiscalização das atividades desenvolvidas no mercado financeiro: tratando-se de oferta, intermediação, negociação ou distribuição públicas por partes dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários discriminados no art. 15 da Lei Federal nº 6.385/1976, a competência é da CVM; de outro lado, quando os negócios envolvam quaisquer outros ativos financeiros, que não sejam valores mobiliários, estes serão fiscalizados pelo BACEN.⁷⁴

A competência da CVM para regulamentar, fiscalizar e aplicar sanções administrativas está circunscrita e limitada aos emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores, assim como às entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, auditores independentes e demais pessoas que atuam profissionalmente neste mercado.⁷⁵ A Lei Federal nº 6.385/1976 é taxativa ao prever, no seu art. 2º, § 2º, o alcance fiscalizatório da CVM tanto sobre as companhias abertas quanto sobre os demais emissores de valores mobiliários.⁷⁶

Com a edição da Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei Federal nº 10.411/2002, a qual alterou a Lei Federal nº 6.385/1976, a CVM, que até então constituía-se como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Economia, foi elevada à condição de entidade autárquica em regime especial, ou seja, passou a ostentar o *status* de agência reguladora.⁷⁷

Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um órgão colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm de mandato por tempo determinado.⁷⁸

⁷¹ O analista de valores mobiliários é profissional que analisa determinados valores mobiliários, incluindo o seu emissor e o mercado em que atua, para emitir relatórios de análise deste valor mobiliário, podendo fazer uma recomendação profissional pela compra, venda ou manutenção do valor mobiliário analisado. A atividade do consultor se diferencia do analista, no sentido de que o consultor faz recomendações de investimento personalizadas ao seu cliente, enquanto que o analista produz relatórios distribuídos para um público. LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 323-352.

⁷² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 62.

⁷³ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm.

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 62.

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 63.

⁷⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 62.

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 362.

⁷⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 363.

De acordo com o art. 3º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, disciplinada pelo Decreto nº 6.382/2008, a CVM é dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovação em sabatina pelo Senado Federal, dentre pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.⁷⁹

O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, sendo vedada a sua recondução e um quinto de seus membros deve ser renovado anualmente.⁸⁰ A perda de mandato só poderá ocorrer nos casos de renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou por condenação em processo administrativo disciplinar a ser instaurado pelo Ministro da Economia. Portanto, diversamente dos órgãos vinculados ao Poder Executivo, os dirigentes da CVM não são demitidos *ad nutum*.⁸¹

Eizirik *et al.* lecionam que esse modelo de composição do órgão colegiado da CVM segue aquele das demais agências reguladoras brasileiras, de forma a atribuir maior independência e estabilidade às entidades, visando evitar possíveis interferência do Poder Executivo e do setor econômico regulado.⁸²

Serra Filho explica que a CVM atua na repressão de atos ilícitos no mercado de capitais, apurando condutas irregulares e, ao final, impõe aos respectivos infratores as penalidades cabíveis. Para o regular funcionamento do mercado, a lei outorgou à autarquia a competência direta para determinar a alteração, correção ou esclarecimentos que se fizerem necessários acerca de eventuais informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários. Diante da existência de erros ou inconsistências, a CVM pode exigir o refazimento e a republicação de demonstrações financeiras, relatórios ou quaisquer outras informações divulgadas, com objetivo de que os investidores tenham acesso a informações corretas, precisas e suficientes para tomada consciente de sua decisão de investimento.⁸³

⁷⁹ BRASIL. **Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.** Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/decreto/d6382.htm.

⁸⁰ BRASIL. **Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.** Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/decreto/d6382.htm.

⁸¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 363.

⁸² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 363.

⁸³ SERRA FILHO, Celso Luiz Rocha. A CVM: Competência legal, funções, poderes e atribuições. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 79-94. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. p. 90.

Um importante operador do mercado de capitais é a Bolsa de Valores. As bolsas são entidades que permitem a centralização das operações no mercado secundário, dotadas de sistemas de pregão “viva voz” (cada vez menos utilizados) ou eletrônico, mediante os quais se assegura a continuidade das operações e a divulgação instantânea dos preços praticados. Ademais, proporcionam todas as facilidades para a custódia e a transferência dos valores mobiliários nelas listados. Atuam, ainda, como corporações autorreguladoras, na medida em que normatizam a conduta das companhias e instituições que nelas operam, zelando para que sejam preservados elevados padrões éticos nas negociações.⁸⁴

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.⁸⁵ 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, dotado de todos os meios necessários para a celebração e transparência dos negócios, e que assegure, ademais, continuidade de preços e liquidez aos referidos títulos; a segunda é a de preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para seus membros e fiscalizando a sua observância.⁸⁶

A primeira função é de natureza econômica, constituindo a Bolsa, por essência, o local destinado a propiciar a realização de negócios transparentes e contínuos. Incumbe à Bolsa, nesse sentido, a função econômica básica de conferir liquidez aos papéis transacionados em seus sistemas de negociação.⁸⁷

A segunda função diz respeito à atuação da Bolsa como entidade autorreguladora, na medida em que ela exerce sobre seus membros e sobre as operações nela realizadas poderes de regulamentação e fiscalização, objetivando a preservação da ética e lisura nas transações.⁸⁸

Nesse sentido, a lição de Lang *et al.* complementa que as regras de negociação na Bolsa de Valores devem, basicamente, evitar ou coibir fraudes ou manipulações com objetivo de criar condições artificiais na demanda, oferta ou preços dos valores mobiliários negociados em seus ambientes e propiciar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observando as normas estatutárias e regulamentares.⁸⁹

⁸⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 334.

⁸⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 292.

⁸⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 292.

⁸⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 292.

⁸⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 292.

⁸⁹ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 309.

Apesar de sua natureza privada, Eizirik *et al.* reconhecem que as Bolsas exercem funções de interesse público, na medida em que lhes é assegurado o exercício de autêntico poder de polícia, não apenas no recinto do pregão e durante a sua realização, mas também fora dele, fiscalizando as atividades das sociedades corretoras.⁹⁰

Nessa lógica, as Bolsas podem ser incluídas dentre os órgãos de colaboração do Poder Público, que assumem uma função cada vez mais importante, em face da hipertrofia do Estado e sua consequente impossibilidade de exercer todas as suas funções.⁹¹ Dessa forma, as Bolsas constituem entidades privadas, que atuam em colaboração com o Poder Público, e para as quais são delegados poderes para o exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários.⁹²

A origem da Bolsa de Valores situada em São Paulo inicia-se em 1895, quando foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Naquela época, havia uma limitação imposta pelo Estado quanto ao número de corretores que poderiam atuar na Bolsa e a função de corretor era tida como ofício público. Existia, ainda, um órgão de classe, com poderes autorregulatórios, considerado o embrião dos atuais conselhos de administração das Bolsas. Tal órgão denominava-se Câmara Sindical, sendo responsável pela indicação dos corretores a serem nomeados, por meio de decreto, pelo Presidente da República.⁹³

Atualmente, no Brasil, existe somente uma Bolsa em funcionamento, a B3, após a fusão no ano de 2017 entre a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBovespa⁹⁴ e a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP)⁹⁵. A B3 atua de diversas formas na estrutura do mercado financeiro, exercendo desde operações de negociação, compensação e liquidação de valores mobiliários (ações, derivativos, financeiros e de mercadorias, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, moedas à vista e *commodities* agropecuárias) até o serviço de listagem e depósito central⁹⁶ para os ativos negociados em seus ambientes.⁹⁷

⁹⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293.

⁹¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293.

⁹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293.

⁹³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 41.

⁹⁴ A BM&FBovespa surgiu com a fusão entre a Bovespa Holding S.A. e a BM&F S.A..

⁹⁵ A CETIP é uma empresa privada integradora do mercado financeiro, atuante desde 1984, ofertando serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. A empresa também é a responsável pelo cálculo e divulgação da Taxa DI-Cetip, conhecida como CDI, que baliza grande parte das aplicações financeiras e empréstimos do Brasil. SANTOS, André. O que é CETIP? **InfoMoney**. São Paulo. 29 jul. 2017. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/licoes-de-valor/o-que-e-cetip/>.

⁹⁶ O depósito centralizado objetiva garantir que o valor mobiliário esteja imobilizado e efetivamente detido por determinado ente, por meio da aquisição da propriedade fiduciária do valor mobiliário pela instituição financeira depositária. LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 314.

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 41.

Com o desenvolvimento das inovações tecnológicas, houve grandes avanços na forma de operação das Bolsas, diante do surgimento de sistemas eletrônicos de negociação, dentre os quais os *Electronic Communications Networks* (ECNs) e *Alternative Trading Systems* (ATSs). Em tais sistemas, não há pregão. Os compradores e vendedores registram-se no sistema, discriminando o tipo de operação que pretendem realizar. Posteriormente, o sistema localiza as ordens de compra e venda que se complementam e efetua a transação eletronicamente, de forma segura e eficiente. Segundo Eizirik *et al.*, a facilidade e a rapidez oferecida por estes sistemas de negociação atraíram muitos clientes.⁹⁸

O desenvolvimento de inovações tecnológicas permitiu a substituição da estrutura tradicional de negociação, qual seja, o denominado “pregão”, pelas transações eletrônicas, via computador, que dispensam a necessidade de deslocamento das partes até o recinto físico onde eram realizadas as operações.⁹⁹

As instituições financeiras também desempenham relevante papel no mercado de capitais, destacando-se com a intermediação da captação de recursos para as companhias, negócio jurídico denominado de *underwriting*.¹⁰⁰ As companhias, em regra, não apresentam capacidade profissional nem experiência para a captação direta da poupança popular. Também não desejam assumir os riscos inerentes à venda ao público dos valores mobiliários que emitem. Por estas razões, contratam instituições financeiras especializadas para procederem com a distribuição pública de ações, debêntures ou outros valores mobiliários de sua emissão. Ao decidirem captar recursos junto ao público investidor, mediante a venda de valores mobiliários de sua emissão no mercado de capitais, as companhias procuram se defender de certos riscos inerentes à colocação pública de valores mobiliários.¹⁰¹

O termo *underwriter*, conforme lição de Eizirik *et al.*, consagrado no Direito inglês e norte-americano, foi tomado de empréstimo da legislação de seguros, em que era inicialmente utilizado para se referir à atividade dos indivíduos ou das empresas que “seguravam” o emissor dos papéis contra as perdas provenientes do insucesso da colocação.¹⁰²

Os *underwriters*, ao contrário da companhia emissora, possuem o chamado “poder de colocação” (*placing power*) que lhes garante *expertise* na distribuição dos valores mobiliários, haja vista a estrutura profissional que dispõem.¹⁰³

⁹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 302.

⁹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 301-302.

¹⁰⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 253.

¹⁰¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 254.

¹⁰² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 254.

¹⁰³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 255.

Em regra, a instituição financeira *underwriter* assume, profissionalmente, por meio da cobrança de comissões, os riscos advindos da determinação do preço dos valores mobiliários, assim como os riscos decorrentes de eventual insucesso na colocação pública de tais títulos.¹⁰⁴ A função econômica fundamental do *underwriter* é a de servir como um elo de aproximação entre a empresa que emite publicamente os títulos e os investidores, prestando assessoria à companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários.¹⁰⁵

Há ainda, como entidades participantes do mercado acionário, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e as sociedades distribuidoras¹⁰⁶ de títulos e valores mobiliários (DTVM). Sua constituição e exercício dependem de autorização do BACEN e têm por objetivo operar a compra e venda e a distribuição de títulos e valores mobiliários por conta de terceiros.¹⁰⁷ As sociedades corretoras de valores mobiliários representam o principal elo do sistema de distribuição e intermediação do mercado de capitais e prestam serviços ao investidor.¹⁰⁸

Lang *et al.* explicam que as sociedades corretoras de valores mobiliários possuem, como principais atividades, as seguintes: operação em Bolsa de Valores; subscrição e emissão de títulos e valores mobiliários para revenda; intermediação de oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado; compra e venda de títulos e valores mobiliários por conta própria ou de terceiros; administração de carteiras de custódia de títulos e valores mobiliários; exercício da função de agente fiduciário; e a instituição, organização e administração de fundos e clubes de investimento.¹⁰⁹

Por fim, integram o mercado de capitais as companhias de capital aberto que, segundo a LSA e a Lei Federal nº 6.385/1976, são aquelas que têm seus títulos admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.¹¹⁰ As sociedades anônimas abertas são reconhecidas, segundo Pitta, como sofisticados instrumentos de organização empresarial, por

¹⁰⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 256.

¹⁰⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 256.

¹⁰⁶ Com a edição da Decisão-Conjunta BACEN/CVM nº 17, de 4 de março de 2009, as distribuidoras de títulos e valores mobiliários passaram a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores, exercendo praticamente as mesmas funções das sociedades corretoras de valores mobiliários. LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 307.

¹⁰⁷ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 18.

¹⁰⁸ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 18.

¹⁰⁹ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 306.

¹¹⁰ MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015. p. 65.

permitirem a captação da poupança popular para a realização de determinados empreendimentos.¹¹¹

As sociedades abertas por ações captam recursos de todos os tipos de investidores, por meio da emissão de títulos de investimentos ou valores mobiliários, tais como: ações, partes beneficiárias, debêntures, bônus de subscrição e *commercial paper* e, em virtude dessa peculiaridade, deverão se sujeitar às normas impostas pela CVM.¹¹² Mota ensina que, além da efetiva negociação em bolsa, outra característica particular das companhias abertas que justifica disciplina própria é a ausência de um acionista controlador majoritário. Esta ausência não se verifica em todas as companhias abertas, mas muito raramente poderá ocorrer em uma companhia fechada.¹¹³

Pitta explica que às companhias de capital aberto, há uma relativa publicização do regime societário, por intermédio de uma maior intervenção do Estado na sua organização, isto porque há interesse da sociedade quando ocorre a captação de recursos junto ao público investidor mediante a negociação pública dos valores mobiliários.¹¹⁴ Lang *et al.* esclarecem que as companhias de capital aberto são tipos de emissores de valores mobiliários, uma vez que os fundos de investimento¹¹⁵ também podem realizar a emissão de títulos de investimento para a captação de recursos de investidores.¹¹⁶

Uma vez compreendido a estrutura do mercado de capitais e seus principais integrantes, discorre-se, no tópico seguinte, sobre a importância da informação para o funcionamento deste mercado.

2.3 Processo informacional e o *disclosure*

¹¹¹ PITTA, André Grunspun. Capitalização das companhias. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 405-422. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. p. 406.

¹¹² PARENTE, Ana Racy. Extensão dos efeitos da falência para as companhias investidas de fundos de investimento em participações. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 107.

¹¹³ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 66-67.

¹¹⁴ PITTA, André Grunspun. *op. cit.* p. 408.

¹¹⁵ O fundo de investimento é definido como uma comunhão de recursos destinado à aplicação em ativos financeiros, com prévia autorização da CVM. Pode ser organizado sob a forma de condomínio aberto ou fechado e o seu patrimônio é dividido em cotas. LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 302.

¹¹⁶ LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. *op. cit.* p. 301.

A regulação de determinada atividade compreende no estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação da conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, contudo, limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos, tais como os preços mínimos ou cláusulas obrigatórias, assim lecionam Eizirik *et al.*¹¹⁷

As normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitam a liberdade dos participantes do mercado, quer quanto à conduta, quer quando aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, denominada de “autorregulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do Estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador.¹¹⁸

O processo regulatório de determinado mercado forma-se a partir das atividades de elaboração de normas legais ou regulatórias, de registro e de fiscalização das entidades que atuam no setor, bem como da aplicação de tais normas, que podem resultar em sanções administrativas após o competente processo sancionador.¹¹⁹

Desse modo, Eizirik *et al.* explicam que o termo “regulação” designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal.¹²⁰

Salienta-se que, ao regular determinada atividade econômica, o Estado manifesta, por um lado, sua intenção de não eliminar o mercado e, por outro, de não deixá-lo funcionar de forma inteiramente livre, sem quaisquer restrições. Portanto, opta pela regulação de conduta de seus participantes, quer ao nível de acesso, delimitando as condições de entrada no mercado, quer ao nível do exercício da atividade econômica, mediante limitações à realização de determinadas operações.¹²¹

Os principais objetivos para se regular o mercado de capitais, orientados pelo interesse público, são os seguintes: proteger os investidores; promover a eficiência do mercado;

¹¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 45.

¹¹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 45.

¹¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 46.

¹²⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 46.

¹²¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 46.

criar e manter instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração de poder econômico; e impedir a criação de situações de conflitos de interesses.¹²²

A proteção aos investidores é concebida, na visão de Eizirik *et al.*, como o mais importante dos objetivos para a regulação do mercado:

O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.¹²³

A proteção aos investidores é basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Com relação aos emissores, as normas visam especialmente exigir a prestação plena e acurada das informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados e coibir os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Já com relação aos intermediários financeiros, objetivam as normas, principalmente, em coibir práticas de manipulação do mercado; eliminar conflitos de interesses; impedir a discriminação entre seus clientes; e promover tratamento adequado às necessidades financeiras dos clientes.¹²⁴

Sobre a proteção ao investidor, Mota discorre que a observância ao direito de informação dos acionistas apresenta conexão com o desenvolvimento do próprio mercado de capitais:

Por outro lado, o estabelecimento legal do direito à informação dos acionistas pode ser visto menos como uma consequência do desenvolvimento do mercado financeiro, e mais como uma causa – ou o pré-requisito – de seu crescimento. Assim, sua implementação é considerada como resposta à necessidade de um consenso interno mínimo, que permita à sociedade anônima atrair os investimentos necessários para o desenvolvimento tecnológico.¹²⁵

Corroborando com a necessidade da regulação do mercado, Wellisch defende que tanto em relação ao mercado primário de ações, que viabiliza a captação de recursos da população em geral para aplicação na atividade produtiva por meio da emissão de ações pelas companhias abertas, quanto em relação ao mercado secundário, que propicia a negociação e, assim, a liquidez dos valores mobiliários já emitidos, a CF de 1988, especialmente em seu art.

¹²² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 51.

¹²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 51.

¹²⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 52-53.

¹²⁵ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 38.

174, embasa a intervenção do Estado no domínio econômico para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, a fim de compatibilizar o princípio da liberdade econômica e da livre iniciativa com a defesa dos direitos e interesses sociais.¹²⁶

Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas companhias que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naqueles que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociação, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem acreditar que os seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verídicas e fidedignas.¹²⁷

Assim, a regulação permite a redução dos riscos aos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários na divulgação de todas as informações relevantes, bem como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado.¹²⁸

Entretanto, a regulação não elimina os riscos, que são da essência do mercado de capitais; o que ela é capaz de prover é uma redução de determinados riscos, não dos riscos dos investimentos, mas daqueles derivados de comportamentos ilícitos. Em verdade, os riscos dos investimentos em títulos de renda variável, que são os mais negociados no mercado de capitais, não podem ser eliminados, uma vez que constituem títulos que não atribuem a seus tomadores retornos fixos, mas simplesmente o direito de participarem nos eventuais lucros gerados pela companhia emissora.¹²⁹

Outro objetivo fundamental da regulação é proporcionar a eficiência no funcionamento do mercado. Nesse sentido, Eizirik *et al.* explicam que vários estudos vêm demonstrando que a regulação demanda a prestação de um volume maior de informações do que os emissores de títulos apresentariam num mercado não regulado. O aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados mais benéficos para a economia.¹³⁰

¹²⁶ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 187.

¹²⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 51.

¹²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 51-52.

¹²⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 52.

¹³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 53.

Cordeiro, ao discorrer sobre a eficiência do mercado de capitais e, partindo de uma visão econômica, explica que o mercado será eficiente sempre que os preços dos produtos transacionados reflitam a informação disponível a cada momento. Dentro desta concepção, é possível, pelo menos numa perspectiva abstrata, quantificar a eficiência dos mercados, a partir da comparação do valor das transações com o valor resultante de uma análise objetiva à informação existente.¹³¹

E, sobre a qualidade da informação, Cordeiro explica que não basta ao mercado de capitais a simples divulgação de informação. Interessa-lhe, ainda, regular o próprio conteúdo dos elementos que chegam ao mercado, devendo a informação disponibilizada ser completa.¹³²

Portanto, para a salutar competição no mercado, entende-se que os objetivos econômicos da regulação devem ser os de promover maior eficiência: (i) na determinação das cotações dos valores mobiliários, propiciando eficiência na capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente disponíveis; (ii) na alocação dos recursos, para que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis; (iii) nas operações entre os investidores, reduzindo tanto quanto possível os custos de transação, que são aqueles incorridos na realização dos negócios.¹³³

Os dois primeiros objetivos econômicos (eficiência nas cotações dos valores mobiliários e alocação dos recursos disponíveis) são alcançados mediante uma legislação de *disclosure*, que consagre o princípio da ampla transparência das informações, bem como estabeleça a repressão ao *insider trading*¹³⁴. O terceiro objetivo econômico (redução nos custos da transação) é obtido mediante a regulação da conduta dos intermediários financeiros e a promoção de índices crescentes de competição no mercado.¹³⁵ Explica-se a construção do processo informacional e a evolução do direito à informação no mercado de capitais a partir do estudo sobre o mercado de capitais norte-americano.

¹³¹ CORDEIRO, A. Barreto Menezes. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários: À luz da Lei 35/2018 (DMIF II) e dos avanços da FinTech**. 2 ed. atual. Coimbra: Almedina, 2018. p. 90.

¹³² CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *op. cit.* p. 100-101.

¹³³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 53-54.

¹³⁴ A prática do *insider trading* consiste no uso indevido de informação privilegiada, ligado à duas proibições: (i) realizar negociações no mercado de capitais de posse de informação material que não é pública; e (ii) revelar essa informação a terceiros (*tipping*). COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. p. 14.

¹³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 54.

Até 1933, as *securities* (valores mobiliários) não haviam recebido um tratamento legal sistemático nos Estados Unidos da América, existindo sobre a matéria apenas as chamadas *Blue Sky Laws*. No entanto, a crise da Bolsa de Nova Iorque de 1929 expôs a fragilidade da estrutura do mercado de capitais norte-americano e deflagrou uma série de medidas, por parte do governo, visando a assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários uma maior proteção, resultando na edição, nos anos seguintes, do *Securities Act*, em 1933, e também do *Securities Exchange Act*, em 1934.¹³⁶

O primeiro diploma, dentre outras questões, estabeleceu a definição de valores mobiliários, e o segundo instituiu um órgão regulador específico para disciplinar e fiscalizar o funcionamento do mercado de capitais, a *Securities and Exchange Commission* (SEC).¹³⁷

A filosofia do *disclosure*, adotada pelos norte-americanos, em 1934, com a criação da SEC e a edição do *Securities Act*, tem como norte levar ao conhecimento do público todos os fatos relevantes relacionados aos negócios da empresa, e se impôs como uma regra fundamental para a segurança e bom funcionamento do mercado de capitais. Anteriormente à criação da SEC, cada estado norte-americano tinha sua própria legislação de *securities*, que ficaram conhecidas como *Blue Sky Laws*.¹³⁸

As *Blue Sky Laws* visavam proteger o investidor de distribuições públicas de valores mobiliários sem qualquer respaldo de ordem econômica. O método de intervenção aplicado pelas *Blue Sky Laws* era substancialmente diferente da opção ao final adotada pelas leis da década de 1930. Naquelas, era conferido ao Estado um amplo poder discricionário para conceder ou não o registro de uma emissão de valores mobiliários, com base na sua avaliação sobre a qualidade do investimento publicamente ofertado (regulação pelo mérito).¹³⁹

As leis estaduais, apesar de extremamente interventivas, não foram capazes de evitar todas as fraudes e manipulações de mercado que resultaram no *crash* da Bolsa de Nova Iorque em 1929. Além da incapacidade, inclusive operacional, e a falta de expertise do poder público para lidar com tamanha responsabilidade de avaliar a qualidade dos investimentos ofertados ao público, as *Blue Sky Laws*, segundo relatos e testemunhos perante o Congresso norte-americano logo após a quebra de 1929, na lição de Wellisch, sequer tiveram a chance de apresentar algum sucesso, especialmente pelo fato de serem leis meramente estaduais e, conseqüentemente, de aplicação restrita aos respectivos territórios.¹⁴⁰

¹³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 65.

¹³⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 66.

¹³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 623.

¹³⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 189.

¹⁴⁰ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 189-190.

Diante dos limites de aplicação das *Blue Sky Laws*, bastava que a oferta pública de ações fosse destinada a mais de um estado para que a lei estadual não fosse aplicada. Wellisch destaca que a associação de bancos de investimento norte-americana chegou a recomendar, em 1915, que os seus associados simplesmente ignorassem todas as *Blue Sky Laws*, bastando que fizessem a simples remessas, por via postal, das ofertas dos *securities* para diversos estados.¹⁴¹

Após a crise da Bolsa de Nova Iorque em 1929, o que levou os Estados Unidos da América a uma recessão econômica, intensificaram-se os embates sobre o modelo fundamental de regulação das atividades econômicas no âmbito do mercado de valores mobiliários. Conforme assenta Wellisch, acerca do modelo básico da regulação do mercado de capitais nos Estados Unidos, a ideia central que orientou a elaboração das leis de 1933 e 1934 foi exposta, pioneiramente, por Louis D. Brandeis¹⁴², na sua série de artigos para a revista política *Harper's Weekly*, posteriormente reunida na obra de 1914, *Other People's Money and How the Bankers Use It*.¹⁴³

A lei, segundo as lições de Brandeis, não deveria tentar evitar que os investidores fizessem maus negócios. O controle e a intervenção estatal seria um remédio pior que a moléstia. O pressuposto deveria ser que o investidor é adulto o suficiente para, uma vez adequadamente informado, tomar as decisões econômicas que julgar mais convenientes, de acordo com o seu próprio perfil e interesse.¹⁴⁴

Uma vez reconhecida a necessidade de intervenção do Estado, os embates parlamentares da época, para além das investigações que procuravam apontar os culpados pelo colapso de 1929, centraram-se na dicotomia entre as seguintes abordagens regulatórias: (i) a “regulação pelo mérito do investimento”, conforme já era previsto, em nível estadual, pelas *Blue Sky Laws*, que deixavam a cargo do Estado a seleção discricionária dos valores mobiliários que poderiam ser distribuídos publicamente ou; (ii) a “regulação pela informação”, em linha com as lições de Louis D. Brandeis, que sustentava ser a publicidade o melhor remédio para proteção dos investidores contra as iniquidades verificadas durante os anos que precederam a crise.¹⁴⁵

¹⁴¹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 190.

¹⁴² A obra *Other People's Money* de Louis D. Brandeis tem como tema central que os grandes bancos estavam conspirando com empresários para criar trustes nas principais indústrias dos Estados Unidos da América. O autor observou que não apenas os trustes sufocavam a competição, mas também se agigantavam ao ponto de se tornarem incapazes de operar com eficiência. BRANDEIS, Louis D. *Other People's Money*. Louis D. Brandeis School of Law Library. 1913. Disponível em: <https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>.

¹⁴³ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 188.

¹⁴⁴ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 188.

¹⁴⁵ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 194-195.

Após intensos debates, a opção regulatória que se adotou, capitaneada pelo então Presidente norte-americano, Franklin Delano Roosevelt, foi a de exigir a transparência das informações dos emissores de valores mobiliários - regulação pela informação - sem, contudo, adentrar no mérito da emissão. Assim, a análise da qualidade do emissor e dos títulos ofertados ao público caberia ao investidor e a proteção estatal se daria, portanto, por meio da informação.¹⁴⁶

A partir de então, se criou um sistema de duplo registro, que passou a exigir o registro dos emissores e das emissões, criando, neste ensejo, uma série de obrigações informacionais a serem divulgadas aos investidores no tempo, na forma e de acordo com o conteúdo determinado pela regulamentação.¹⁴⁷

Pelo sistema registrário criado no *Securities Act* de 1933 e no *Securities and Exchange Act* de 1934, a distribuição pública de valores mobiliários passou a depender, como regra geral, de registro na então criada SEC, destinado, essencialmente, a garantir a todos os investidores em potencial e ao mercado como um todo o acesso a todas as informações necessárias à sua tomada de decisão de investimento.¹⁴⁸

Além da divulgação exigida no momento da distribuição pública, a lei institui ainda um regime complementar de divulgação periódica de informações para alimentar, e mesmo viabilizar, o mercado secundário. Impôs-se, assim, um modelo em que todas as informações referentes ao emissor, tais como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre tais dados valores mobiliários emitidos, sejam periodicamente disponibilizados ao público.¹⁴⁹

Nesse cenário da adoção pelo princípio do *full disclosure*, extrai-se a importância da informação para o mercado de capitais. A própria natureza e complexidade das atividades desenvolvidas no âmbito mercado, além da falta de conhecimento técnico daqueles que não atuam ordinariamente no mercado, geram assimetrias informacionais, as quais, além de serem consideradas, por si mesmas, como uma falha de mercado, também dão ensejo a outros problemas básicos no sistema financeiro e, na lição de Wellisch, merece especial estudo os problemas da seleção adversa, dos custos de agência e do *moral hazard*.¹⁵⁰

A seleção adversa é um problema decorrente da assimetria informacional e que ocorre, em geral, antes de a transação ser realizada. Ou seja, é provocado pela insuficiência de

¹⁴⁶ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 195.

¹⁴⁷ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 196.

¹⁴⁸ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 196.

¹⁴⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 196-197.

¹⁵⁰ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 52.

informações no momento da contratação, como descreveu Akerlof¹⁵¹ no famoso e pioneiro trabalho *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, que lhe rendeu o prêmio Nobel de Economia em 2001.¹⁵²

Tratando do mercado de automóveis usados e, considerando o impulso dos vendedores de disfarçarem os defeitos existentes, Akerlof destacou as dificuldades dos compradores de verificarem as verdadeiras condições do bem que pretendiam adquirir, o que os levava, em razão dessa desconfiança antecipada, a ofertar um preço menor do que aquele cobrado pelo vendedor. E essa discrepância informacional entre compradores e vendedores acaba refletindo no próprio processo de formação de preços e, conseqüentemente, afastam os donos de veículos em boas condições, que preferem não ofertá-los à venda, justamente em razão desse deságio genericamente praticado. Tal situação, segundo Akerlof¹⁵³, acaba reduzindo a oferta, que fica limitada a veículos de pior qualidade e, assim, exacerba ainda mais a seleção adversa com que se deparam os compradores.¹⁵⁴

No âmbito do mercado de capitais, o mesmo efeito também pode ser verificado, sendo certo, inclusive, que as disparidades de informação podem ser ainda mais significativas, dada a natureza bastante distinta dos agentes que atuam nesse mercado.¹⁵⁵

Nessa perspectiva, impõe-se a intervenção do Estado, estabelecendo regras e adotando medidas voltadas a minimizar os efeitos da seleção adversa. É o que se dá, por exemplo, no âmbito do mercado de valores mobiliários, no qual a lei requer a participação de intermediários e especialistas que, em teoria, traduziria, em linguagem compreensível para o leigo, o teor das informações técnicas, os riscos e vantagens do negócio, muito embora, como visto por Wellisch, a presença desse intermediário também enseja novas assimetrias e outros problemas correlatos, como o *moral hazard* e aqueles decorrentes da chamada “relação de agência” (*agency*).¹⁵⁶

Como indica a doutrina, nos estudos de Wellisch, a “relação de agência” é aquela na qual uma das partes (o chamado “principal”) delega poderes à outra para que esta atue como seu “agente”. Os problemas desse tipo de relação decorrem do fato de que as partes (“principal”

¹⁵¹ AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3. ago. 1970. p. 488-500. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197008%2984%3A3%3C488%3ATMF%22QU%3E2.0.CO%3B2-6>.

¹⁵² WELLISCH, Jülya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 52.

¹⁵³ AKERLOF, George A. *op. cit.*

¹⁵⁴ WELLISCH, Jülya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 52-53.

¹⁵⁵ WELLISCH, Jülya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 53.

¹⁵⁶ WELLISCH, Jülya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 53.

e “agente”), além de não possuírem interesses inteiramente coincidentes, também não possuem o mesmo nível informacional. Desse modo, o “principal” precisa incorrer em custos para supervisionar a atuação do “agente” (o que a doutrina denomina de “custos de agência”). Embora os dilemas da “relação de agência”¹⁵⁷ possam se fazer presentes em uma infinita gama de relações jurídicas, eles ganharam muita evidência no âmbito do mercado financeiro e do mercado de valores mobiliários, notadamente nas relações entre clientes e intermediários financeiros, e naquelas entre acionistas e administradores de sociedades anônimas.¹⁵⁸

O *moral hazard*, por sua vez, embora também decorra da assimetria informacional, tal como ocorre com a seleção adversa, incide em regra, após a realização da transação, ao contrário do que, em geral, ocorre com aquela. Apesar de ter sido inicialmente concebido a partir da análise das relações entre seguradoras e segurados, sua consideração também se espalhou para o sistema financeiro como um todo e para análise das diversas relações nele estabelecidas.¹⁵⁹

Assim, no exemplo citado por Wellisch, uma instituição financeira que conceda um empréstimo está sujeita ao risco de o tomador dos recursos aplicá-los em atividades mais arriscadas das quais, embora possam lhe gerar retornos mais vantajosos, e o seu eventual e possível insucesso terá o condão de acarretar efeitos negativos especialmente para a instituição credora. Ou seja, o tomador dos recursos tem incentivos para investir em atividades de maior risco, justamente porque ele receberá, individualmente, os eventuais benefícios decorrentes do sucesso dessa atividade, ao passo que será o credor o responsável por suportar a maior perda.¹⁶⁰

Ademais, e na medida em que a maior parte das relações financeiras se dá a partir de bases essencialmente fiduciárias, configurando-se as já mencionadas relações de agência, delas advêm diversas outras situações de *moral hazard*, nas quais a parte mais bem informada se beneficia dessa vantagem informacional, assim como da hipossuficiência dos demais.¹⁶¹

¹⁵⁷ Costa explica que o centro do conflito de agência nas companhias de controle pulverizado está na verificação de um desalinhamento de interesses entre os administradores e seus acionistas. Enquanto os acionistas têm como objetivo principal a maximização de lucros e a valorização da companhia, com o menor custo possível, os administradores buscam a maior remuneração para os seus cargos e a maximização do seu *status* no mercado. COSTA, Luciana Pereira. Controle pulverizado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 463-474. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. p. 470.

¹⁵⁸ WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *op. cit.* p. 54.

¹⁵⁹ WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *op. cit.* p. 54.

¹⁶⁰ WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *op. cit.* p. 54-55.

¹⁶¹ WELLISCH, Julia Sotto Mayor. *op. cit.* p. 55.

Justamente em razão dessas falhas, a regulação financeira organiza-se de modo a tentar eliminá-las ou, pelo menos, minimizá-las, buscando, assim, restaurar a eficiência do mercado, o que é possível se vislumbrar com a adoção do *disclosure*.¹⁶² Corrobora com essa ideia Costa, explicando que para a mitigação do conflito de agência, são impostos diversos mecanismos, tais como a imposição do dever de divulgar informações periódicas e eventuais das companhias abertas, inclusive aquelas relacionadas à remuneração dos seus administradores.¹⁶³

A legislação do mercado de valores mobiliários brasileiro revela a sua nítida inspiração na regulação do mercado norte-americano, que foi erigida e está conformada, em linhas gerais, pelas mencionadas leis de 1933 e 1934 e, portanto, no princípio do *full disclosure*, diante da adoção do modelo informacional.¹⁶⁴

Mesmo antes da Lei Federal nº 6.385/1976, a Lei Federal nº 4.728/1965¹⁶⁵ previa, em seu art. 20, § 1º, alínea *a*, a obrigatoriedade de registro da sociedade emissora e da respectiva emissão, ainda perante o BACEN que, à época, era também o regulador do mercado de valores mobiliários brasileiro, cabendo ao CMN, por exemplo, definir a natureza, o grau de detalhamento e a periodicidade da publicação de informações sobre situação econômica e financeira da pessoa jurídica, suas operações, administração e acionistas que controlam a maioria do seu capital votante.¹⁶⁶

Com a edição da Lei Federal nº 6.385/1976 e criação da CVM, consolidou-se expressamente a clara opção legislativa de seguir o princípio do *full disclosure*, de modo que o Estado não adentrasse em avaliações meritórias acerca das companhias abertas e dos seus respectivos empreendimentos. O poder de escolha permanecia, portanto, com o investidor. Ao Estado, por meio da CVM, caberia apenas assegurar a divulgação de informações suficientes e adequadas para que o investidor pudesse, livremente, tomar a sua decisão de investimento.¹⁶⁷

Desde a criação da CVM, a autarquia tem editado diversas normas no sentido de proteger os investidores, assegurando-lhes uma noção precisa a respeito dos títulos que estão sendo negociados no mercado, garantindo-lhes, mediante a imposição do dever de *disclosure*,

¹⁶² WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 55.

¹⁶³ COSTA, Luciana Pereira. *op. cit.* p. 470.

¹⁶⁴ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 189-197.

¹⁶⁵ BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm.

¹⁶⁶ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 197.

¹⁶⁷ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 197.

um fluxo constante de informações sobre os referidos papéis, e, ainda, procurando coibir a prática de atos ilícitos ou fraudulentos no âmbito do mercado de capitais.¹⁶⁸

Este foco do órgão regulador na proteção aos investidores mediante a adoção do princípio do *full disclosure* advém da sistemática do mercado e das características dos valores mobiliários nele negociados. Como os valores mobiliários são ofertados ao público em geral, é necessário garantir aos seus tomadores um fluxo permanente de informações a respeito da entidade emissora e também dos papéis que estão sendo oferecidos.¹⁶⁹

Considerando que um dos objetivos básicos do mercado de capitais consiste em permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, torna-se fundamental prover aos investidores um adequado sistema de proteção. Por outro lado, tal proteção aos investidores não pode restringir demasiadamente a possibilidade de captação de recursos das companhias, sob pena de inviabilizar o próprio funcionamento do mercado de capitais. A tutela estatal, visando conciliar estes dois objetivos, centra-se, basicamente, a partir de uma eficiente política de *disclosure* de divulgação de informação.¹⁷⁰

A implementação da política do *disclosure* está, a seu turno, fundamentada na existência de um sistema de registros perante a CVM, por meio dos quais são canalizadas as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de investimento de maneira consciente.¹⁷¹

As normas que impõem a obrigatoriedade de registro na CVM tanto da companhia quanto da oferta pública apresentam caráter instrumental, já que o registro consiste basicamente no meio de se proceder à prestação de informações para a CVM, com vistas de divulgação ao público investidor.¹⁷² Segundo a lição de Pitta, o registro da companhia na CVM confere a condição de companhia aberta a uma determinada sociedade por ações, pois, a partir da concessão, os valores mobiliários emitidos passam a estar aptos à negociação no mercado de valores mobiliários.¹⁷³

Os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos 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

¹⁶⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 63.

¹⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 64.

¹⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 202-203.

¹⁷¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 203.

¹⁷² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 204-205.

¹⁷³ PITTA, André Grunspun. *op. cit.* p. 409-410.

ofertados.¹⁷⁴ Assim, o registro não é um fim em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público. Desta forma, a aplicação de sanção disciplinar, pela CVM, não decorre, por exemplo, de mera realização de uma distribuição pública sem registro, mas sim de sua realização sem a prestação das informações necessárias para pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento.¹⁷⁵

Eizirik *et al.* explicam que o caráter instrumental do registro foi destacado na Exposição de Motivos da Lei Federal nº 6.385/1976, ao mencionar que o sistema de registros tem basicamente por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emissora.¹⁷⁶

Questão importante diz respeito às hipóteses em que cabe o indeferimento do pedido de registro de emissões públicas; ou, em outros termos, ao alcance do poder da CVM de aprovar ou desaprovar as emissões públicas de valores mobiliários.¹⁷⁷

Na quase generalidade dos países que dispõem de leis sobre o mercado de capitais, não se atribui ao Estado o poder de aprovar ou desaprovar uma distribuição pública de títulos por razões de conveniência ou oportunidade. Assim, praticamente inexistem casos em que o Estado escolhe as empresas que podem distribuir publicamente valores mobiliários de sua emissão, exercendo, portanto, uma análise do mérito do investimento proposto ao público.¹⁷⁸

O exame de mérito da distribuição cabe unicamente aos investidores do mercado e que o pedido de registro das distribuições apenas garante aos investidores que as informações exigidas foram prestadas, encontrando-se à disposição dos interessados. Assim, a atuação estatal volta-se exclusivamente para propiciar o acesso igual para todos os investidores às informações materialmente relevantes, cabendo apenas a ele, investidor, qualquer julgamento sobre o seu mérito.¹⁷⁹

Isto se justifica por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, considera-se que não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidade das empresas. Com efeito, não há porque se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o

¹⁷⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 205.

¹⁷⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 205.

¹⁷⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 205.

¹⁷⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 235.

¹⁷⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 235.

¹⁷⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 236.

encargo de julgar o mérito da distribuição pode ter como consequência sua responsabilidade civil dos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento.¹⁸⁰

No mesmo raciocínio, Trindade afirma que uma intervenção estatal meritória certamente traria consigo o colapso do mercado, inclusive porque às perdas e às consequentes ações judiciais de indenização que fossem movidas contra o ente estatal responsável pelo exame substancial, seguir-se-ia o fracasso do modelo.¹⁸¹ Ainda sobre o tema, Pitta leciona que eventual indeferimento do pedido de registro não pode ocorrer com base em aspectos associados à natureza do negócio ou do empreendimento do emissor. O indeferimento deve estar necessariamente associado: (i) ao não cumprimento de aspectos legais e formais do registro; (ii) ao não cumprimento de prazos aplicáveis; (iii) ao não cumprimento de exigências formuladas pela CVM, decorrentes da prestação de informações exigidas em regulamentos próprios¹⁸²; e (iv) irregularidades nos atos constitutivos ou nas demonstrações financeiras.¹⁸³

A opção que se fez no Brasil e ao redor do mundo foi pelo sistema do *disclosure* mandatório, sob o fundamento de que a proteção do investidor se dá justamente pela informação. As forças espontâneas para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente, impondo-se a instituição da obrigatoriedade de fornecimento das informações consideradas necessárias.¹⁸⁴

Na medida em que os valores mobiliários são bens incorpóreos, a sua verificação e avaliação ocorrem, em geral, de forma indireta, a partir de fontes produzidas pelo próprio emissor, o qual, não fosse a exigência estatal, não teria incentivos suficientes para prestar, espontaneamente, todas as informações consideradas necessárias. Wellisch explica que os indivíduos dispõem de diversos incentivos para evitar a transparência de informações, e o principal deles é a obtenção de vantagens econômicas.¹⁸⁵

Por outro lado, sem informações, seria improvável que os investidores estivessem dispostos a investir seus recursos em empreendimentos de risco. Ou, ainda que estivessem, haveria, certamente, uma redução no preço por eles oferecido, dado o cenário de absoluta

¹⁸⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 236.

¹⁸¹ TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**, São Paulo: IOB, 2002, p. 308-309.

¹⁸² O registro prévio das companhias de capital aberto para emissão de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de capitais é regulado pela Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>.

¹⁸³ PITTA, André Grunspun. *op. cit.* p. 413.

¹⁸⁴ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 199.

¹⁸⁵ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 199.

incerteza que se imporia diante da assimetria informacional existente entre a companhia emissora e seus administradores, de um lado, e os investidores, de outro.¹⁸⁶

No mercado de valores mobiliários, portanto, é fácil perceber a presença daquele mesmo efeito de seleção adversa, decorrente justamente da assimetria informacional, conforme originalmente demonstrado por Akerlof.¹⁸⁷ A situação de desigualdade entre os participantes de relações afetadas pela assimetria informacional, além de permitir que a parte mais informada se beneficie da menos informada, pode prejudicar o funcionamento do mercado como um todo.¹⁸⁸

No Brasil, 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 distribuição pública.¹⁸⁹

O ato da CVM de aprovar ou desaprovar o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários é necessariamente vinculado, uma vez que a lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a sua prática. Não se está, no caso, na esfera do poder discricionário da CVM, ou seja, não pode a autoridade reguladora indeferir o pedido de registro de distribuição por razões de conveniência e oportunidade.¹⁹⁰

O deferimento do pedido de registro pela CVM não importa, por sua vez, a chancela estatal quanto à qualidade da companhia ou dos valores mobiliários por ela oferecidos ao público ou quando à veracidade das informações prestadas.¹⁹¹

O *disclosure* consta ainda na redação da LSA que, em seu art. 157, estabelece para o diretor e para o membro do Conselho de Administração o dever de informar. Tal dever de *disclosure* existe com relação à própria companhia e seus acionistas minoritários e, no caso da companhia aberta, com relação ao mercado e investidores em geral.¹⁹²

O dever de informar a que se submetem os administradores de companhias abertas, previsto no art. 157 da LSA, pode ser analisado sob dois aspectos: o primeiro refere-se às informações que devem ser prestadas aos acionistas da sociedade, as quais se desdobram no dever de declaração no termo de posse (art. 157, *caput*) e no dever de revelação à Assembleia

¹⁸⁶ WELLISCH, Jula Sotto Mayor. *op. cit.* p. 199.

¹⁸⁷ WELLISCH, Jula Sotto Mayor. *op. cit.* p. 199.

¹⁸⁸ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 44.

¹⁸⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 236.

¹⁹⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 237-238.

¹⁹¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 238.

¹⁹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 618-619.

Geral ordinária (art. 157, §§ 1º e 2º); o segundo consiste no dever de comunicação e de divulgação de informações que possam influir no mercado de capitais de uma forma geral (art. 157, § 4º).¹⁹³

O dever de informar dos administradores corresponde ao direito subjetivo de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial, posto que constitui instrumento indispensável à fiscalização da gestão social.¹⁹⁴

No primeiro aspecto, as normas dispostas na LSA visam a facilitar o combate ao *insider trading*. O administrador pode, legitimamente, comprar e vender ações de emissão da companhia, desde que não esteja de posse de informação confidencial e relevante sobre a companhia. O princípio é que todos devem ter igualdade de condições de negociação dos valores e que disponham das mesmas informações para tomada de suas decisões de investimento.¹⁹⁵

Com relação ao segundo aspecto, ou seja, o dever de informar dirigido ao mercado, a LSA estabelece, no § 4º, do art. 157, que o administrador da companhia aberta deve comunicar imediatamente à Bolsa e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração, qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários emitidos pela companhia.¹⁹⁶

Trata-se de consagração do princípio do *full disclosure* ou da transparência das informações acerca das companhias que oferecem publicamente seus títulos aos investidores, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão.¹⁹⁷

O princípio de *disclosure* encontra-se previsto, igualmente, em vários dispositivos da Lei Federal nº 6.385/1976 e, dentre eles, destacam-se os artigos 4º, inc. VI; 8º, inc. III; 19; 20 e 22, § 1º.¹⁹⁸ Tais normas delegam à CVM o poder de fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado de capitais, fixando sua competência normativa para regular, dentre outras matérias, a natureza e a periodicidade das informações prestadas pelas companhias abertas; os relatórios da administração das companhias; os padrões de contabilidade e pareceres dos

¹⁹³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 619.

¹⁹⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 619.

¹⁹⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 620-621.

¹⁹⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 621-622.

¹⁹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 622-623.

¹⁹⁸ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *op. cit.*

auditores independentes; a divulgação de deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração etc.¹⁹⁹

O *disclosure* deve ainda ser aplicado aos fatos relevantes da companhia. O conceito de fato relevante adotado pela LSA advém do *material fact*, previsto na *Rule 10 b-5* promulgada pela SEC. Fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia. Trata-se de norma flexível, a ser analisada diante de cada caso concreto; a princípio, o fato é relevante na medida em que sua divulgação ocasionará um impacto razoável sobre a cotação dos valores mobiliários da companhia.²⁰⁰

A CVM, mediante a Instrução CVM nº 358/2002²⁰¹, listou uma série de atos ou fatos que, em regra, são considerados relevantes, no art. 2º, parágrafo único da Instrução e, por isso, devem ser divulgados pelos administradores das companhias, na forma prevista no art. 3º da aludida Instrução. Ressalta-se, no entanto, que essa enumeração é meramente exemplificativa.²⁰²

Assim, o critério fundamental para configurar um fato relevante não é apenas verificar se ele está incluído na mencionada relação exemplificativa, mas saber se ele pode influenciar a cotação das ações da companhia, a intenção dos investidores de comprá-las ou vendê-las ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titulares de tais ações.²⁰³

A divulgação de fatos relevantes deve ser oportuna, isto é, deve ocorrer imediatamente após a administração da companhia formar seu juízo sobre a relevância da situação. Deve haver, assim como explicam Eizirik *et al.*, o que os doutrinadores norte-americanos chamam de *timely disclosure*.²⁰⁴

Dessa forma, quando houver rumores sobre eventuais hipóteses que configurem fatos relevantes, devem os administradores, tão logo que possível, esclarecer o público a respeito das matérias ventiladas no mercado. A Bolsa de Valores ou as entidades de mercado de balcão podem, previamente, nestas situações, suspender a negociação dos valores

¹⁹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 623.

²⁰⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 624.

²⁰¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.** Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas [...]. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>.

²⁰² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 625-626.

²⁰³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 627.

²⁰⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 628.

mobiliários das companhias envolvidas, enquanto não houver a confirmação ou negação dos “boatos”.²⁰⁵

E, pelo exposto neste capítulo, entende-se a importância do princípio do *full disclosure* para o mercado de capitais que, em suma, baseia-se na presunção de que uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis.²⁰⁶

Observa-se, ainda, que o sistema do *disclosure* mandatório por parte dos emissores de valores mobiliários não é um fim em si mesmo, mas, na verdade, um instrumento destinado a atingir a finalidade de proporcionar ao investidor e ao público em geral a possibilidade de tomar uma decisão informada, disponível a todos igualmente. Ou seja, proteger o investidor, fornecendo-lhe todas as informações consideradas necessárias para que ele possa tomar uma decisão de investimento consciente.²⁰⁷ O postulado básico da regulação do mercado de capitais, assim, é o de que o investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes das companhias com os títulos publicamente negociados.²⁰⁸

²⁰⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 628-629.

²⁰⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 623.

²⁰⁷ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 21-22.

²⁰⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 623.

3 O PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA E O DEVER DE INFORMAÇÃO

Com advento da Constituição Federal de 1988, os métodos de interpretação dos princípios do Direito Civil são modificados a partir da nova visão constitucional. Observa-se o surgimento da constitucionalização do Direito Civil, definido como Direito Civil-Constitucional ou Direito Civil constitucionalizado. Os valores constitucionais passam a servir de baliza para a interpretação e aplicação dos tradicionais e dos novos princípios infraconstitucionais presentes no âmbito privado, visando ao interesse da coletividade e do bem comum.²⁰⁹

Com o uso da hermenêutica, o Direito Civil-Constitucional tem como objetivo compatibilizar e adequar os institutos do Direito Civil às normas constitucionais, conferindo reinterpretção da norma jurídica sob o prisma dos preceitos da carta constitucional, os quais passam imprimir efetiva baliza nas relações jurídicas privadas, “funcionalizando-as a valores extrapatrimoniais, tendo por fundamento a promoção da dignidade da pessoa humana”, lecionam Silva e Matos.²¹⁰

O Código Civil de 2002 positivou no ordenamento jurídico brasileiro os novos princípios sociais do contrato (boa-fé objetiva, equilíbrio econômico do contrato e função social²¹¹), que resultaram nas contemporâneas interpretações a eles destinadas conforme os seus próprios preceitos e as diretivas constitucionais, os fatores metajurídicos e as conexões interdisciplinares com outros estatutos (a exemplo, o Código de Defesa do Consumidor), em contraste com as evidentes limitações dos princípios cardinais clássicos e neoclássicos (autonomia da vontade, *pacta sunt servanda* e relatividade dos efeitos contratuais²¹²), no intuito de mitigá-los ou compensá-los.²¹³

Nessa perspectiva, Morais afirma que os princípios, e os seus respectivos deveres anexos, no plano da existência, têm a finalidade de complementar e de suprir a falta de vontade negocial mínima; já no plano de validade, com base na função social do contrato, os princípios objetivam sanar vícios e limitar a declaração de vontade e suas consequências; e no plano da

²⁰⁹ SILVA, Michael César; MATOS, Vanessa Santiago Fernandes de. Lineamentos do princípio da boa-fé objetiva no Direito Contratual contemporâneo. Uma releitura na perspectiva civil-constitucional. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**. ano 1, n. 2, p. 1159-1603, 2015. p. 1561-1563.

²¹⁰ SILVA, Michael César; MATOS, Vanessa Santiago Fernandes de. *op. cit.* p. 1564.

²¹¹ JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. *op. cit.* p. 116.

²¹² JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. *op. cit.* p. 115.

²¹³ MORAIS, Ezequiel. **A boa-fé objetiva pré-contratual: deveres anexos de conduta**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 54.

eficácia, por fim, os princípios visam a criar, paralisar e modificar situações jurídicas que redundam em infração à boa-fé objetiva e aos seus deveres anexos.²¹⁴

Nesse conjunto dos novos princípios albergados pelo Direito Civil-Constitucional, importante o estudo da boa-fé objetiva e sua estreita conexão com o dever de informação. A informação apresenta-se como dever que transcende a relação jurídica interindividual e, nessa perspectiva, objetiva-se relacionar a boa-fé objetiva e o dever de informação no âmbito do mercado de valores mobiliários, com enfoque nas relações entre investidores e os demais agentes participantes. Para destacar a relevância do estudo, basta pensar sobre o valor jurídico e econômico da informação no mercado de valores mobiliários, bem como nos atributos informativos do prospecto, que é o documento informativo necessário para os efeitos da realização do registro da emissão de ações.²¹⁵

3.1 A boa-fé objetiva e suas funções no direito brasileiro

A apresentação de um conceito detalhado da boa-fé objetiva demonstra ser uma tarefa complexa. Martins-Costa explica que a locução “boa fé” demonstra ser uma “[...] expressão semanticamente vaga ou aberta e, por isso, carecedora de concretização, sendo a tarefa de concretizar sempre, e necessariamente, contextual.”.²¹⁶ Diante do elevado grau de generalidade da expressão “boa-fé”, observa Martins-Costa que o conteúdo específico da boa-fé, em cada caso, está intrinsecamente conectado às circunstâncias, aos “fatores vitais” determinantes do contexto de sua aplicação. Torna-se, assim, impossível extrair uma definição objetiva e única do que é a boa-fé objetiva. Nessa compreensão, complementa autora que o conceito de boa-fé parece mais interessar por sua função que por sua definição.²¹⁷

Mesmo diante dessa dificuldade de conceituação, Martins-Costa observa que a boa-fé objetiva configura:

[...] uma norma jurídica, designando não uma crença subjetiva, nem um estado de fato, mas aponta, concomitantemente a: (i) um instituto ou modelo jurídico (estrutura normativa alcançada pela agregação de duas ou mais normas); (ii) um *standard* ou modelo comportamental pelo qual os participantes do tráfico obrigacional devem ajustar o seu mútuo comportamento (*standard* direcionador de condutas, a ser seguido pelos que pactuam atos jurídicos, em

²¹⁴ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 57.

²¹⁵ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 584.

²¹⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 43.

²¹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 43.

especial os contratantes); e (iii) um princípio jurídico (norma de dever ser que aponta, imediatamente, a um “estado ideal de coisas”).²¹⁸

Pode-se afirmar, ainda na lição da autora, que a boa-fé é um princípio que direciona os comportamentos aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do parceiro contratual. Na condução de valores, a boa-fé, como um princípio jurídico que também é, conduz o agente, como todo princípio normativo, a um “estado ideal de coisas”, sendo esse “estado ideal” a ação proba, correta, leal (art. 422, CC)²¹⁹ objetivando o adimplemento satisfativo, fim que polariza toda e qualquer relação contratual. A conduta direcionada a essa finalidade deve ser acompanhada por todos os partícipes do vínculo, atendendo aos fins do contrato, desencadeando a recíproca cooperação a fim de alcançar o efeito prático que justifica a própria existência do contrato.²²⁰

Na aplicação prática, segundo Martins-Costa, a boa-fé se caracteriza como uma estrutura normativa produtora de modelos prescritivos, com força normativa e potencial jurígeno. É instituto produtor de normas jurídicas, isto é, de comandos dotados de prescritividade²²¹, estando esses comandos apresentados, por sua vez, em outros institutos, intimamente conectados à boa-fé.²²²

Pelo princípio da boa-fé, para Theodoro Júnior, exige-se das partes do contrato uma conduta correta, sob a visão mediana do meio social, encarada não com enfoque da interpretação subjetiva ou psíquica do agente, mas de forma objetiva. Importa é constatar se o procedimento da parte, quando negociou as tratativas preliminares, quando estipulou as condições do contrato afinal concluído, quando deu execução ao ajuste e até mesmo depois de cumprida a prestação contratada correspondeu aos padrões éticos do meio social.²²³

Corroborando com a compreensão genérica do termo, tal como explanada por Martins-Costa, Theodoro Júnior discorre que, por ser uma cláusula geral, a boa-fé não possui uma definição padronizada e estática, em virtude da necessidade de adaptação prática no tempo e espaço. O conteúdo da boa-fé necessita ser completado e definido no caso concreto pelo juiz e, este princípio, mais do que uma simples norma definidora de conduta, remete ao aplicador

²¹⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 281-282.

²¹⁹ Código Civil, art. 422, *in verbis*: “Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.”

²²⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 282-283.

²²¹ Exemplos citados por Martins-Costa: “os contraentes devem agir coerentemente ao pactuado no contrato; o credor deve – ou tem o encargo de – evitar aumentar os seus próprios prejuízos.” MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 283.

²²² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 283.

²²³ THEODORO JÚNIOR, Humberto. **O contrato e sua função social**. 4. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 26.

da lei um trabalho de criação do direito aplicável à espécie, por meio da hermenêutica e em estrita conexão com os valores constitucionais.²²⁴

Em decorrência da reforma operada na teoria geral das obrigações, conforme lição de Martins-Costa²²⁵, a importância do princípio da boa-fé reflete o influxo das novas tendências jurisprudenciais e doutrinárias, motivadas como reação contrária às concepções tradicionalistas do positivismo jurídico.

Os novos princípios do Direito Civil refletem a mudança ocorrida nos indivíduos e no Estado, no decorrer do século XX. O indivíduo deixa de ser visto como eixo central do ordenamento jurídico, observado como ente isolado e autônomo, e passa a ser considerado como um partícipe das relações sociais, interessado no bem da coletividade e do desenvolvimento social do Estado. No mesmo sentido, modifica-se o papel do Estado, que antes era passivo, permitindo aos indivíduos a livre realização dos negócios jurídicos baseados na autonomia privada e na força obrigatória dos contratos, e agora detém de um papel intervencionista. Intervenção essa com o fito de garantia dos direitos sociais e do mínimo existencial aos cidadãos. Nesse panorama, o contrato passa a ser um instituto jurídico social, devendo observância aos novos princípios gerais, como o da boa-fé objetiva, ensinam Bitencourt e Klein²²⁶, demonstrando a relevância do estudo da origem deste instituto.

Sobre a origem e evolução da boa-fé, Martins-Costa explica que a noção no Direito provém do mundo romano, registrando a Lei das Doze Tábuas a norma segundo a qual *patronus si clienti fraudem fecerit, sacer esto*.²²⁷ Os historiadores indicam a sua ainda maior ancianidade, uma vez que a ideia expressa na palavra *fides* estaria ligada, segundo a tradição de Dionísio de Halicarnasso²²⁸, remetendo à própria fundação de Roma.²²⁹ Nascida com o mundo romano, a ideia de *fides* o dominou, ali recebendo notável expansão e largo espectro de significados. A *fides*, como ensina Martins-Costa, é expressão ensejadora de vários sentidos:

[...] será entendida, amplamente, como confiança, mas, igualmente, como colaboração e auxílio mútuo (na relação entre iguais) e como amparo ou proteção (na relação entre desiguais); como lealdade e respeito à palavra dada;

²²⁴ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 26.

²²⁵ SILVA, Clóvis V. do Couto e. **A obrigação como processo**. 15ª reimpressão. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2020. p. 23.

²²⁶ BITENCOURT, Thiago Wiggers; KLEIN, Vinícius. Boa-fé objetiva e a aplicação no direito empresarial. **Percorso**, [s. l.], v. 1, n. 13, p. 105-136, out. 2013. p. 9.

²²⁷ “Se um patrono tiver cometido alguma fraude contra o seu cliente, que seja condenado”, em tradução livre. Lei das XII Tábuas. (8,21: *Serv. ad Aen.* 6,609), Disponível em: <http://www.thelatinlibrary.com/12tables.html>. Último acesso em 01.04.2015. MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 53.

²²⁸ Dionísio de Halicarnasso (30?-7 a.C.), historiador e crítico literário grego. Viveu em Roma durante o reinado de Augusto. MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 53.

²²⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 53.

como fundamento da justiça e da virtude cívica; como o liame que une entre si os membros da *societas inter ipsos*, e, ainda, como instrumento técnico-jurídico, seja por meio de exceções, seja, de modo especial por via dos *iudicia ex fide bona*, sua vigência se manifestando de maneira fluida e elástica em todos os níveis jurídicos, políticos e sociológicos da cultura romana, constituindo o seu valor ético fundante.²³⁰

Para justificar o ingresso de um grupo de negócios atípicos e despidos de formalismo na sociedade romana, envolta num direito polarizado primeiramente pelas *legis actiones* e após pelas *actiones per formulas*, Martins-Costa explica que a resposta pode ser encontrada na experiência jurídica da civilização mercantil mediterrânea. A validade dos negócios jurídicos bilaterais ali realizados era reconhecida antes mesmo de lhes ser conferida tutela pelos tribunais romanos. Era reconhecida tal validade porque a conexão dos interesses concretos, em cujo contexto estes negócios se inseriam, implica uma tensão de forças econômicas suficientemente fortes para encontrar em si mesmas a proteção da qual tinham necessidade.²³¹

Na perspectiva das relações negociais entre os particulares, fundamentalmente as relações mercantis, Martins-Costa declina que a *fides* agia como o elemento catalisador do conteúdo econômico dos contratos, porque, funcionalmente, constrangia as partes a propor de forma clara e presente qual o conteúdo concreto dos interesses que se encontravam no pacto, clarificação essa necessária para vincular os contraentes ao leal adimplemento das obrigações assumidas. Observa-se que quanto maior é a necessidade privada de constrição, menor a força externa (do Estado) para constrirem externamente os contraentes para o fiel cumprimento das obrigações assumidas. Por essa razão, a boa-fé tornava-se basilar e indispensável naquele ambiente negocial, atuando, nesta perspectiva, como a força que produz ao mesmo tempo a definição da estrutura negocial e a configuração da responsabilidade dos contraentes.²³²

Explica Morais que os juristas romanos eram práticos e, por este motivo, mantinham-se avessos à formulação de princípios. Mas, tal aversão não significava que os elementos integrativos do que hoje se compreende, no caso, por princípio da boa-fé, não fossem conhecidos em Roma e trabalhados de tal forma que a sua evolução acabou por construir as bases fundantes da dogmática moderna.²³³

Assim, Morais aponta que a cláusula *ex fide bona* representava um apelo à boa-fé contratual, sendo esta considerada a necessidade de manter a palavra dada no intuito de cumprir

²³⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 53-54.

²³¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 65.

²³² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 65-66.

²³³ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 42.

a obrigação pactuada. Agir de boa-fé consistia, de forma objetiva, no dever de adimplemento e, por esta razão, primava-se pelo respeito à palavra dada pelos contratantes.²³⁴

Com o advento da compilação de Justiniano é que a boa-fé começou a ser considerada como princípio geral, ensina Morais, destinando-se à regulação das mais diversas situações jurídicas condizentes com cumprimento de obrigações e que compreendia a proibição aos negócios que externassem como fim o ilícito ou contrário aos bons costumes. Logo, a vontade declarada, desde Roma antiga, consistia em fonte de deveres imutáveis.²³⁵

Fradera leciona que a razão da influência do Direito romano no nosso ordenamento jurídico advém da inclinação à universalidade, apresentando soluções claras e idênticas em toda parte, conferindo simplicidade nas transações comerciais. Do legado jurídico romano, observa-se o indivíduo como figura central, e o contrato como instrumento da legitimação da vontade e poder desse indivíduo.²³⁶

No direito privado moderno, a boa-fé, a partir da teoria da declaração da vontade do holandês Hugo Grotius, torna-se possível a conjunção do princípio da vontade com o princípio da confiança, concepção hoje existente no art. 112 do Código Civil²³⁷, assim ensina Martins-Consta, aliando confiança e declaração²³⁸. As lições advindas de Grotius representam, até os dias atuais, considerável importância, visto que permitiram enquadrar a boa-fé como um modelo de interpretação dos negócios jurídicos²³⁹, o que se constata pelo teor do art. 113 do Código Civil.²⁴⁰

Na lição de Martins-Costa²⁴¹, no cerne da teoria da declaração grociana encontra-se a boa-fé, entendida em perspectiva graduada, da seguinte forma:

[...] seria menos intensa entre estranhos, aprofundada entre os membros de uma comunidade e situando-se no topo entre as partes de um contrato, desde as tratativas negociais até à sua conclusão e desenvolvimento. Por sua vez, à promessa em si mesma considerada também é atribuída uma perspectiva escalonada. Grotius distingue três graus: a comunicação de mero plano futuro de atuação, a declaração-compromisso de comportamento futuro (*pollicitatio*)

²³⁴ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 42.

²³⁵ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 42.

²³⁶ FRADERA, Véra Maria Jacob de. A Boa Fé Objetiva, uma noção presente no conceito alemão, brasileiro e japonês de contrato. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito**, Porto Alegre, v. 1, 2003, p. 130.

²³⁷ Código Civil, art. 112, *in verbis*: “Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciadas do que ao sentido literal da linguagem”.

²³⁸ Martins-Costa explica que na aliança da confiança com a declaração, “o que conta é a intenção consubstanciada na declaração, isto é, o elemento socialmente apreensível e apto a despertar a confiança do destinatário da declaração”. MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 104-105.

²³⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 104-105.

²⁴⁰ Código Civil, art. 113, *in verbis*: “Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”.

²⁴¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 105-106.

e a decisão voluntária de transferência, para outrem, de um direito. A *fides* se relaciona, assim, à liberdade e à responsabilidade, esta derivada do fato de o declarante, por sinais exteriores, ter suscitado a confiança do *alter*.²⁴²

O contrato encontra-se no topo do escalonamento proposto por Grotius ao tratamento jurídico da *fides*, por ser a forma qualificada de expressão jurídica da liberdade e responsabilidade humanas. Em relação aos negócios jurídicos bilaterais, a importância do estudo de Grotius sobre a boa-fé é dupla. De um lado, por considerar que a declaração juridicamente válida é a que manifesta a chamada “vontade externa”, supõe, à formação do vínculo, a correspondência de outra declaração, a que aceita. Assim, para que “um direito se transmita”, isto é, para que a contraparte adquira o direito à prestação, a declaração de promessa (oferta, proposta) deve ser aceita, tendo formulado Grotius a teoria da conclusão dos contratos mediante a “colagem” entra a oferta e a aceitação, conforme delineado por Martins-Costa.²⁴³

Na fase seguinte de evolução da boa-fé, Martins-Costa apresenta Samuel Puffendorf como figura nuclear no assentamento da boa-fé jusracionalista, partindo de um dualismo de base, a saber, a fixação de princípios racionais inflexíveis e permanentes (axiomas) e de princípios empíricos derivados da experiência. Princípios, pela compreensão cartesiana, são certezas obtidas através do método da observação que, por serem tão insuscetíveis de dúvidas, situam-se como axiomas.²⁴⁴ Na dualidade entre os princípios gerais que devem conduzir as ações humanas e à vida em sociedade em suas principais células, a família e o Estado, Puffendorf em sua obra²⁴⁵ expõe a tríplice ordem de deveres, os relativos ao indivíduo, à família e à cidade, obtidos por via da observação, do método analítico e da classificação, subsumindo-se, os mais específicos e particulares, nos mais gerais. É nessa classificação que está situado, no plano dos deveres do indivíduo em relação aos outros, o tratamento que dará à boa-fé.²⁴⁶

O efeito de postular a correção dos contratos com base na boa-fé e na equidade está em delimitar uma linha hermenêutica que se manifestará até os nossos dias, não sendo raras as opiniões que tratam à boa-fé (amalgamada e indistinta da equidade) uma função corretora do equilíbrio contratual, como leciona Martins-Costa. Essa contribuição de Puffendorf permitiu que a boa-fé obrigacional chegasse ao evento da primeira codificação moderna, operada pelo Código Civil francês, como uma noção diluída, amalgamada com a equidade.²⁴⁷

²⁴² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 105-106.

²⁴³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 106.

²⁴⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 109.

²⁴⁵ O Direito da Natureza e das Gentes (1672). MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 109.

²⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 109-110.

²⁴⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 110-111.

No Código Civil de Napoleão, o tratamento dado à boa-fé decorre do resultado da conjugação de elementos de ordem formal e de ordem material complexos.²⁴⁸ Ensina Martins-Costa sobre tais elementos:

Entre os primeiros está a estrutura do *Code*, que, ausente uma Parte Geral, dificulta o estabelecimento de conexões sistemático-dedutivas entre as várias partes que o compõe. Entre os segundos, está a firme presença dos ecos da boa-fé canônica, do jusracionalismo e da sua tradução nas obras de Domat e Pothier, bem como do papel que lhe foi assegurado pela Escola da Exegese. Acrescem os ecos da moderna teoria do contrato, fundada no dogma da vontade livre e as funções cometidas ao instituto contratual numa época em que o capitalismo comercial e industrial se mostra como o modo de produção econômica emergente. Cabe, assim, examinar o conteúdo atribuído à boa-fé pelos pais fundadores do Código Civil francês, Domat e Pothier, no entrecruzar com o assentamento, com caráter ideológico, do princípio da autonomia da vontade como princípio reitor do Direito dos Contratos, o que revestirá o princípio da boa-fé por mescla de elementos morais, jurídicos e filosóficos peculiares.²⁴⁹

A boa-fé, incorporada como elemento da vontade contratual, transformou-se no direito francês aplicado no século XIX, numa norma de interpretação e execução da vontade contratual, vista como mera fórmula de reforço ao princípio supremo do *Code* em matéria contratual, qual seja o da adstrição ao pactuado, tal qual pactuado.²⁵⁰

Na boa-fé germânica, segundo lição de Martins-Costa²⁵¹, é oriunda dos ideais da cavalaria, como impulsionadora de um feixe de deveres de conduta frente ao *alter*, ou à comunidade, e foi encontrada com importantes casos em tribunais comerciais, mesmo que inexistente sua teorização:

[observam-se] ecos no substrato cultural, que, mesmo à margem de toda a teorização, se revelou na prática dos tribunais comerciais, em especial no transcorrer dos Oitocentos, com traços encontrados em decisões do Tribunal de Apelação Comercial fundado em 1815 pelas quatro cidades livres (Bremen, Frankfurt, Hamburg, Lübeck). Diante da ausência de um *corpus* legislativo preexistente, o Tribunal estatuiu sem poder recorrer a fontes legisladas homogêneas, usando a boa-fé *topicamente*.²⁵²

No BGB, a boa-fé caracterizou-se pela opção ao liberalismo, principalmente no âmbito contratual. As cláusulas gerais da codificação alemão demonstraram ser a conexão do Código com as novas realidades sociais, ainda que obtivessem baixa aplicação no período

²⁴⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 111.

²⁴⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 111.

²⁵⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 11.

²⁵¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 124-126.

²⁵² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 124-126.

inicial da vigência da legislação e apesar dos riscos à segurança jurídica que apresentaram, quando divorciadas de uma dogmática firme e responsável, como leciona Martins-Costa.²⁵³

A jurisprudência alemã, auxiliada por uma dogmática sólida, conseguiu superar os limites advindos do conteúdo excessivamente individualista do texto original, trabalho este facilitado, pela estrutura do Código, dividida (como no Código Civil brasileiro) entre uma parte geral, com seus grandes conceitos, marcados pelo alto grau de abstração (permissiva da generalidade) e uma parte especial. No que tange ao Direito das Obrigações foi exponencial, nesse trabalho de reconstrução adaptativa do significado do texto codificado, o papel da cláusula geral da boa-fé, prevista no seu § 242, leciona Martins-Costa.²⁵⁴

O direito alemão, segundo Morais, representa importante contribuição para a evolução e desenvolvimento da boa-fé objetiva (*Treu und Glauben*) tal como se conhece hoje. O BGB não só estabeleceu a diferenciação entre boa-fé objetiva e subjetiva em seus §§ 157 e 242²⁵⁵, como também deixou clara, principalmente, a adoção de um sistema aberto.²⁵⁶

O estudo sobre a boa-fé objetiva no direito alemão é complementado com a lição de Fradera²⁵⁷, ao afirmar sobre a influência do direito germânico no ordenamento jurídico brasileiro, advindo da grande relevância do sistema jurídico romano:

[...] o princípio da boa-fé está presente, dentre outros aspectos do contrato, na exceção de contrato não cumprido, no § 242 [do BGB], onde se prescreve dever ser a execução da prestação realizada de acordo com a boa-fé. Também na fase pré-contratual, a boa-fé é reclamada, servindo de fundamento à responsabilidade civil, quando da ocorrência da *culpa in contrahendo*, conceito de origem romana.²⁵⁸

No Direito brasileiro, a boa-fé objetiva aparece, positivada pela primeira vez, no art. 131, inc. I, do Código Comercial de 1850, o qual previa a boa-fé para a interpretação do contrato. Entretanto, essa previsão legal pouco se apresentou na prática, resultando em letra morta da lei. No Código Civil de 1916, lecionam Silva e Matos²⁵⁹ que a boa-fé objetiva não se

²⁵³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 127-129.

²⁵⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 127-129.

²⁵⁵ *Bürgerliches Gesetzbuch* (BGB). § 157: “Os contratos devem ser interpretados como exigem a fidelidade e a boa-fé e também em atenção aos usos e costumes [de tráfico]”. § 242: “Atuação de boa-fé. O devedor é obrigado a realizar a prestação do modo como o exige a boa-fé levando em conta os usos [de tráfico] e costumes”. Textos do §§ 157 e 242 no idioma de origem: “*Auslegung von Verträgen sind so auszulegen, wie Treu und Glauben. Der Schuldner auf die Verkehrssitte es erfordern*”, “*Leistung nach Treu und Glauben. Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie Treu und Glauben mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern*” WEIDLICH, Dietmar *et al.* *Bürgerliches Gesetzbuch*. 73. ed. München: C. H. Beck, 2014. p. 153-262 *apud* MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 44.

²⁵⁶ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 44.

²⁵⁷ FRADERA, Véra Maria Jacob de. *op. cit.* p. 130.

²⁵⁸ FRADERA, Véra Maria Jacob de. *op. cit.* p. 125-130-131.

²⁵⁹ SILVA, Michael César; MATOS, Vanessa Santiago Fernandes de. *op. cit.* p. 1571.

apresentava de forma expressa, estando o ordenamento jurídico brasileiro norteador pela boa-fé subjetiva, remetendo a um alcance psicológico, estado de ignorância ou desconhecimento pelo agente.

A adoção da boa-fé objetiva no Direito brasileiro, ainda que de forma não expressa, foi decorrente da forte influência do Direito romano, presente no projeto do Código Civil de 1916. De tradição positivista, a redação do Código Civil de 1916 fez com que o Direito Civil brasileiro, por décadas, ignorasse os recursos decorrentes da aplicação da boa-fé em sentido objetivo, restringindo-se aos limites da boa-fé em sentido subjetivo.²⁶⁰

O princípio da boa-fé objetiva no Direito brasileiro aparece para sua aplicação prática e efetiva com a edição do Código de Defesa do Consumidor, constando como referencial de interpretação dos contratos consumeristas no art. 4º, inc. II e, como cláusula geral, no art. 51, inc. IV. Tal positivação na legislação infraconstitucional advém do reflexo do princípio constitucional da solidariedade, disposto no art. 3º, inc. I, da Constituição Federal, irradiando para todo o ordenamento jurídico brasileiro e, por consequência, ao Direito das Obrigações.²⁶¹

Após a breve exposição sobre a origem e evolução da boa-fé, importante o estudo sobre a função deste instituto. Diante da impossibilidade técnica de se definir, precisamente, o que é a boa-fé objetiva, Martins-Costa²⁶² explica que é viável indicar, relacionalmente, as condutas que lhe são conformes, bem como discernir funcionalmente a sua atuação e eficácia como:

[...] (i) fonte geradora de deveres jurídicos de cooperação, informação, proteção e consideração às legítimas expectativas do *alter*, copartícipe da relação obrigacional; (ii) baliza do modo de exercício de posições jurídicas, servindo como via de correção do conteúdo contratual, em certos casos, e como correção ao próprio exercício contratual; e (iii) como cânone hermenêutico dos negócios jurídicos obrigacionais. Ao assim atuar funcionalmente, a boa-fé serve como pauta de interpretação, fonte de integração e critério para a correção de condutas contratuais (e, em certos casos demarcados em lei, inclusive para a correção do conteúdo contratual).²⁶³

No Código Civil brasileiro, a boa-fé objetiva se coloca, expressamente, como parâmetro para “aferição da licitude no exercício de direitos derivados de negócios jurídicos

²⁶⁰ FRADERA, Véra Maria Jacob de. *op. cit.* p. 125-126.

²⁶¹ SILVA, Michael César; MATOS, Vanessa Santiago Fernandes de. *op. cit.* p. 1571.

²⁶² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 45.

²⁶³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 45.

(art. 187)²⁶⁴; como cânone de interpretação dos negócios (art. 113)²⁶⁵; e como cláusula geral dos contratos, servindo à sua integração (art. 422). Nessas três previsões tem caráter geral, espalhando a sua eficácia em numerosos institutos”, assim afirma Martins-Costa.²⁶⁶

Brufatto leciona que a função interpretativa da boa-fé vincula-se diretamente à aplicação do princípio da concretude, substancial ao Direito Civil, tendo em vista que, ao mitigar da observação do intérprete a influência da subjetividade, os negócios jurídicos passam a ser analisados sob filtros previamente estabelecidos, cujo espectro passa a ser objetivo, levando-se à análise elementos como a finalidade socioeconômica do contrato, as especificidades que o regem e as circunstâncias fáticas relacionadas. Dessa maneira, são sopesados, estritamente, o contexto real no qual o negócio jurídico está inserido, afastando-se as circunstâncias intangíveis ao observador.²⁶⁷

As funções da boa-fé, como instituto jurídico, apresentam-se em variadas formas de expressão e magnitude, conforme forem as fontes de vinculação obrigacional, segundo lição de Martins-Costa:

[...] nos negócios jurídicos, especialmente os contratos, forma voluntária por excelência de entrar em associação com outrem, estruturado em relação jurídica de cooperação; nos atos existenciais, compreendendo-se, então, a boa-fé como fonte de deveres de correção e consideração aos legítimos interesses alheios, tendo, portanto, função tendencialmente corretora de assimetrias. E, ainda que mais tênue seja a incidência da boa-fé quanto mais distante for o contato social, mesmo naqueles gerados pelo delito (contato social mais distante), há deveres de consideração com a pessoa e com o patrimônio do lesado. Aportes recentes à doutrina do “dever” de o credor mitigar o próprio prejuízo (*duty to mitigate the loss*), nascida no âmbito da responsabilidade contratual, estendem à responsabilidade civil extracontratual, ainda que sob diverso fundamento: não mais o dever de cooperação, próprio às relações contratuais, mas a vedação às situações de abuso, ou exercício disfuncional de direitos e posições jurídicas, o fundamento legal residindo, portanto, no art. 187 do Código Civil. Nesses casos, o “dever” da vítima de não agravar o próprio dano não se explica por uma “relação de cooperação” com o autor do dano, mas se justifica negativamente, evitando-se o exercício abusivo da posição jurídica de vítima de um delito.²⁶⁸

Silva explica ainda que exsurge do princípio da boa-fé o dever de consideração para com o *alter*, sendo que tais deveres não se manifestam em todas as hipóteses concretas, visto

²⁶⁴ Código Civil, art. 187, *in verbis*: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”.

²⁶⁵ Código Civil, art. 113, *caput, in verbis*: “Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.”.

²⁶⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 45.

²⁶⁷ BRUFATTO, Tamaris Vilar. **Teoria da base objetiva do negócio jurídico**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 83.

²⁶⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 273-274.

que em muitos casos, dependem de diversas variáveis que podem surgir no nascimento do dever ou no seu desenvolvimento.²⁶⁹ No contexto atual, para Moraes, o princípio da boa-fé objetiva (por meio da função corretora) e seus deveres anexos visam a restabelecer, ou estabelecer, o equilíbrio contratual com suporte na solidariedade, na cooperação mútua, na função social – cláusula geral asseguradora de trocas justas e úteis – e nos princípios das prestações e da conservação dos pactos.²⁷⁰

No tocante à função corretora, Brufatto ressalta a atuação da boa-fé como limitadora de direitos, de modo a garantir a manutenção do contrato mesmo diante de rescisão abusiva, por meio de reflexos definidos, como a incidência inversa da teoria objetiva do negócio jurídico e a observância ao instituto da performance substancial do contrato. Conforme disposto no art. 473 do Código Civil, a legislação posiciona-se por impor ressalvas à rescisão unilateral quando uma das partes estiver consideravelmente comprometida com o retorno financeiro esperado em razão da realização do contrato.²⁷¹

Analogamente, o adimplemento substancial do negócio jurídico firmado também constitui óbice aos direitos de extinção contratual, de forma a revestir o princípio da boa-fé com a possibilidade de reequilíbrio entre as partes. Essa reformulação da dinâmica contratual se deve, segundo Furtado, à influência constitucional em torno das relações privadas, tendo em vista que os interesses particulares da parte credora não são mais vistos como essencialmente prioritários.²⁷²

A boa-fé configura-se, na lição de Martins-Costa, como um modelo jurídico complexo e prescritivo. Trata-se de um modelo porque o significado e as eficácias do “comportamento segundo a boa-fé” não resultam de uma norma isolada, mas de uma estrutura normativa que se articula com normas advindas das mais diversas fontes (lei e jurisprudência; ou lei, costume e negócio jurídico; ou lei, jurisprudência e doutrina, quando a jurisprudência acolhe um modelo hermenêutico sedimentado na doutrina para suprir lacuna do sistema normativo prescritivo, ou para propor determinado entendimento). E se trata de um modelo prescritivo por ser dotado da possibilidade de impor ações, condutas, vedações, sanções, e não apenas meras recomendações ao aplicador do Direito.²⁷³

Ainda em análise ao modelo jurídico, Martins-Costa discorre que a boa-fé objetiva é considerada modelo prescritivo pelo caráter formal, diante da projeção por fontes dotadas do

²⁶⁹ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 33.

²⁷⁰ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 53.

²⁷¹ BRUFATTO, Tamaris Vilar. *op. cit.* p. 90.

²⁷² FURTADO, Gabriel Rocha. **Mora e inadimplemento substancial**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 65.

²⁷³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 285.

poder de decidir, tal qual a lei (tendencialmente com caráter abstrato e geral) e a jurisprudência (tendencialmente, com caráter concreto e singular). Mas apresenta esse caráter também por conta de um fundamento de índole substancial, na medida em que, diversamente da boa-fé subjetiva, a boa-fé objetiva não se esgota na averiguação de um estado de fato, mas tem potencial de força normativa. Os sujeitos de uma relação jurídica devem agir segundo a boa-fé; devem pautar suas relações pela lealdade; não devem agir de modo deslealmente contraditório; não devem agir torpemente, dentre outras obrigações. Se infringirem as normas do dever-ser, sujeitam-se a consequências jurídicas desfavoráveis.²⁷⁴

A boa-fé possui ainda a função de complementariedade ao contrato, por meio do preenchimento de lacunas e criação de deveres às partes. Observa Martins-Costa²⁷⁵ a função integrativa do princípio que completa o conteúdo contratual com:

[criar] deveres que compõem, substancial e concretamente, o contrato: cooperar com a contraparte, em vista de alcançar o adimplemento, fim justificador do contrato; atuar com lealdade exigível a uma pessoa proba; informar com a completude necessária para viabilizar um consentimento informado à proposição negocial ou a modificações que alterem, no *iter* contratual, as condições pactuadas; proteger os legítimos interesses da contraparte, de modo que o contrato não seja um fator produtor de danos injustos ao outro contratante ou ao seu patrimônio. Esses deveres passam a integrar a relação contratual, ainda que não expressamente previstos no instrumento. Complementam o seu conteúdo e pautam a conduta contratual correta.²⁷⁶

Aliado a isso, a boa-fé demonstra possuir variadas significações dentro do Direito, segundo a lição de Silva. Em algumas vezes, faz referência “[...] a um estado subjetivo decorrente do conhecimento de certas circunstâncias, em outras, diz respeito à aquisição de determinados direitos, como o de perceber frutos”.²⁷⁷ Silva explana que se demonstra impertinente relacionar as diferentes formas de operar desse princípio nos diversos setores do Direito e, sobre a significação da boa-fé no âmbito do Direito das Obrigações, explica:

Com relação ao das obrigações, manifesta-se como máxima objetiva que determina aumento de deveres, além daqueles que a convenção explicitamente constitui. Endereça-se a todos os partícipes do vínculo e pode, inclusive, criar deveres para o credor, o qual, tradicionalmente, era apenas considerado titular de direitos.²⁷⁸

²⁷⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 285.

²⁷⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 572.

²⁷⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 572.

²⁷⁷ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 33.

²⁷⁸ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 33.

Explicando sobre a criação de deveres às partes, Theodoro Júnior destaca que a boa-fé trazida no art. 422 do Código Civil brasileiro corresponde à mesma do § 242 do BGB e presente no art. 1.337 do Código Civil italiano.²⁷⁹ Os deveres e obrigações definidos pelos contratantes não são somente aqueles previstos no instrumento contratual. A lei impõe a complementação com as regras de interpretação, determinada pela cláusula geral de boa-fé (§ 242 BGB). Dessa maneira, estabelecem-se obrigações acessórias por intermédio do princípio da boa-fé objetiva, tais como o dever de informação, segurança, confiança, dentre outros, que são “tão exigíveis entre os sujeitos da relação contratual como as prestações expressamente pactuadas”.²⁸⁰

No Código Civil italiano, Theodoro Júnior trata que a boa-fé serve para a interpretação de declaração de vontade, mas se presta principalmente para desempenhar uma função integrativa, para completar com base em fundamentos ético-sociais a disciplina obrigacional formulada pela vontade dos contratantes.²⁸¹

A exigência do boa-fé objetiva e de seus deveres anexos no período das tratativas, na execução do contrato e na fase pós-contratual evidencia, segundo Moraes, uma tendência mundial e não extingue a autonomia privada, não elimina a liberdade contratual; apenas limita, para os contratantes, o seu alcance e efeitos.²⁸²

3.2 A função criadora de deveres anexos da boa-fé objetiva

Da boa-fé, Martins-Costa explica que surgem os “deveres laterais”, “anexos” ou “instrumentais”, decorrentes do vínculo contratual, em especial os deveres de mútua informação e esclarecimento, baseados no dever de agir em respeito à confiança (*fides*) despertada na contraparte e essencial ao tráfico jurídico.²⁸³

Sobre os deveres anexos da boa-fé objetiva, tais como a lealdade, a plena informação e o cuidado, Moraes leciona que, na Alemanha, estes merecem proteção tanto no contato social (negocial) quanto nas relações contratuais. Há muito admitidos pela jurisprudência, são intitulados, sugestivamente, “deveres de consideração”

²⁷⁹ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 25.

²⁸⁰ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 25.

²⁸¹ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 25.

²⁸² MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 86-87.

²⁸³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 106-107.

(*Rücksichtnahmepflichten*) e foram incluídos na parte do direito das obrigações por ocasião da reforma (*Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts*) do BGB em 26 de novembro de 2001.²⁸⁴

Funcionando como fonte de deveres, a boa-fé gera deveres anexos aos deveres de prestação e deveres de proteção.²⁸⁵ Explica Martins-Costa²⁸⁶ que cada negócio jurídico é particularizado pela existência de um complexo de deveres e de interesses:

(i) há deveres de prestação, principais e secundários; (ii) há deveres anexos ou instrumentais aos deveres de prestação; e (iii) há deveres de proteção contra danos que poderiam advir do negócio jurídico. Essas três ordens de deveres correspondem a dois distintos interesses: há interesses à prestação e há interesse à proteção.²⁸⁷

Os deveres anexos estão ligados instrumentalmente ao dever principal de prestação, inseridos também nos interesses de proteção, mas de forma anexa ao dever principal. Atuam para otimizar o adimplemento satisfatório, fim da relação obrigacional. São deveres que não se preocupam ao “que” prestar, mas ao “como” prestar. Podem estar previstos em lei²⁸⁸ ou não²⁸⁹, mas o seu fundamento último será sempre encontrado na boa-fé – seja por integração contratual diretamente apoiada no texto legal, seja pela integração por via da concreção do princípio da boa-fé. Por isso se diz serem gerados pela boa-fé, estando numa relação de anexidade e instrumentalidade relativamente ao escopo da relação, leciona Martins-Costa.²⁹⁰ No mesmo sentido é a lição de Fradera:

No direito brasileiro, a concepção cooperativa do contrato nele percebe um feixe de vínculos, uma espécie de estrutura (*Gefüge*) onde cada parte pode ser destacada da outra, sem prejuízo do todo, desta sorte, paralelamente à obrigação principal, surgem deveres acessórios, anexos e secundários, alguns até mesmo independentes da obrigação principal, servindo o seu cumprimento, para um melhor adimplemento da principal.²⁹¹

Ainda sobre os deveres anexos, Martins-Costa explica que são insertos no interesse de prestação com grau de vinculação imediata aos deveres principal e secundário, necessários

²⁸⁴ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 73.0

²⁸⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 239.

²⁸⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 239.

²⁸⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 239.

²⁸⁸ Como o dever de prestar contas, que incumbe aos gestores e mandatários, em sentido amplo, citado por Martins-Costa. MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 241-242.

²⁸⁹ Os deveres anexos são derivados ou de cláusula contratual, ou de dispositivo da lei *ad hoc* ou da incidência da boa-fé objetiva, considerada como mandamento de lealdade e probidade. ALMEIDA COSTA, Mário Júlio de. *Direito das Obrigações*. 12. ed. Coimbra: Almedina, 2009, p. 77 *apud* MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 242.

²⁹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 241-242.

²⁹¹ FRADERA, Véra Maria Jacob de. *op. cit.* p. 138.

para possibilitar o adimplemento satisfativo, o que ocorre por via das funções hermenêutica e integrativa da boa-fé. Verificam-se, a exemplo, quando se exige a implementação de deveres de informação sobre as qualidades da coisa prometida à venda; de esclarecimento sobre o alcance de determinada prestação; de prestação de condutas transparentes incumbente a todos que gerenciem dinheiros e interesses alheios; de lealdade na conduta contratual, evitando-se o comportamento incoerente etc.²⁹²

Atualmente, segundo Theodoro Júnior, são reconhecidas três funções básicas ao princípio da boa-fé objetiva, presentes no Direito brasileiro: a) função de cânone interpretativo dos negócios jurídicos; b) a função criadora de deveres anexos ou acessórios à prestação principal; e c) a função restritiva do exercício de direitos.²⁹³

No desempenho da função criadora de deveres anexos ou acessórios, a boa-fé objetiva é capaz de propiciar aos agentes deveres diversos daqueles não delimitados originariamente no contrato, tais como os deveres de segurança, sigilo, colaboração e informação, dentre outros que propiciem a íntegra execução contratual. Há a necessidade de observância e respeito a estes deveres em todas as fases do contrato, incluindo as etapas anteriores e posteriores ao contrato e, por a boa-fé provocar a criação destes deveres anexos, constitui-se fonte de integração do objetivo pactuado entre as partes.

Silva explica que os deveres advindos do princípio da boa-fé são denominados deveres secundários, anexos ou instrumentais, sendo necessária atenção na aplicação do princípio da boa-fé, pois, do contrário, poderia resultar verdadeira subversão da dogmática, aliando os conceitos fundamentais da relação jurídica, dos direitos e dos deveres.²⁹⁴ Sobre os deveres secundários, importante a lição de Silva:

Constituindo a boa-fé conceito dinâmico, não é possível perceber todas as suas virtualidades, mas apenas estabelecer a linha divisória entre o seu campo e o da autonomia da vontade. A prestação principal do negócio jurídico é determinada pela vontade. Para que a finalidade do negócio jurídico seja atingida, é necessário que o devedor realize certos atos preparatórios, destinados a satisfazer a pretensão do credor. Alguns desses atos constituem adimplemento de deveres que nascem da manifestação ou da declaração da vontade jurisdicizada. Outros, porém, surgem desvinculados da vontade, núcleo do negócio jurídico, por vezes ligados aos deveres principais e deles dependentes, por vezes possuindo vida autônoma. Os deveres desta última categoria, chamados independentes, podem perdurar mesmo depois de adimplida a obrigação principal.²⁹⁵

²⁹² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 242-243.

²⁹³ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 58.

²⁹⁴ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 37.

²⁹⁵ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 38.

Furtado pontua que a separação entre os deveres decorrentes da boa-fé objetiva em principais (primários), secundários e laterais (anexos ou instrumentais) constitui mera categorização para fins didáticos. No sentido prático, em contrapartida, a inexecução de um dever acessório possui reflexos equivalentes à inexecução de um dever principal quando avaliada a extensão do inadimplemento da relação contratual em voga. Tal ausência de hierarquização dos deveres de prestação decorre do caráter imperioso das obrigações decorrentes da boa-fé objetiva nos contratos, uma vez que estas não se moldam às arbitrariedades das partes, razão pela qual todos os deveres advindos da boa-fé possuem caráter inderrogável.²⁹⁶

Na qualificação do modo de atuar da boa-fé, Martins-Costa ensina que se dá ao modular a interpretação dos contratos, a partir da integração de lacunas, gerando deveres anexos ou instrumentais, os quais estão inseridos no dever de prestação e nos deveres de proteção. Atua, ainda, para balizar o exercício jurídico com limites da licitude no exercício de direitos subjetivos, formativos, direitos de exceção, direitos expectativos, posições, situações e faculdades jurídicas.²⁹⁷

O grau da intensidade dos deveres secundários ou anexos, na lição de Silva, decorre da finalidade do negócio jurídico. Este fim, no que diz respeito “à aplicação do princípio da boa-fé, não é apenas o fim da atribuição, de que normalmente se fala na teoria da causa. Por certo, é necessário que essa finalidade seja perceptível à outra parte”²⁹⁸, tratando-se de complemento que integra o fim da atribuição e está com ele intimamente relacionado. Faltando o complemento, torna-se o adimplemento insatisfatório e imperfeito. O complemento que integra o fim do negócio jurídico pode surgir, imediatamente, da atividade da pessoa com quem se contrata.²⁹⁹

Para a compreensão dos deveres anexos da boa-fé objetiva, vale a lição sobre a diferenciação entre deveres anexos e deveres de proteção. Comumente confundidas as espécies, estando os deveres anexos, ou instrumentais, de um lado e os deveres de proteção, ou laterais, de outro, a distinção decorre do interesse que visam a assegurar. Analisando de forma técnica, Martins-Costa descreve que os deveres de proteção se diferenciam dos deveres de prestação (principais e secundários, bem como dos deveres anexos aos de prestação), por estarem voltados ao escopo de implementar uma “ordem de proteção entre as partes”. Não se voltam e não podem

²⁹⁶ FURTADO, Gabriel Rocha. *op. cit.* p. 63-64.

²⁹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 283.

²⁹⁸ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 41.

²⁹⁹ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 41.

ser confundidos, nem secundária, nem instrumentalmente, nem de forma anexa com os deveres de prestação, pois o interesse que tutelam é outro: não o de prestar, mas o interesse de proteção, para que, da relação obrigacional, e independentemente da realização da prestação, não resultem danos injustos para a contraparte.³⁰⁰

Melhor esclarecimento da distinção é possível mediante a observância à finalidade do interesse, segundo Martins-Costa:

[...] diferentemente dos deveres de prestação, os deveres de proteção não têm por escopo favorecer o interesse do credor à prestação, mas sim o seu interesse à integridade de sua esfera jurídica que é também um interesse derivado da relação. Seu escopo é a proteção contra danos causados em razão da relação obrigacional, proporcionando “uma função auxiliar da realização positiva do fim contratado e de proteção à pessoa ou aos bens da contraparte contra os riscos de danos concomitantes” e servindo “ao interesse da conservação dos bens, patrimoniais ou pessoais, que podem ser afetados em conexão com o contrato.”³⁰¹

Os deveres de proteção não estão limitados à relação contratual, também se estendendo para a fase de formação do contrato, pois uma relação obrigacional contendo deveres de proteção pode surgir também para pessoas que não são partes (ou ainda não são partes) num contrato, aponta Martins-Costa³⁰². Nesses casos, não há interesse à prestação (e, consequentemente, dever de prestar), mas pode haver interesse de proteção (logo, há deveres de proteção). Esses interesses e deveres podem surgir mesmo depois de satisfeita a prestação, pelo adimplemento, no caso da *culpa post factum finitum* e, frequentemente, se apresenta no curso da relação obrigacional, de forma negativa ou de modo positivo, como o dever de informar sobre as formas de evitar potenciais danos que poderiam surgir ao lado do contrato, assim destaca Martins-Costa.³⁰³

Sobre os danos resultantes da violação do interesse de proteção, Martins-Costa explica que não se confundem com os originados pela quebra dos interesses à prestação, pois advêm não da mora ou do inadimplemento definitivo, mas da violação do interesse de proteção conferido pela ordem jurídica a todos os que entram em contato social juridicamente relevante.³⁰⁴

³⁰⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 243-244.

³⁰¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 244.

³⁰² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 245.

³⁰³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 245.

³⁰⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 246.

O princípio da boa-fé é chamado a atuar via atividade de integração contratual também por meio do dever informativo³⁰⁵ e este dever pode se apresentar como dever principal, como dever de proteção ou como dever anexo, conforme o caso. Caracteriza-se como dever principal quando a informação for o próprio objeto do contrato, exemplificando, num contrato de consultoria financeira para atuação no mercado de capitais, ou quando alguém contrata outrem para obter informação sobre a situação registral de determinado imóvel.³⁰⁶

Será qualificável como dever de proteção, por exemplo, quando a informação servir para prevenir contra riscos que poderiam advir do contrato considerado como “fato social”, informando-se, exemplificativamente, que determinado investimento não possui garantias de resgate, podendo o investidor vir a perder completamente o capital, sendo os destinatários dessa informação quaisquer pessoas, e não apenas as que realizaram o investimento.³⁰⁷

Poderá o dever de informar estar caracterizado sob forma de dever anexo quando a informação se justifica para possibilitar o melhor adimplemento do contrato, como ocorre, a exemplo, no contrato de seguro, em que, de um lado, deve a seguradora informar com lealdade e exatidão sobre o alcance da garantia e, de outro, deve o segurado informar, probamente, sobre eventos que possam ter impacto no contrato. Isto é, refere-se ao dever de se pronunciar diante da estrutura atuarial da operação jurídico-econômica em causa³⁰⁸ (Código Civil, art. 769³⁰⁹).

A distinção entre interesses à prestação (imediatos ou mediatos) e interesses de proteção, proposta por Martins-Costa, demonstra ser relevante para compreender a razão pela qual fala-se em relação obrigacional complexa. Como explica a autora, nela, o princípio da boa-fé atua – numa dimensão – para otimizar o seu conteúdo em vista do adimplemento satisfativo. Porém, embora a indiscutível preeminência dos interesses de prestação na relação obrigacional (pois justificam-se funcionalmente em vista de um *praestare*), o seu conteúdo neles não se esgota. A complexidade está justamente em acolher, além dos interesses de prestação, outros interesses.³¹⁰

Os exemplos e distinções apresentados servem para explicitar que a boa-fé não é fonte de todo e qualquer tipo de dever, à livre escolha do intérprete, assim ensina Martins-Costa. Os deveres de prestação decorrem da lei ou da vontade – a boa-fé tem, relativamente aos

³⁰⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 578-579.

³⁰⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 247.

³⁰⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 247.

³⁰⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 247.

³⁰⁹ Código Civil, art. 769, *caput*, *in verbis*: “O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé.”

³¹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 247-248.

interesses de prestação, posição instrumental (criando “deveres anexos ou instrumentais” ao prestar, mas não o próprio prestar). Já quanto aos interesses de proteção, o princípio da boa-fé vigora como fonte direta dos deveres que promovem o seu resguardo.³¹¹

Martins-Costa destaca que, sob a rubrica de “deveres informativos”, estão incluídos deveres de informar, de avisar, de esclarecer e o de aconselhar. Há, pois, um sentido lato e um sentido estrito da expressão “deveres informativos”. No sentido lato, abrange informar, avisar, revelar, esclarecer e aconselhar e, no sentido estrito, abarca a informação.³¹²

A informação é caracterizada como dever anexo quando se informa para obter determinado resultado objetivado pela obrigação principal ou por dever de prestação secundário, segundo a lição de Martins-Costa. Assim será qualificada a informação quando (i) é ela própria o bem objeto da obrigação principal de prestação, ou (ii) quando é necessária para que o interesse à prestação possa ser otimamente satisfeito.³¹³

Os deveres de informação, na fase pré-contratual, possuem função para possibilitar o consentimento informado, leciona Martins-Costa:

Os bens jurídicos protegidos são a higidez da manifestação negocial e a confiança que possibilita não apenas acalantar expectativas legítimas mas, igualmente, avaliar riscos. Variam, contudo, as consequências da infração a esse dever, podendo situar-se no plano da invalidade (por exemplo, no caso de omissão dolosa de dever informativo, Código Civil, art. 147) ou no da eficácia (a exemplo, o próprio nascimento do dever de indenizar danos causados aos interesses da confiança, por *culpa in contrahendo*).³¹⁴

Os deveres de lealdade e de informação se manifestam de forma única, nos mais variados aspectos da relação e, quando parametrizados pela boa-fé, possuem natureza legal. Cordeiro explica que diante da teoria das fontes das obrigações, tais deveres:

[...] resultam de mero facto jurídico – o início de negociações, a existência dum contrato, válido ou inválido, actual ou passado e a conexão de terceiros com as obrigações – e não de vontade humana, considerada como tal. Esta conclusão surge clara nas hipóteses de *culpa in contrahendo* e de nulidade de contrato onde faltam, salvas ficções, quaisquer contratos válidos, susceptíveis de explicar deveres. Mas impõem-se, também, à análise, no caso dos deveres acessórios e nas outras projecções da figura: a exigência duma actuação de boa fé deriva do sistema e não de qualquer vontade das partes, que mais não podem do que conformar-se, querendo permanecer no domínio do jurídico.³¹⁵

³¹¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 248.

³¹² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 579.

³¹³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 580.

³¹⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 580-581.

³¹⁵ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 640.

Aborda também o tema Silva, ao tratar do dever de esclarecimento, o qual se “dirige ao outro participante da relação jurídica, para tornar clara certa circunstância de que o *alter* tem conhecimento imperfeito, ou errôneo, ou ainda ignora totalmente”³¹⁶. O esclarecimento, ou seja, a informação, deve estar relacionado com circunstância relevante, decorrendo de dever em favor de outro.

3.3 O dever de informação como um dever anexo da boa-fé objetiva

Os deveres informativos conectados tanto à boa-fé subjetiva (ausência de mentira) quanto à boa-fé objetiva (dar informações corretas e completas, mesmo durante a execução do contrato), assumem todo o seu relevo quando se tem presente que, tanto o risco quanto o mutualismo, são em boa medida dependentes de informações dadas e buscadas pelas próprias partes contratantes, leciona Martins-Costa.³¹⁷ Aos agentes participantes do mercado de capitais, em decorrência da especialização técnica do setor, compete uma ação diligente em vista de apurar, na maior medida possível, e informar sobre os potenciais riscos, assim como, ao investidor, cabe o comportamento probo e prudente, na medida de seu conhecimento.

Os deveres acessórios de esclarecimento obrigam as partes, durante a vigência do contrato que as une, quanto à manutenção de um canal de informação mútuo e constante sobre todos os aspectos inerentes ao vínculo, às ocorrências que, com o contrato, tenham certa relação e, ainda, a todos os efeitos que, da execução contratual possam advir, assim leciona Cordeiro.³¹⁸

Para uma ampla compreensão do dever de informação, importante a lição de Silva, ao tratar da obrigação que, percebida como um processo, compõe-se, em sentido largo, do conjunto de atividades necessárias à satisfação do interesse do credor:

Dogmaticamente, contudo, é indispensável distinguir os planos em que se desenvolve e se adimple a obrigação. Os atos praticados pelo devedor, assim como os realizados pelo credor, repercutem no mundo jurídico, nele ingressam e são dispostos e classificados segundo uma ordem, atendendo-se aos conceitos elaborados pela teoria do direito. Esses atos, evidentemente, tendem a um fim. E é precisamente a finalidade que determina a concepção da obrigação como um processo.³¹⁹

Do contrato, extrai-se o dever bilateral de proteção, que impede que uma das partes cause à outra algum dano, em razão de sua atividade. Existem, assim, deveres do credor, que

³¹⁶ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 94.

³¹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 287.

³¹⁸ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 605.

³¹⁹ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 20-21.

não são deveres para consigo mesmo, mas sim deveres jurídicos. Muitos deles consistem em conduta determinada, em comunicar algo, em indicar alguma circunstância, em fornecer informações, cuja omissão pode causar dano ao outro figurante, leciona Silva.³²⁰

No âmbito do direito privado legislado, Moraes relaciona que a legislação brasileira dispôs sobre o dever de informação e o princípio da transparência, de forma expressa, nos artigos 4º; 6º, incisos II, III e IV; 9º; 31; 36, parágrafo único; 46 e 51, incisos I, IV, §1º, incisos I e II, do CDC (entre outros vários dispositivos consumeristas) e, implicitamente, nos artigos 113, 187 e 422 do CC.³²¹

Para Moraes, informação incompleta ou falsa ou, ainda, a ausência de informação sobre dado essencial nos contratos ocasiona desequilíbrio, provoca deslealdade, gera vício de consentimento, altera a base do negócio jurídico e interfere na sua essência, acobertando a realidade, de tal modo que se o contratante soubesse da existência dos dados verdadeiros, não teria firmado o contrato.³²²

Segundo Tomasevicius Filho, o dever de informação pode ser classificado em dever de informação em sentido estrito, dever de esclarecimento e dever de conselho. Em sua primeira modalidade, o dever de informação tem por objetivo transmitir os fatos de forma direta e objetiva, cabendo à contraparte a compreensão da referida informação. No direito de esclarecimento, o repasse das informações está diretamente vinculado ao dever de torná-las acessíveis à outra parte, tendo em vista sua condição de hipossuficiência técnica. A boa-fé, nesse caso, incide ainda sobre o dever de cooperação. Ademais, o dever de conselho ou recomendação, por sua vez, estabelece que o dever de informar vincula-se ao dever de orientação no tocante a como o receptor pode proceder com a ciência do que foi informado.³²³

Logo, o princípio da boa-fé submete as categorias do dever de informação à intensidade dos custos de transação, exigindo-se a percepção de cada contexto fático por parte do contratante. Complementa Eroles que os custos de transação correspondem ao dever de cumprir condutas que promovam eficiência à fase de pós-negociação, quais sejam, os custos de fiscalizar e executar o contrato, localizar o comprador, renegociar o acordado etc.³²⁴

Consoante Tomasevicius Filho, o dever de informação abrange em sua estrutura o ônus de se informar, o dever de informar em sentido estrito e o dever de se informar para

³²⁰ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 40.

³²¹ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 101.

³²² MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 102.

³²³ TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. **O princípio da boa-fé no direito civil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 245-247.

³²⁴ EROLES, Pedro. **Boa-Fé Objetiva nos Contratos: Especificação normativa, cogência e dispositividade**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 99.

informar. O ônus de se informar configura a obtenção espontânea de informações e esclarecimentos, com o intuito de consolidar a relação contratual, cabendo a cada uma das partes a obtenção, por si só, de informações acerca das vantagens e desvantagens referentes ao negócio jurídico. No dever de informar, é imprescindível a existência de desnivelamento entre as partes quanto aos conhecimentos específicos e técnicos necessários à relação jurídica pretendida, buscando, com a boa-fé, o equilíbrio contratual. Por sua vez, o dever de informar para ser informado, ou de se informar para informar, tem por finalidade a diminuição dos custos de transação e o cumprimento dos deveres de colaboração e cooperação entre as partes, visto que a cada integrante da relação jurídica é imposto o dever de esclarecer suas necessidades contratuais, em decorrência da especialidade da informação a ser repassada, uma vez que esta tem reflexo direto no objeto do contrato.³²⁵

Sobre a informação plena, complementa Moraes que o princípio da transparência e o dever de informação, previstos tanto no CC (por meio da cláusula geral da boa-fé) quanto no CDC (artigos 6º, inc. III; 31; 36, parágrafo único; e 46), devem ser observados não só na fase contratual, mas também na pré-contratual e pós-contratual. A existência apenas do simples consentimento ou da vontade declarada não demonstra ser suficiente, na atualidade, para obrigar o contratante ao estrito cumprimento de uma obrigação pactuada.³²⁶ Logo, no período referente à primeira etapa (fase de tratativas, negociações preliminares), torna-se preponderante a análise do contexto histórico vigente para apurar a formação da vontade real e as necessidades das partes que pretendem contratar.³²⁷

Tomasevicius Filho destaca que o dever de informação deve ser observado, também, durante a fase de execução do contrato, com o intuito de garantir um adimplemento contratual estável e com riscos previsíveis, a exemplo da necessidade de informar à seguradora a respeito de alterações que modifiquem o contrato pactuado. O autor aborda, ainda, que o dever de informação se estende mesmo após a extinção do contrato.³²⁸ Nessa fase pós-contratual, Schunck destaca a ocorrência de situações de incidência de *culpa post pactum finitum*, deflagrada quando o credor causa prejuízos ao devedor mesmo após o adimplemento total dos termos firmados, ou quando o adquirente se vê impedido de usufruir do bem objeto do negócio

³²⁵ TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. *op. cit.* p. 264-283.

³²⁶ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 143.

³²⁷ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 143.

³²⁸ TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. *op. cit.* p. 255.

jurídico pactuado e regularmente cumprido, a exemplo do proprietário que não informa ao comprador de um imóvel com bela vista que esta será posteriormente obstruída.³²⁹

Fritz e Girardi elucidam que, após a extinção contratual, perduram os denominados deveres de consideração, cujo objetivo consiste em preservar o *status quo* alcançado pelas partes, em conformidade ao entendimento consolidado pela Corte Infraconstitucional alemã (*Bundesgerichtshof*), a qual admitiu a legitimidade da expectativa de manutenção de condutas vinculadas à boa-fé, sejam elas omissivas ou comissivas. Importante distinguir, ainda, que o dever de informação pós-contrato não se confunde com deveres cuja eficácia se irradia após o encerramento do contrato, os quais decorrem da lei ou do instrumento contratual.³³⁰

A partir da análise dos fatores realidade e vontade, segundo Moraes, será possível delimitar o contrato e suas cláusulas, que terão como base justamente os dados fornecidos. Se há falha ou omissão na prestação de informações relevantes pertinentes às partes e ao negócio jurídico, a vontade declarada estará viciada, visto que o juízo de conveniência não foi aperfeiçoado com o rigor que deveria sê-lo.³³¹

Os deveres de plena informação e transparência devem ser observados, na condição de deveres anexos da boa-fé objetiva, não só nas relações consumeristas, mas também nas relações civis. Por isso, o princípio da transparência e da informação são essenciais em uma relação contratual e não protegem somente o ato de informar, mas dizem respeito, igualmente, ao dever de explicar, de esclarecer, com clareza, sobre o conteúdo das cláusulas, sobre as consequências de adimplemento e inadimplemento e acerca dos deveres e direitos durante as fases contratual e pós-contratual, explica Moraes.³³²

Nesse sentido, exemplifica Moraes, lastreado nos princípios da transparência, da boa-fé objetiva e da confiança, que o STJ decidiu³³³ do direito do contratante à plena informação, o qual está assegurado expressamente pelo art. 5º, inc. XIV, da CF.³³⁴ Concluindo,

³²⁹ SCHUNCK, Giuliana Bonanno. **Contratos de longo prazo e dever de cooperação**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 113-115.

³³⁰ FRITZ, Karina Nunes; GIRARDI, Viviane. Reflexões sobre a responsabilidade pós-contratual. **O Civilista**. Teresina. 16 out. 2021. Disponível em: <https://ocivilista.com.br/2021/10/16/reflexoes-sobre-a-responsabilidade-pos-contratual/>.

³³¹ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 143.

³³² MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 143-144.

³³³ “[...] Há um dever positivo do fornecedor de informar, adequada e claramente sobre os riscos de produtos e serviços [...]. O direito à informação, abrigado expressamente pelo art. 5º, XIV, da Constituição Federal, é uma das formas de expressão concreta do princípio da transparência, sendo também corolário do princípio da boa-fé objetiva e do princípio da confiança [...]. (STJ, REsp. 586.316-MG, 2ª Turma, Rel. Min Herman Benjamin, j. 17.04.2007, DJe 19.03.2009). MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 146.

³³⁴ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 146.

a plena informação, a clareza desta e a transparência foram tuteladas pelo princípio da boa-fé, por meio do caráter objetivo de regra de conduta, de cláusula geral.³³⁵

Analisando a função da boa-fé nas diversas searas do Direito, Martins-Costa leciona que as relações obrigacionais (cujo elementos estruturais básicos são o direito subjetivo de crédito e o dever denominado dívida) estão presentes em vários campos da experiência jurídica, podendo citar a exemplo, o Direito Civil, Comercial, Internacional Privado, Trabalhista, do Consumidor, Administrativo, Tributário, Previdenciário. Em cada um desses ramos há polarização em torno de seus próprios princípios e regras específicas – as suas “forças” que dinamicamente interagem, estruturando regime jurídico próprio que modelará com feições diversas a boa-fé. Mesmo no interior do Direito Civil, constata-se diferenças de peso nos princípios e de regime jurídico conforme o setor em que incide a boa-fé objetiva, discernindo-se entre, por exemplo, as relações obrigacionais gerais, derivadas de negócios jurídicos obrigacionais em sentido próprio, e aquelas verificadas no âmbito do Direito Patrimonial de Família.³³⁶ Sobre o papel da boa-fé nos diversos tipos de negócios abrangidos pelas obrigações, Martins-Costa explica:

Similarmente, princípios e regimes especiais, diversos daqueles atuantes apenas no Direito Civil, regem os contratos comerciais e os negócios de Direito Societário, muito embora o Código Civil de 2002 tenha viabilizado a unificação das obrigações naquilo que há de comum ou geral na atividade negocial. Embora configurando instituto que atua em todos esses campos pelos quais está espalhado o Direito das Obrigações, a boa-fé será matizada, em cada um deles, em razão da atuação conjugada com os demais institutos, princípios e regras incidentes no setor específico.³³⁷

Pode-se constatar que não é diferente a existência de tais especificidades do papel da boa-fé objetiva no campo das normas jurídicas que regulam o mercado de capitais. Há relação de interdependência e de conjugação, como é próprio de uma estrutura normativa que agrega duas ou mais normas.³³⁸ Há, segundo Martins-Costa, uma necessária e inafastável interdependência entre a boa-fé e outros princípios (da divulgação completa), postulados normativos, diretrizes, presunções e regras jurídicas que se manifestam conforme o setor ou campo em que situada a relação obrigacional examinada no caso concreto.³³⁹

³³⁵ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 147.

³³⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 290.

³³⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 290-291.

³³⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 290-291.

³³⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 291.

No mesmo sentido, Bitencourt e Klein³⁴⁰ explicam que o desenvolvimento de qualquer atividade empresarial, assim como ocorre nos investimentos operados no mercado de valores mobiliários, encontra fundamento na especulação, na busca pelo lucro, na submissão ao risco e no profissionalismo do participante.

Como em qualquer atividade empresarial, a realização de investimentos e o sucesso do empreendimento decorrerá da qualidade da gestão do negócio, sujeito ainda às oscilações de fatores internos e externos do mercado, tais como a concorrência, as intervenções políticas, as mudanças legislativas e as crises econômicas, citando a título meramente exemplificativo, dado a complexidade de se prever o que pode interferir de forma positiva ou negativa no investimento.³⁴¹

Essa atividade, contudo, deve ser desempenhada com o dever de diligência compatível com as inconstâncias e imprevisões do mercado, visto que as empresas negociadas livremente em bolsas de valores necessitam ser geridas por administradores profissionais e comprometidos com os parâmetros da boa-fé objetiva e do dever de informação. Por essas especificidades discorridas, o princípio da boa-fé objetiva e o dever de informação necessitam de leitura própria quando aplicados à atividade empresarial e ao mercado de valores mobiliários, searas cujo parâmetros são distintos de outros ramos do Direito Contratual.³⁴² Apresenta-se a lição de Schreiber sobre o tema:

Assim, enquanto no exemplo da compra e venda de um automóvel exige-se que o vendedor forneça ao comprador toda a informação relevante acerca do veículo e qualquer outro dado relacionado à função social e econômica, a aquisição de controle de uma determinada sociedade, por outro lado, envolve normalmente uma avaliação dos riscos e passivos da sociedade (*due diligence*) pela própria empresa adquirente, o que, se não isenta o alienante do seu dever de informação, reduz evidentemente sua intensidade.³⁴³

Sobre a aplicação da boa-fé no âmbito das relações associativas, Martins-Costa destaca que as relações societárias exigem cooperação em busca do fim comum que as estrutura. Extraem-se especificidades sobre a atuação e as funções da boa-fé no âmbito das relações societárias e no âmbito dos contratos interempresariais.³⁴⁴ Essa peculiar forma de união entre pessoas é fonte de deveres, não apenas determinados em cláusulas dos estatutos, contratos

³⁴⁰ BITENCOURT, Thiago Wiggers; KLEIN, Vinícius. *op. cit.* p. 21-23.

³⁴¹ BITENCOURT, Thiago Wiggers; KLEIN, Vinícius. *op. cit.* p. 21-23.

³⁴² BITENCOURT, Thiago Wiggers; KLEIN, Vinícius. *op. cit.* p. 21-23.

³⁴³ SCHREIBER, Anderson. **A Boa-Fé Objetiva no Código de Defesa do Consumidor e no novo Código Civil.** In: TEPEDINO, Gustavo. (coord.). *Obrigações: estudos na perspectiva civil-constitucional.* Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 43.

³⁴⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 311.

sociais, ou pormenorizados no regimento interno, mas, por igual, os que provêm da boa-fé objetiva, aplicável aos negócios jurídicos associativos em sua tríplice dimensão normativa. A lealdade (art. 422, CC) há de ser direcionada à preservação dos objetivos da associação que justificam a organização entre os associados. A licitude do exercício jurídico dos direitos decorrentes da situação de associado é balizada pelo art. 187 do Código Civil, e a interpretação das relações associativas de observância à boa-fé (art. 113, CC).³⁴⁵

Discorrendo sobre a finalidade do contrato de sociedade e o papel particular da boa-fé nesse instrumento, Martins-Costa explica:

Na coligação com o fim social comum do contrato de sociedade, atua a boa-fé no plano funcional para determinar “como” os direitos e deveres dos sócios, definidos pelo fim comum, haverão de ser exercidos, estando esse elemento na matriz do dever de lealdade que se abre em três vertentes: como dever geral de lealdade que recai sobre os partícipes (sócios/acionistas/quotistas), tendo em vista a posição ocupada, que levará a uma distinção entre os concretos e específicos deveres gerados pela boa-fé; como dever fiduciário típico de membro de órgão societário de não desapontar a legítima confiança nele investida; e como dever do administrador de não usar a sua posição para perseguir interesses patrimoniais próprios, sendo a regra de fundo da correlação ética entre poder e responsabilidade.³⁴⁶

Portanto, a boa-fé necessita ser considerada, dentro do espectro de intensidade e de forma de manifestação, em todas as sociedades de pessoas e, igualmente presente, nas sociedades anônimas e na sociedade limitada. A intensidade da atuação do princípio deve estar mais relacionada à estrutura real do que ao tipo societário ideal (ou formal), apresentando uma orientação tanto entre os sócios quanto entre estes e a sociedade.³⁴⁷

Compreendida a aplicação da boa-fé nas relações associativas, pertinente o estudo nas relações obrigacionais assimétricas. A assimetria contratual, leciona Martins-Costa decorre de disposições fáticas e normativas. Pode ser técnica; e, comumente, o é na informação sobre o objeto do contrato ou da oferta, podendo, inclusive, tal assimetria informativa manifestar-se em alguma específica fase do processo obrigacional, estabilizando-se, posteriormente, como ocorre em processos de alienação societária. Nesses há, em princípio, forte assimetria informativa entre quem aliena e que adquire, prevendo-se inclusive, um certo “período de ajustamento” entre a fase de conclusão e a de execução contratual, findo o qual, tendencialmente, as posições podem estar ordenadas em simetria.³⁴⁸

³⁴⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 312.

³⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 312-313.

³⁴⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 315.

³⁴⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 320.

Em análise da assimetria e poder no âmbito contratual, a assimetria está ligada a dois fenômenos presentes em polos distintos e correlatos: poder (econômico, técnico, informativo, jurídico) e vulnerabilidade. Martins-Costa explica:

Há o poder fático de acesso à informação que possibilitaria a adoção de um conteúdo contratual diverso, ou, mesmo, a decisão de não contratar. É axiomático que todo poder implica limite, sob pena de resvalar do poder (lícito) ou arbítrio (ilícito). A questão está no modo de estabelecer os limites: poder ser pontual e específico – como no regramento do poder de controle, na Lei das S.A.; ou nas normas da Comissão de Valores Mobiliários referentes à disciplina informativa nas sociedades de capital aberto, destacando-se, especialmente, àquelas ligadas ao fenômeno contratual, como a oferta – ou geral e difuso, como o passível de enquadramento na hipótese do art. 187 do Código Civil. Em face do exercício do poder negocial por um dos sujeitos da relação jurídica, o outro pode restar em situação de vulnerabilidade.³⁴⁹

A ordem jurídica reconhece haver relações contratuais fundadas numa assimetria estrutural, pela disjunção entre os poderes de fato reconhecidos aos seus sujeitos. Para Martins-Costa, tal reconhecimento reverbera na presunção de que uma das partes estará em situação de vulnerabilidade contratual, bem como na garantia de uma proteção jurídica especial a essas situações.³⁵⁰ Essa situação assimétrica pode ser observada nas relações entre investidores e demais agentes do mercado de capitais, especialmente em relação às sociedades anônimas de capital aberto negociadas em bolsas de valores.

E, num terceiro aspecto, vale o estudo sobre a aplicação da boa-fé no âmbito das relações obrigacionais de consumo. A noção de transparência, segundo o estudo de Martins-Costa, possui intrínseca relação com a disciplina informativa, também vinculada à boa-fé, quando se trata de qualificá-la como instrumento de tutela do partícipe da relação enquadrada numa posição de inferioridade, encontrando obstáculos a uma decisão negocial consciente e ponderada. Assim, nas relações de consumo a transparência é dever legal do fornecedor. O direito à informação, de fonte normativa, é o “mais básico dos direitos básicos”³⁵¹, segundo o Superior Tribunal de Justiça.³⁵²

A partir da informação adequada, torna-se possível afastar a opacidade, o que deve ser evitado diante da vulnerabilidade do consumidor no mercado de consumo. Essa vulnerabilidade informativa supõe graus e critérios de concretização mediadora, principalmente

³⁴⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 321.

³⁵⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 322.

³⁵¹ REsp 586316/MG. Segunda Turma. Relator. Min. Herman Benjamin. Julgamento em 17.04.2007. DJ de 09.03.2009. *apud* MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 326.

³⁵² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 326.

em vista das demais eficácias da informação no âmbito do Código de Defesa do Consumidor, percorridos por Martins-Costa³⁵³:

[...] não apenas informar para possibilitar o consentimento esclarecido ao ato de consumo, mas, igualmente, vincular contratualmente (art. 39); esclarecer contra riscos; e pautar a licitude da publicidade, gerando, conforme o caso, o dever de indenizar, quando a informação publicitária for “enganosa” (arts. 19, IV, 20, II, e 36 a 38). Daí por que, nos casos concretos, a extensão da informação devida (e apta a gerar essas distintas eficácias) há de ser averiguada tendo em conta certos elementos subjetivos, atinentes a cognoscibilidade por parte de um consumidor médio (consumidor padrão), considerado o setor social em que é feita a oferta, com o que outro tema resta introduzido, qual seja: o da extensão desses esclarecimentos, considerados os critérios que a determinam. Segue-se, pois, uma operação mental que combina o raciocínio *in concreto* – considerando os elementos atinentes ao específico público ao qual foi dirigida a publicidade – com o raciocínio *in abstracto* – para ter-se a média, ou o padrão daquele segmento.³⁵⁴

Tanto a transparência quanto os deveres informativos que a concretizam decorrem da boa-fé, e a expressam como instituto jurídico voltado ao direcionamento de condutas. Ensina ainda Martins-Costa sobre o tema que a função de otimização da boa-fé possibilita a compreensão que a informação adequada, muitas vezes, ocorre processualmente, não se esgotando num único e fixo momento temporal, sendo devida, em razão de novas informações que venham a incidir nas qualidades de um produto, ou nos modos de sua utilização, como por exemplo, por meio de um *recall*. A boa-fé como norma de direcionamento de condutas aponta também ao caráter substancialista da informação devida a fim de lograr-se a transparência.³⁵⁵

Nas relações entre investidores e agentes do mercado de capitais, importa a compreensão da boa-fé objetiva sob a perspectiva do agir em benefício de interesse alheio, a exemplo da presença, nesse cenário, de pessoas que administram sociedades de capital aberto e devem observância ao dever de informação. Sobre o tema, Martins-Costa leciona que o mandamento segundo o qual se deve agir em benefício de interesse alheio (*tua res agitur*) reúne o extenso grupo articulado em torno das espécies contratuais marcadas pela fidúcia.³⁵⁶

Importante destacar a lição de Silva ao explicar que “quando o vínculo se dirige a uma atividade em proveito de terceiro (gestão de negócios, negócios fiduciários), o dever de levar em conta o interesse da outra parte (*tua res agitur*) é conteúdo do dever do gestor ou do fiduciário.”³⁵⁷

³⁵³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 327.

³⁵⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 327.

³⁵⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 328.

³⁵⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 351.

³⁵⁷ SILVA, Clóvis V. do Couto e. *op. cit.* p. 34.

No que diz respeito aos negócios fiduciários, Martins-Costa explica que o fiduciário age em favor do fiduciante em razão de dever jurídico constituído pelo contrato ou pela lei, passando a ter o controle, a administração, ou mesmo o dever de garantir ou o poder de decisão sobre o interesse patrimonial alheio. O fiduciário age ainda com a finalidade de garantir, ou administrar os interesses do fiduciante, ou de terceiro por ele nomeado, ou solver litígio que envolva tais interesses. Dentro deste grupo de figuras negociais, o dever de agir em benefício alheio é o dever jurídico estruturante da espécie, muito embora possam ser diversas as causas e as manifestações de tal dever.³⁵⁸

Na relação jurídica de administração, explica Martins-Costa, há a exigência acentuada de atuação segundo a boa-fé, pois o administrador, por definição, não tem a sua atividade orientada em seu próprio favor, já que sua ação deve ser pautada em favor do administrado cujo interesse constitui, precisamente, a causa contratual.³⁵⁹

Ainda sobre o tema, Martins-Costa explica que os administradores de uma sociedade anônima são considerados, em regra, membros de órgãos da companhia, sendo a relação existente entre o administrador e a sociedade uma relação orgânica. Isso não obstante, acena-se, também tradicionalmente, ao “duplo elo”, orgânico e contratual. Nesse caso, atuam os deveres fiduciários decorrentes da relação institucional de forma contínua do mandamento imposto pela boa-fé que governa a relação contratual formadora da sociedade.³⁶⁰

Como observado por Martins-Costa, o administrador pode ser sócio. Porém, conquanto possam estar naturalmente mescladas ambas as posições (o administrador pode ser um sócio, ou um acionista), juridicamente são elas distintas, visto que os papéis são inversos. No papel de administradores, e independentemente do fato de serem vinculados como sócios aos demais membros da sociedade (acionistas ou quotistas), os administradores “dirigem (tem poder sobre) o patrimônio alheio”, estando, nessa medida, em uma posição fiduciária. E, em toda posição fiduciária, o fiduciante deposita no fiduciário a confiança de que a sua atividade será pautada pela boa-fé e pela probidade, agindo este com correção, em atenção ao interesse da sociedade.³⁶¹

Distinção feita por Martins-Costa é que enquanto na relação intrassocietária o mandamento derivado da boa-fé é do *nostra res agitur*, na relação de administração propriamente dita vigora o *tua res agitur*. A LSA, em seu art. 153, adota o princípio geral de

³⁵⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 351.

³⁵⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 353.

³⁶⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 353-354.

³⁶¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 355.

que o administrador “deve empregar no exercício de suas funções o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus negócios”.³⁶² Explica ainda Martins-Costa sobre os critérios de avaliação do comportamento dos administradores:

Os critérios para avaliar o comportamento dos administradores são específicos, seja no direito norte-americano, frequentemente fonte de inspiração e de inovação entre os autores nacionais, seja em nosso sistema, em que há regras legais que pontuam os deveres de diligência, lealdade e informação. Considerado o direito brasileiro, os administradores podem ser responsabilizados (observadas as vias legalmente determinadas para tanto) pela violação de deveres decorrentes da boa-fé. Assim, os deveres de lealdade à companhia (que inclui frequentemente o dever de sigilo); de diligência; de obediência; e o de informação. Esses deveres atribuídos aos administradores são concretizados com base em *standards* comportamentais gerais, vazados em linguagem vaga justamente para poder comportar a concreção com base em critérios relacionais e contextuais, embora objetivos.³⁶³

Os deveres de informação possuem lugar próprio, não só porque garantem transparência (ao mercado, aos demais acionistas, aos agentes sociais afetados, ainda que indiretamente, pela atividade societária), e consentimento informado (a quem está em relação de administração), mas, igualmente, por ser considerado aquele que viabiliza um tipo de regulamentação compatível com a economia de mercado, pois é o que “menos interfere com a liberdade e a concorrência”, assim leciona Martins-Costa.³⁶⁴

Na relação em que conecta o administrador e a sociedade empresária, assim como em qualquer outra relação fiduciária, não é possível estabelecer a princípio todos os limites de atuação. Aponta Martins-Costa que seria, também, inviável prever um controle prévio amarrando o dinamismo que é próprio à atividade empresarial e afastando o administrador da assunção do risco, como é próprio de sua atividade. Não se deve ainda esquecer que os deveres dos administradores “invariavelmente configuram obrigação de meios, não de resultados, sendo a assunção consciente de riscos inerente à atividade empresarial”.³⁶⁵

No sentido de ratificar a importância do princípio da boa-fé como norteador das condutas adotadas pelos administradores do patrimônio das sociedades empresárias, o Enunciado nº 86 da III Jornada de Direito Comercial definiu o descumprimento do princípio da boa-fé objetiva como critério fundamental para deflagração da responsabilidade civil da figura

³⁶² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 355.

³⁶³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 357.

³⁶⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 357-358.

³⁶⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 360.

do administrador, não estando a licitude de sua conduta vinculada, portanto, à geração de lucros e à avaliação de resultados.³⁶⁶

A boa-fé pode, assim, ter o duplo relevo de atuar, na concepção de Martins-Costa:

(i) conjuntamente com os deveres fiduciários tradicionais, “otimizando-os” em vista de sua melhor realização, como ocorre, a exemplo, com o dever de *disclosure* nas companhias abertas; (ii) como cânone de hermenêutica dos comportamentos devidos pelo administrador e, (iii) de modo autônomo, para integrar lacuna legal, então apanhando casos de violação da fidúcia em que estruturada a atividade de administração.³⁶⁷

Observa-se, ainda, a existência de contratos em que a informação configura o próprio objeto da obrigação principal de prestação. Diante disso, normalmente, a informação tem caráter instrumental. Exemplos apontados por Martins-Costa são da informação para obter-se o consentimento esclarecido à determinada proposta; ou para assegurar-se que a informação veiculada é verídica, assim, assegurando-se a “transparência” no mercado; ou para possibilitar o monitoramento adequado das atividades e condutas dos acionistas controladores, manter e incrementar a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários; para auxiliar a atividade fiscalizadora, sancionadora e normatizadora dos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de valores mobiliários; para viabilizar o regime de responsabilização aplicada aos emissores de valores mobiliários; ou para alertar sobre o modo de utilização da coisa, permitindo o seu adequado proveito econômico; ou para esclarecer acerca dos limites ou especificidades da prestação de serviços, dentre outras hipóteses. É também instrumental a informação quando serve à proteção do contratante, atuando, então, para alertar acerca de determinado risco, de modo que, do contrato não decorram danos injustos à contraparte.³⁶⁸

Assim, seja caracterizada como dever anexo a uma prestação principal, seja como dever lateral ao dever de prestação, a informação é, tal como leciona Martins-Costa, marcada pela instrumentalidade (informa-se para atingir determinado resultado útil) e pela relacionalidade (o dever e sua intensidade são relativos às concretas situações, pois o que pode ser uma informação lacunosa ou incompreensível para um leigo, poderá ser uma informação

³⁶⁶ CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. **III Jornada de Direito Comercial, de 07 de junho de 2019.** Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/enunciados-aprovados-iii-jdc-revisados-2.pdf>.

³⁶⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 360.

³⁶⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 581.

despicienda para um profissional). Essas características formam o compasso que marca a medida da informação a ser dada.³⁶⁹

No mercado de valores mobiliários, a pedra angular é a informação, o *disclosure*. A informação é observada sob um aspecto transindividual e a regra é dispor da informação quando da oferta ou em razão da vinculação legal ou societária.³⁷⁰

A informação é marcada pelo interesse público porque a falta de informações adequadas, neste setor, prejudica o mercado como um todo e não apenas aqueles agentes que não a detêm e, por isso, estão em situação de vulnerabilidade informativa ao não dispor das informações necessárias para a determinada decisão ou à mercê das práticas desleais por parte daqueles que se encontram em situação de preponderância informacional, explica Martins-Costa.³⁷¹

Da informação depende não apenas o consentimento esclarecido dos que planejam investir, mas, fundamentalmente, a confiança, elemento essencial ao desenvolvimento e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários. Assim explica Martins-Costa o reconhecimento de que os emissores de valores mobiliários estejam obrigados a divulgar um amplo conjunto de informação sobre variados aspectos de sua atividade.³⁷²

Tomasevicius Filho esclarece que a obrigação das companhias em divulgar de forma ampla e isonômica todas as informações pertinentes e valiosas ao conhecimento dos investidores decorre da necessidade de assegurar a igualdade circunstancial entre os participantes, para que, dessa maneira, seja distribuído o ônus da informação, pressuposto autorizador da tomada de decisões no âmbito do mercado de capitais e, consequentemente, determinante quanto à extensão dos riscos assumidos.³⁷³

Martins-Costa explica que a Lei Federal nº 6.385/1976 atribuiu à CVM competência para definir e regulamentar (nos limites ali traçados) os requisitos informacionais aplicáveis às companhias abertas, incluindo a natureza das informações que estas devem divulgar e as informações que devem ser prestadas por administradores, conselheiros, acionistas controladores e minoritários. Mesmo diante das normas legais e regulamentares existentes, ainda assim pode configurar-se lacuna na disciplina informativa que atinja contratos ou ofertas a contratar, como o são as ofertas públicas de aquisição de ações. Assim, até que venha a ser

³⁶⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 581-582.

³⁷⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 584.

³⁷¹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 584.

³⁷² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 585.

³⁷³ TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. *op. cit.* p. 295.

eventualmente suprida a lacuna por norma legal ou regulamentar, o princípio da boa-fé fundamenta diretamente o dever de informar.³⁷⁴

Exemplo do dever de informar regulamentado pela CVM é observado no art. 38 da Instrução CVM nº 400³⁷⁵, o qual define o que é o prospecto, instrumento essencial dentre aqueles componentes da oferta pública de ações.

A informação está no núcleo do prospecto, sendo polarizada a uma finalidade supra individual, na lição de Martins-Costa. Trata-se, com efeito, de informar aos potenciais investidores com completude, precisão, veracidade, clareza, objetividade e pertinência os elementos que possibilitam a sua tomada de decisão, o seu “consentimento informado” a investir. Não visa a convencer o público a investir, subscrevendo ações, mas deve ser um “documento neutro” destinado a “esclarecer tecnicamente sobre a fundação da sociedade e a viabilidade da empresa”, destacando-se os riscos do investimento “sem propaganda exageradamente positiva do emissor”. E complementa o art. 39 da Instrução CVM nº 400: “[o] prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter dados e informações sobre”, dentre outras, “a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira” (inc. IV), bem como “terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta (inc. V)”.³⁷⁶

Em uma análise sobre os critérios e elementos do dever de informar, Martins-Costa explica que é mais complexa a configuração da função integrativa por meio do dever de informar no campo das relações obrigacionais não submetidas à regência do CDC e, especialmente, nas relações de Direito Privado (Civil, Comercial, e em certa medida o Direito Societário), já que a informação não está (toda ou em sua maior parte), previamente determinada na lei, sendo deduzidos o quê e quanto informar da boa-fé objetiva. Essa dificuldade deriva das muitas distinções a serem feitas entre as hipóteses.³⁷⁷

³⁷⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 585.

³⁷⁵ Instrução CVM nº 400, art. 38, *in verbis*: “Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém 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.”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>.

³⁷⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 586.

³⁷⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 589.

Segundo a autora, será preciso discernir, de início, se o caso trata de relação de intercâmbio interindividual no âmbito de uma relação obrigacional definida, ou se há o envolvimento de interesses transindividuais, cabendo, então, por imposição legal (como no caso do oferecimento de ações de companhias abertas no mercado), cumprir com estritos e bem definidos deveres informativos. Também será preciso distinguir desde logo se a relação em causa é paritária ou assimétrica, embora não submetida à regência do CDC. Nas relações contratuais paritárias, o dever de informar ao contratante convive com o ônus da autoinformação; porém, nas relações assimétricas, em muito diminuem as possibilidades fáticas da autoinformação.³⁷⁸

Para os administradores de sociedades, como bem aponta Martins-Costa, há o dever, e não ônus, porque a autoinformação especifica aspecto do dever legal previsto, em termos gerais, no art. 1.011 do CC³⁷⁹ e no art. 153³⁸⁰ da LSA, bem como dos deveres promanados da Lei Federal nº 6.385/1976 e pela CVM, quando for o caso. Os deveres autoinformativos cometidos legalmente aos administradores, no plano societário, têm reflexos no plano contratual, pois o administrador diligente buscará se informar acerca do objeto e das condições dos contratos que conclui como representante³⁸¹ da sociedade.³⁸²

3.4 Os efeitos jurídicos da violação do dever de informação

A autonomia privada é um princípio fundamental do Direito das Obrigações, assegura os bens jurídicos da autodeterminação e da liberdade de iniciativa econômica, pelos quais reconhece a ordem jurídica a possibilidade de os particulares regularem os seus próprios interesses, tendo essa possibilidade como um valor juridicamente protegido, assim leciona Martins-Costa.³⁸³

³⁷⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 589.

³⁷⁹ Código Civil, art. 1.011, *caput*, *in verbis*: “O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.”.

³⁸⁰ Lei nº 6.404/1976, Art. 153, *in verbis*: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”.

³⁸¹ Pela teoria organicista do Direito Público, o Direito Societário compreende que os administradores são elementos integrantes da própria sociedade, os quais exteriorizam a existência da empresa. Dessa forma, os administradores não atuam em nome da sociedade, mas, enquanto titulares dos órgãos de administração, simplesmente, “corporificam” a própria sociedade ou “presentam” a companhia. Em outras palavras, quando a sociedade age por intermédio do seu administrador, é ela mesma quem manifesta sua vontade e pratica o ato jurídico. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 546.

³⁸² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 592.

³⁸³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 250.

Os negócios jurídicos constituem a ferramenta principal da autonomia privada, o instrumento técnico pelo qual os particulares criam, modificam e extinguem relações jurídicas. O meio de exercício da autonomia privada é constituído pelas declarações negociais, que atuam numa dupla dimensão: como regulamento de autonomia dos particulares, isto é, ato de determinação de deveres e também como ato de comunicação acerca da própria conduta, e como tal acontecimento ou fato gerador de expectativas legítimas socialmente averiguáveis, conforme ensina Martins-Costa.³⁸⁴

Em decorrência dessa relação de interdependência entre os princípios da autonomia privada e da confiança, Martins-Costa afirma que o ato de autonomia, nascido do poder de autorregulamentação dos próprios interesses e da garantia constitucional da liberdade de iniciativa, é também um ato gerador de expectativas legítimas, o que importa na autorresponsabilidade, constituindo necessária e inafastável contrapartida da autonomia.³⁸⁵ Constata, ainda, que das relações que nascem de negócios jurídicos não há oposição entre os princípios da autonomia privada e da confiança, já que ambos atuam conjugadamente.³⁸⁶

Fritz³⁸⁷ explana sobre a fragilidade da proteção da confiança do investidor no Brasil. Mesmo diante da existência do Código de Defesa do Consumidor para as relações assimétricas em que envolvem a instituição financeira e o investidor, reconhecido aqui como consumidor; e nas relações simétricas em que o investidor figura como parte do contrato, regida pelo mandamento da boa-fé objetiva do Código Civil, a autora observa que o nível de proteção aos investidores é frágil. Para embasar tal afirmação, a autora cita a “crescente quantidade de ações judiciais movidas por aplicadores insatisfeitos” o que releva “apenas a ponta do iceberg dos problemas de falhas de informação e conselho nessa área”.

Para ilustrar o problema da responsabilidade por falhas de informação em investimentos financeiros, Fritz cita o exemplo:

Os casos, em geral, são muito semelhantes: um investidor, querendo aplicar seu dinheiro de forma lucrativa, procura um consultor financeiro, especialista no assunto, para se informar sobre as diversas modalidades de investimento disponíveis no mercado. Durante a conversa – quando é (ou deveria ser) traçado um perfil do cliente por meio de questionamentos – o consultor expõe e esclarece as diferentes possibilidades de aplicações e o investidor decide por um dos produtos sugeridos, cujo desenvolvimento, contudo, não transcorre da forma prevista pelo agente financeiro. As causas do insucesso são as mais

³⁸⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 250.

³⁸⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 250-251.

³⁸⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 251.

³⁸⁷ FRITZ, Karina Nunes. A responsabilidade dos bancos por falhas na informação em investimentos de capital: uma análise comparada com o direito alemão. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais. v. 8. ano 3. jul./set. 2016. p. 168.

variadas. O investidor, que sofreu perda patrimonial em decorrência de falhas de informação, esclarecimento ou conselho, pretende evidentemente ver-se ressarcido pelo agente financeiro que o aconselhou a realizar o investimento malsucedido.³⁸⁸

No negócio jurídico, expresso em declarações negociais e em comportamentos concludentes, confiança e autonomia privada se unem de modo dinâmico, de tal sorte a provocar, por suas forças mutuamente implicadas, uma potencialização de suas respectivas eficácias jurídicas. O Direito não tolera condutas deslealmente contraditórias e visa a proteger o legítimo “investimento de confiança”, citando exemplo de responsabilidade por declarações não negociais, acordos de fato; emissão de prospectos e mensagens publicitárias, recomendações, opiniões e conselhos e a responsabilidade dos *experts* diante de terceiros, pontua Martins-Costa.³⁸⁹

Estando o princípio da confiança ligado genericamente com a proteção das expectativas decorrentes das condutas comunicativas em geral, sob o prisma da relação entre o princípio da autonomia privada e da confiança, este último exerce seu papel de modo complementar à autonomia privada, como justificativa ou explicação para o efeito de vinculação dos negócios jurídicos, potencializando tal efeito. A declaração negocial, ato de autonomia, vincula porque suscita expectativas legítimas acerca de sua seriedade e legitimidade. Tanto quanto o princípio da autonomia privada, o princípio da confiança justifica a vinculabilidade jurídica reconhecida às declarações negociais, explica Martins-Costa.³⁹⁰

Para Martins-Costa, a aproximação ou a superposição entre o princípio da boa-fé e o princípio da confiança ocorrem, primariamente, na vedação ao exercício deslealmente contraditório de posições jurídicas (Código Civil, art. 187)³⁹¹. Constata-se o dever de coerência consistente em manter-se a palavra dada ou o comportamento manifestado, agindo segundo os fins do contrato, e de corresponder à expectativa legitimamente criada pelos próprios atos, assim impedindo surpresas desleais, visto que a contradição, a instabilidade comportamental e a inconstância afetam um vínculo que o ordenamento jurídico pretende dotar de estabilidade.³⁹²

Confiança e boa-fé também se superpõem, haja vista que a função de proteger especiais situações de confiança gera deveres de proteção, os quais, uma vez violados, podem levar à eficácia indenizatória por meio da figura da violação positiva do crédito e até mesmo o

³⁸⁸ FRITZ, Karina Nunes. *op. cit.* p. 169.

³⁸⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 252-253.

³⁹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 253-254.

³⁹¹ Código Civil, art. 187, *in verbis*: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”.

³⁹² MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 254.

advento do direito de resolução *lato sensu* (englobando resolução *stricto sensu* e resilição) ou justa causa ao exercício do direito de renúncia. Nesses casos, se está a dizer rigorosamente o mesmo, que se mencione ter havido afronta ao princípio da boa-fé, quer se afirme haver afetação ao princípio da confiança, assim discorre Martins-Costa.³⁹³

A boa-fé não tutela qualquer expectativa, leciona Martins-Costa, resguardando apenas a confiança investida em virtude de razões que, racionalmente controláveis, comprováveis ou adequadas, foram objeto de investimento de confiança pelo destinatário do ato, comportamento ou omissão aptos a gerar essa confiança qualificada. Nesses casos, por força da boa-fé objetiva em sua conexão com as situações de confiança, há o nascimento de deveres tendentes a evitar nos agentes negociais representações injustificadas, bem como a prevenir danos ocasionáveis pela especial aproximação que os interessados mantiveram.³⁹⁴

Num paralelo entre confiança e boa-fé, Martins-Costa afirma que enquanto a confiança tem por escopo imediato assegurar expectativas, o papel primordial da boa-fé como padrão jurídico é propiciar o direcionamento de comportamentos no tráfico negocial. O seu significado elementar está, conforme interpretação advinda do § 242 do Código Civil alemão, em indicar um modelo de conduta, segundo o qual “cada pessoa deve ajustar a própria conduta a esse arquétipo, agindo como faria um homem reto: com honestidade, lealdade e probidade”.³⁹⁵

Corroborando com Martins-Costa, Theodoro Júnior leciona que num regime constitucional que preambularmente manifesta o propósito de instituir um Estado Democrático de Direito assentado em valores supremos como a segurança, a justiça, dentre outros, indispensáveis à implantação de “uma sociedade fraterna”; e que insere entre os “objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil”, o de “construir uma sociedade livre, justa e solidária” (CF, art. 3º, inc. I); por certo a melhor compreensão do papel da boa-fé objetiva, como instrumento de realização da confiança no plano do direito das obrigações avulta em significado, ultrapassando mesmo os limites do direito privado.³⁹⁶

As normas sobre imputações de responsabilidade, segundo Martins-Costa, têm como objetivo desonerar o tráfico social do processo lento de formação da confiança, que consome tempo, e dos riscos a esse processo ligados. Para a autora, são normas de atribuição e distribuição dos riscos ligados à frustração injustificada de expectativas legítimas. A responsabilidade não é extirpada, mas seus efeitos (como o dever de indenizar) podem ser

³⁹³ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 255-256.

³⁹⁴ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 256.

³⁹⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 282.

³⁹⁶ THEODORO JÚNIOR, Humberto. *op. cit.* p. 59-60.

deslocados, suprimidos ou minimizados por via legal ou negocial, observados certos limites, como, exemplificativamente, os limites traçados pela lei imperativa, pela ordem pública, a natureza de certos direitos subjetivos ou, num contrato, pelo incumprimento de sua obrigação essencial.³⁹⁷

Sobre a responsabilidade civil decorrente de violação da boa-fé objetiva, vale a lição de Furtado e Moura:

No âmbito da boa-fé objetiva (ou normativa), cabe à vítima e a quem caiba o conhecimento judicial do fato apenas a verificação dos elementos comportamentais/exteriores/objetivos da conduta danosa. O cotejo destes com os padrões de conduta abstratamente esperados do agente em situação semelhante (definidos pela boa-fé) permite a conclusão quanto a ter havido um comportamento conforme ou desconforme com a lei civil. Daí se poder concluir, quanto a este item da responsabilidade civil, caber ou não a reparação civil dos danos sofridos pela vítima. Em último grau, busca-se tutelar a confiança nas relações sociais na medida em que são normatizados determinados padrões (*standards*) de conduta.³⁹⁸

A ausência ou falha no dever de informação, a depender do caso, pode configurar-se na obrigação de indenizar por decorrência da *culpa in contrahendo*, a qual prevê deveres de esclarecimento a cargo das partes em negociação.

A *culpa in contrahendo* portuguesa, explica Cordeiro, constitui um campo normativo muito vasto que permite aos tribunais a prossecução dos fins jurídicos, com uma grande amplitude de atuação. Ficam, designadamente, coberta as três áreas por que, em termos históricos, se espalhou a figura, antes de recebida pelo legislador de 1966: a dos deveres de proteção, a dos deveres de informação e a dos deveres de lealdade.³⁹⁹

Cordeiro leciona que a conclusão de um contrato com base em falsas indicações, em informação deficiente ou, até, em ameaças ilícitas, independentemente da aplicação do regime próprio dos vícios na formação da vontade, implica no dever de indenizar, por culpa na formação dos contratos. Este dever de esclarecimento tem intensidade particular quando um contratante surja, perante outro, como carecido de proteção especial.⁴⁰⁰

Os deveres de informação obrigam as partes à prestação de todos os esclarecimentos necessários para a conclusão honesta do contrato, assim leciona Cordeiro. Podem estes deveres serem violados por ação, com indicações inexatas, como por omissão, ou seja, pelo silêncio

³⁹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. *op. cit.* p. 257-258.

³⁹⁸ FURTADO, Gabriel Rocha; MOURA, Marcelo e Silva de. Da incidência da boa-fé objetiva na fase pós-contratual do contrato de franquia. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, set./dez. 2020. p. 135.

³⁹⁹ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 582-583.

⁴⁰⁰ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 549-550.

diante de elementos que a outra parte tinha interesse objetivo em conhecer. O dolo negocial implica, segundo Cordeiro, de forma automática na violação dos deveres de informação. Pode haver violação que, não justificando a anulação do contrato por dolo, constitua, no entanto, violação culposa do cuidado exigível e, por isso, obrigue a indenizar por *culpa in contrahendo*.⁴⁰¹

A *culpa in contrahendo* funciona, assim, quando a violação dos deveres de proteção, de informação e de lealdade conduza à frustração da confiança criada na contraparte pela atividade anterior do violador ou quando essa mesma violação retira às negociações o seu sentido substancial profundo de busca de um consenso na formação de um contrato válido, apto a prosseguir o escopo que, em termos de normalidade, as partes lhe atribuam. Por esta via, a *culpa in contrahendo* permite controlar o conteúdo do contrato, face a inutilidades, desequilíbrios e injustiças. Ou, em termos de maior generalidade: a boa-fé nas negociações preliminares exige que as partes, no espaço de liberdade que, por definição, informa as negociações, não assumam atitudes contrárias aos objetivos primordiais da ordem privada que, mesmo aí, mantêm sempre a sua aplicação.⁴⁰²

Discorrendo sobre a informação falsa ou imprecisa, Da Silva explica que as falhas informacionais podem produzir nos investidores um estado de erro, levando-os a celebrar negócios que não fariam se tivessem as informações adequadas, ou que fariam em condições diferentes daquelas quem foram pactuadas. No curso do mercado de capitais, a principal (senão única) condição relevante do negócio jurídico diz respeito ao preço do ativo sendo adquirido, vendido, ou mantido em poder do investidor.⁴⁰³ Da Silva⁴⁰⁴ conclui que:

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

Outro instituto jurídico que, a depender do caso concreto, pode ser aplicado a fim de reparar a parte lesada por ausência ou falha no dever de informação é o da violação positiva

⁴⁰¹ CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 583.

⁴⁰² CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. *op. cit.* p. 583-584.

⁴⁰³ DA SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves. Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. p. 105-124, nov. 2018. São Paulo: Almedina. p. 113.

⁴⁰⁴ DA SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves. *op. cit.* p. 113.

do contrato, do crédito ou da prestação. Essa espécie de inadimplemento funda-se no desrespeito aos deveres anexos decorrentes da boa-fé objetiva e tem força para gerar responsabilidade à parte causadora da violação, explica Morais.⁴⁰⁵

Morais explica que o direito alemão do início do século XX, ao conceber a teoria da violação positiva do contrato (do crédito ou da prestação), foi considerável e até então inédito, pois passou-se a admitir que o princípio da boa-fé objetiva poderia ser fonte autônoma de direitos e de obrigações.⁴⁰⁶

Para tanto, Morais⁴⁰⁷ fundamenta que a responsabilidade é objetiva, e portanto, independe de culpa, qualquer que seja o grau, diante de entendimento do Superior Tribunal de Justiça⁴⁰⁸, consolidando a objetividade da responsabilidade. Cita-se, ainda, o Enunciado 24 do Conselho da Justiça Federal do Superior Tribunal de Justiça (CJF/STJ), no qual consta a orientação de que “em virtude do princípio da boa-fé objetiva, positivado no art. 422 do novo Código Civil, a violação dos deveres anexos constitui espécie de inadimplemento, independentemente de culpa”.⁴⁰⁹ Morais ainda explica sobre o descumprimento dos deveres anexos, estando inserto o dever de informação:

Por conseguinte, diante dos atuais padrões de conduta (comissiva ou omissiva), isto é, dos deveres anexos exigidos das partes no contato social ou na relação negocial, o descumprimento de qualquer desses deveres constitui hipótese de inadimplemento contratual, desproporcionalidade das prestações, ou quebra do sinalagma, em decorrência da violação positiva, mas não por causa da mora, que, por sua vez, diz respeito ao descumprimento da própria obrigação contratual.⁴¹⁰

Morais conclui que a violação dos deveres anexos constitui espécie de inadimplemento, ensejando a violação positiva do contrato, que pode ser evitada ou corrigida por meio da observância às funções da boa-fé objetiva, nomeadamente a interpretativa (art. 113), a corretiva e limitativa, ou seja, de controle (art. 187), e a integrativa (art. 422), objetivando o equilíbrio econômico-contratual, com suporte na solidariedade, proteção,

⁴⁰⁵ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 81.

⁴⁰⁶ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 81.

⁴⁰⁷ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 81.

⁴⁰⁸ “Da boa-fé objetiva contratual derivam os chamados deveres anexos ou laterais, entre os quais o dever de informação, colaboração e cooperação. A inobservância desses deveres gera a violação positiva do contrato e sua consequente reparação civil, independente de culpa.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo em Recurso Especial 262.823/MT**. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti, 29 abr. 2015. 3 p. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=MON&sequencial=47296078&tipo_documento=documento&num_registro=201202505322&data=20150508&formato=PDF. p. 1.

⁴⁰⁹ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 81.

⁴¹⁰ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 81.

honestidade, lealdade, colaboração, informação e nos princípios da conservação dos pactos e função social do contrato.⁴¹¹

Uma vez estudado sobre a boa-fé objetiva, observando o dever de informação como dever anexo da boa-fé, será tratado no capítulo seguinte sobre o dever de informação no âmbito do mercado de capitais, abordando a regulação e os efeitos jurídicos decorrentes da violação da informação.

⁴¹¹ MORAIS, Ezequiel. *op. cit.* p. 87.

4 BOA-FÉ OBJETIVA E O DEVER DE INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo, será discorrido sobre a regulamentação da informação no mercado de capitais, com destaque para a função regulamentar do Estado e do modelo de autorregulamentação organizado pelos agentes participantes. Para uma melhor compreensão sobre as repercussões jurídicas da inobservância ao dever de informação e, por consequência, da violação à boa-fé objetiva, será estudado o caso do Instituto de Resseguros do Brasil (IRB), diante dos fatos ocorridos com a companhia de capital aberto.

4.1 Regulamentação da informação no mercado de capitais pelos agentes participantes

A história das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários pode ser lida não apenas como o relato da evolução de institutos jurídicos voltados ao desenvolvimento econômico, mas também como a história das fraudes perpetradas e dos ganhos ilícitos auferidos por agentes inescrupulosos, à custa da ingenuidade e da ganância de investidores de todos os portes.⁴¹²

Nem sempre se reconheceu no mercado de capitais função econômica útil à sociedade, e muitas reprovações aos negócios ali celebrados eram baseadas na premissa de que tais operações não seriam produtivas, desviando recursos dignos de serem empregados em melhores fins. Essa visão, segundo Mota, não apenas tornou-se obsoleta, mas foi superada pela ideia oposta, de que tais mercados desempenham papel importante no desenvolvimento econômico, constituindo um dos fundamentos de sua regulação pelo Estado.⁴¹³

De acordo com a Escola Clássica da Economia, a intervenção do Estado é necessária para corrigir as diversas falhas inerentes à economia de mercado, de forma a preservar o interesse público.⁴¹⁴ Nesse âmbito, Jesus explica que a regulação atuaria para a:

[...] aplicação de instrumentos legais para a implementação de uma política de objetivos socioeconômicos, em que indivíduos ou organizações podem ser forçados pelos governos a adotar determinados comportamentos sob pena de sofrer sanções, ou seja, atuaria corrigindo falhas de mercado, criando condições para o desenvolvimento de um mercado competitivo ou um sistema de concorrência, bem como a redistribuição de recursos econômicos. A

⁴¹² MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 29.

⁴¹³ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 30.

⁴¹⁴ JESUS, Adriana Dias de. *op. cit.* p. 15.

regulação se apresentaria assim como resposta governamental para as falhas do sistema, externalidades negativas e desejos da sociedade.⁴¹⁵

Wellisch explica que, historicamente, a análise econômica, especialmente a partir de Adam Smith, não reconhecia a necessidade de intervenção do Estado na economia. A busca do interesse individual por meio da atividade econômica, produzindo e trocando bens, conduziria ao bem comum, de modo que a interferência estatal, além de inútil, poderia ter efeitos nocivos para essa busca do interesse individual.⁴¹⁶

Foi somente a partir da chamada “Teoria do Bem-Estar” que o pensamento econômico passou a tratar da intervenção do Estado na economia, seguindo-se, a partir daí, uma série de estudos que visavam investigar as condições sob as quais o mercado atuaria no sentido de promover o bem comum.⁴¹⁷

Reconheceu-se, assim, que o mercado poderia apresentar falhas e ser, portanto, ineficiente no sentido de Pareto.⁴¹⁸ A solução para corrigir essas falhas seria, então, a interferência do Estado na economia por meio de tributos, subsídios, incentivos, regulação, ou mesmo pela atuação direta como agente econômico, de forma a promover um nível superior de bem-estar social.⁴¹⁹

Depreende-se, assim, que a regulação econômica emerge a partir da identificação do problema das falhas de mercado, dentre elas as situações de externalidades e, especialmente, da tentativa de controle e disciplina dos comportamentos monopolistas. Em sua origem, portanto, a regulação econômica tinha como propósito primordial a proteção dos consumidores contra a imposição de preços naqueles produtos em que a oferta se dava em um mercado de pouca concorrência (entre poucos agentes), além de atuar no sentido de corrigir situações em que o preço não refletia o custo total, incluindo as externalidades.⁴²⁰

No Brasil, a regulação das atividades econômicas e também da exploração privada de bens e serviços públicos é desempenhada por autarquias especiais dotadas de autonomia e independência, e exercida mediante um conjunto de competências normativas, executivas e

⁴¹⁵ JESUS, Adriana Dias de. *op. cit.* p. 15.

⁴¹⁶ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 35.

⁴¹⁷ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 35.

⁴¹⁸ A eficiência de Pareto deriva do conceito macroeconômico do ótimo de Pareto, concebido pelo italiano Vilfredo Pareto. O ótimo de Pareto é um estado em que os recursos estão alocados da forma mais eficiente possível e qualquer realocação dos recursos para melhorar a situação de um indivíduo irá, necessariamente, piorar as condições de outro indivíduo. O conceito, com aplicações na engenharia, informática e nas ciências sociais, objetiva estudar a melhor alocação dos recursos possível, já que são escassos. REIS, Tiago. Ótimo de Pareto e eficiência dos mercados. **Suno Artigos**. São Paulo. 30 set. 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/otimo-de-pareto/>.

⁴¹⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 36.

⁴²⁰ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 37.

judicantes. De todas as funções exercidas pelas agências reguladoras, Eizirik *et al.* defendem que a função normativa é a mais criticada pela doutrina, sob o argumento de que representaria verdadeira invasão da esfera destinada, por força do princípio da separação dos poderes, ao Poder Legislativo.⁴²¹

Mesmo antes da promulgação da Constituição Federal de 1988, o Estado brasileiro já dispunha de entes administrativos dotados de alguma capacidade normativa e judicante, como é o caso da CVM e do BACEN, na regulação do mercado financeiro, e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, na proteção da livre concorrência. A partir do século XX, observa-se a necessidade de o Estado agir para regular a atividade econômica de modo a atenuar os efeitos das decisões tomadas soberanamente pelo mercado.⁴²²

As agências reguladoras surgem em um contexto político-jurídico em que se busca a consolidação de um Estado regulador de atividades econômicas, principalmente no âmbito dos serviços públicos, e não mais de um Estado interventor na economia. É por meio das agências que o Estado passa a fixar um conjunto de regras técnicas atinentes à conformidade da prestação de serviços públicos ou do exercício de atividades econômicas com o interesse coletivo.⁴²³

No caso específico da CVM, o exercício dos poderes para organizar e disciplinar o mercado de capitais tinha fundamento, desde sua criação, na construção doutrinária da delegação de poderes legislativos. Justifica-se o exercício de certa parcela de poder normativo por órgão da Administração Indireta, desde que assim fosse determinado pela lei competente.⁴²⁴

Com efeito, a superação da crença liberal clássica de que os mercados, apenas mediante sua autorregulamentação, seriam capazes de ordenar a iniciativa privada para produzir riquezas sem qualquer intervenção ao Poder Público passa a conferir ao Direito um papel eminentemente transformador, responsável por mudanças sociais e econômicas e pelo fomento da economia. Tal mudança ocorre, sobretudo, em virtude da atribuição de capacidade normativa a instâncias independentes que, segundo Eizirik *et al.*, dotadas de capacidade técnica, demonstram-se mais aptas a proferir decisões rápidas, eficientes e, acima de tudo, sem injunção política.⁴²⁵

⁴²¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 368-369.

⁴²² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 369.

⁴²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 370.

⁴²⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 370.

⁴²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 373-374.

O sistema de autorregulação vem sendo adotado, no âmbito internacional, como a forma mais eficiente de controle da atividade desenvolvida pelas instituições intermediárias no espectro do mercado de valores mobiliários. Eizirik *et al.* lecionam que as normas internas, às quais os membros das Bolsas de Valores se submetem voluntariamente, muitas vezes são mais eficazes do que as normas emanadas do Poder Público.⁴²⁶

Por autorregulamentação compreende-se, em termos gerais, o fato de os próprios membros do mercado, organizados em associações ou sociedades de natureza privada, se responsabilizarem pela formulação das normas destinadas a regular o exercício de suas atividades, assim como pela fiscalização ao cumprimento de tais normas e pela imposição de penalidades para as irregularidades eventualmente praticadas. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado nos negócios dos participantes do mercado, cumprem-se os deveres legais e condutas éticas consensualmente aceitas sob a forma da autorregulação.⁴²⁷

A maior eficácia das normas autorreguladoras decorre do fato de elas serem elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias do mercado. Ademais, a participação dos próprios regulados na disciplina de suas atividades também leva à maior eficácia da regulação, derivada da aceitação e observância menos litigiosa de sua parte.⁴²⁸

A fiscalização do mercado de capitais exclusivamente pela entidade governamental, por outro lado, tenderia a ser mais burocrática e, conseqüentemente, ineficiente, pois seria exercida por pessoas que não estão diretamente envolvidas nos problemas existentes na prática dos negócios. Eizirik *et al.* explicam que em estudo divulgado pela SEC⁴²⁹, foram essas as considerações que levaram o Congresso norte-americano a estabelecer o sistema de autorregulação com supervisão governamental, ao invés de adotar um modelo de regulação direta pelo Estado.⁴³⁰

Apesar de suas inegáveis virtudes, podem haver conflitos de interesse no sistema de autorregulação do mercado de capitais, os quais são protagonizados pelas atividades reguladoras das bolsas e, de outro lado, pelas operações comerciais de seus membros e da

⁴²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 295-296.

⁴²⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 292-293.

⁴²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 296.

⁴²⁹ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Concept release concerning self-regulation.** Washington, DC, 8 mar. 2005. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.

⁴³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 296.

própria bolsa.⁴³¹ Com efeito, as bolsas, apesar de sua vinculação ao exercício da autorregulação no interesse da coletividade, são entidades privadas que têm por objetivo desenvolver, com a maior eficiência possível, a atividade econômica que caracteriza seu objeto, isto é, a manutenção e a administração de um ambiente destinado a executar operações com valores mobiliários.⁴³²

No entanto, os “clientes” da bolsa, isto é, aqueles que geram as receitas por ela auferidas por meio das operações realizadas em seu sistema de negociação, são justamente as pessoas e entidades que ela tem obrigação de fiscalizar e, eventualmente, de aplicar sanções.⁴³³ Tal fato pode representar um incentivo para que as funções regulatórias não sejam exercidas de forma eficiente, visto que os responsáveis por tais funções podem se sentir pressionados a não adotar medidas que influenciem negativamente o volume de negócios realizados na Bolsa.⁴³⁴

O sistema de regulação baseado na autorregulação pelas Bolsas de Valores, com a supervisão governamental, originou-se, essencialmente, a partir da elaboração do *Securities Exchange Act* de 1934 nos Estados Unidos da América.⁴³⁵

Com efeito, até 1934, as Bolsas de Valores norte-americanas não se sujeitavam a qualquer prática intervencionista por parte do Poder Público e, portanto, detinham autoridade absoluta sobre as sociedades corretoras que delas fossem membros – razão pela qual chegaram a ser consideradas como simples “clubes de negócios”.⁴³⁶

O *Securities Exchange Act*, no entanto, expressamente delegou certos poderes regulatórios às Bolsas de Valores, que passaram então a exercer a autorregulação por imposição legal. Para assegurar que a atuação das entidades autorreguladoras fosse pautada pela consecução do interesse público, o legislador submeteu o exercício de tal poder conferido às Bolsas de Valores à supervisão da SEC, entidade norte-americana reguladora do mercado de capitais.⁴³⁷

No Brasil, a autorregulação hoje é amplamente aceita e consolidada como braço auxiliar da CVM, sendo clara e essencial sua contribuição para a organização e hígidez do mercado de capitais, fazendo parte da estrutura normativa do SFN.⁴³⁸ Observa-se que a

⁴³¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 297.

⁴³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 298.

⁴³³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 298.

⁴³⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 298.

⁴³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293.

⁴³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293.

⁴³⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 293-294.

⁴³⁸ ABREU, Giovana Fiorin de. Os acordos de cooperação como alternativa para mitigar a sobreposição regulatória no mercado financeiro e de capitais brasileiro. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 186.

legislação brasileira, a partir da edição da Lei Federal nº 4.728/1965 e da Resolução CMN nº 39/1966, nitidamente refletiu no modelo jurídico dos Estados Unidos quanto ao sistema de autorregulação.⁴³⁹

Nesse sentido, o art. 17 da Lei Federal nº 6.385/1976, em sua redação original, dispôs que as bolsas de valores teriam autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da CVM e tendo competência para, na condição de órgãos auxiliares desta, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários realizadas em seus recintos de negociação.⁴⁴⁰ A partir do advento da Lei Federal nº 10.303/2001, a redação do art. 17 da Lei Federal nº 6.385/1976 foi alterada⁴⁴¹, estendendo-se a aplicação do modelo de autorregulação subordinada à fiscalização da CVM também para as bolsas de mercadorias e futuros.⁴⁴²

No sistema estabelecido pela Lei Federal nº 6.385/1976, os poderes autorregulatórios atribuídos às bolsas decorrem de expressa previsão legal, mas o exercício de tais poderes fica submetido à supervisão da CVM, o que não compromete a autonomia que lhes foi legalmente reconhecida. Esta supervisão da CVM sobre as bolsas é semelhante àquela exercida pelo Poder Executivo sobre as entidades da administração indireta, visto que deve abranger apenas a orientação e a verificação, por parte da entidade supervisora, do cumprimento dos objetivos e finalidades do ente supervisionado.⁴⁴³ Corroborando com o exposto, Abreu explica acerca da ampla utilização da autorregulamentação no mercado de capitais brasileiro:

No mercado de valores mobiliários, observamos que a autorregulamentação é amplamente utilizada. Conforme determina a Lei nº 6.385/1976, conjugada com a Instrução Normativa da CVM nº 461/07, as bolsas de valores e as de mercadorias e futuros devem realizar a autorregulação das operações nela realizadas. Ademais, a mesma autarquia estabelece como requisito para o exercício de algumas atividades específicas como, por exemplo, a de agente autônomo de investimentos e analista de valores mobiliários, prévio credenciamento em entidade autorreguladora (consoante o disposto nas Instruções Normativas da CVM nº 483/10 e 497/11). Além dessas formas de autorregulação exercidas sob o amparo da outorga ou reconhecimento do Estado, também são observadas inúmeras regras emanadas por essas instituições profissionais privadas com o objetivo de estabelecer padrões considerados desejados pelos agentes econômicos.⁴⁴⁴

⁴³⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 294.

⁴⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 294.

⁴⁴¹ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** *op. cit.*

⁴⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 294.

⁴⁴³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 294-295.

⁴⁴⁴ ABREU, Giovana Fiorin de. *op. cit.* p. 186.

Constata-se, assim, a existência de um duplo grau de fiscalização, em que as Bolsas fiscalizam as corretoras e as operações por elas realizadas, enquanto a CVM supervisiona o exercício de tal competência por parte das Bolsas⁴⁴⁵, a fim de assegurar que as operações sejam exercidas em vista do interesse público.

Não há qualquer dispositivo na Lei Federal nº 6.385/1976 que permita à CVM limitar a competência autorreguladora da Bolsa de Valores ou substituí-la no papel de responsável, em caráter primário, pela fiscalização das operações bursáteis. Ao contrário, conforme reconhecido em trabalho elaborado pela CVM⁴⁴⁶, a autorregulação do mercado de capitais no ordenamento jurídico brasileiro não constitui uma questão meramente de princípios, mas uma imposição legal.⁴⁴⁷

Outro mecanismo que as bolsas de valores e de mercadorias e futuros vêm adotando com o objetivo de aprimorar a sua estrutura administrativa e mitigar a ocorrência de conflitos de interesses consiste na separação entre as funções regulatórias e as atividades comerciais.⁴⁴⁸

Existe praticamente um consenso entre os diversos agentes que atuam no mercado financeiro e de capitais (bolsas, corretores, investidores, órgãos reguladores etc.) no sentido de que a separação das atividades regulatórias e comerciais constitui um dos procedimentos mais eficazes para atenuar os eventuais conflitos entre a função regulatória que as bolsas devem desempenhar e os interesses de seus acionistas ou membros. Entende-se que a implementação de um programa regulatório independente evita que eventuais pressões e influências por parte daqueles que estão sendo regulados possam prejudicar a boa condução das funções regulatórias.⁴⁴⁹

No Brasil, a Instrução CVM nº 461/2007⁴⁵⁰, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários, reconheceu a necessidade de se separar as áreas administrativas das bolsas e as áreas de autorregulação, encarregadas da fiscalização dos mercados operados pela bolsa. A Instrução prevê, em seu art. 36, que as funções de

⁴⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 295.

⁴⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>.

⁴⁴⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 295.

⁴⁴⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 306.

⁴⁴⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 307.

⁴⁵⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007**. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. [...] Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>.

autorregulação sejam desempenhadas por órgãos integrantes da própria estrutura interna da bolsa (separação funcional), bem como permite que ela constitua associação, sociedade controlada ou submetida a controle comum, sociedade de propósito específico, ou, ainda, que contrate terceiro independente para exercer tais atividades (separação estrutural). Para as entidades que optarem pelo modelo de separação funcional, a Instrução determina que a bolsa tenha um Conselho de Autorregulação, um Diretor de Departamento de Autorregulação e um Departamento de Autorregulação, aos quais deve ser atribuída autonomia funcional e orçamentária em relação aos órgãos de administração da bolsa.⁴⁵¹

Em execução à Instrução, a B3 constituiu a BSM Supervisão de Mercados, associação autônoma com o objetivo específico de exercer as funções fiscalizatórias e sancionadoras a ela atribuídas pela Lei Federal nº 6.385/1976 e pela Instrução CVM nº 461/2007. A competência autorreguladora da BSM abrange a fiscalização do cumprimento tanto das normas editadas pela própria B3, como também das regras legais e regulamentares às quais se sujeitem os participantes do mercado.⁴⁵²

Tal atribuição fundamenta-se nas normas regulamentares da CVM (art. 43 da Instrução CVM nº 461/2007), e igualmente na lei do mercado de capitais, que estabelece que as bolsas devem atuar como “órgãos auxiliares da CVM”, o que pressupõe a competência para fiscalizar todas as normas abrangidas na competência da autarquia (art. 17, § 1º, Lei Federal nº 6.385/1976).⁴⁵³

Esclarece-se que o sistema da Lei Federal nº 6.385/1976 não implica delegação ou usurpação de competência legalmente atribuída à CVM, mas atuação das bolsas – e consequentemente, da BSM – como “órgão auxiliar” da autarquia. Portanto, os poderes de autorregulação atribuídos à BSM pela Lei Federal nº 6.385/1976 e pela Instrução CVM nº 461/2007 não excluem a competência da própria autarquia para também fiscalizar e sancionar as normas legais e regulamentares que disciplinam o mercado de capitais.⁴⁵⁴

Ainda dentro da função autorreguladora da bolsa, a BSM desempenha atividades de auditoria de todos os participantes que atuam nos mercados administrados pela B3; o monitoramento das ofertas e negócios realizados no mercado da bolsa para identificar indícios de irregularidades; a análise e julgamento das reclamações dirigidas ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP); e a adoção de medidas de orientação, persuasão ou

⁴⁵¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 310.

⁴⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 310.

⁴⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 310-311.

⁴⁵⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 311.

disciplinares nos casos de infração às normas, tais como a carta de recomendação, a carta de censura ou o processo administrativo disciplinar.⁴⁵⁵

Desde a edição da Resolução CMN nº 39/1966, as bolsas sempre foram obrigadas a manter um fundo de garantia para assegurar aos investidores a devolução ou a reposição de dinheiro ou de títulos perdidos em decorrência da atuação de administradores, empregados ou prepostos das sociedades membros em relação à intermediação das operações realizadas em seus pregões e aos serviços de custódia.⁴⁵⁶

A Instrução CVM nº 461/2007, em seu art. 77, passou a exigir que as bolsas mantenham um mecanismo de ressarcimento de prejuízos causados aos investidores pela atuação das pessoas autorizadas a operar em seus mercados. O MRP atualmente adotado pela B3 constitui uma modalidade de “seguro de responsabilidade civil”, ou seja, caracteriza-se como uma técnica de indenizar o risco decorrente da atuação das sociedades corretoras na intermediação de negociações realizadas em Bolsa e na prestação de serviços de custódia de títulos e valores mobiliários. O ressarcimento efetuado pelo MRP visa, basicamente, a cobrir a responsabilidade civil da corretora, motivo pelo qual diz-se que ele possui uma responsabilidade reflexa da sociedade corretora.⁴⁵⁷

Normalmente, o sujeito passivo de uma obrigação é também a pessoa que está obrigada a satisfazê-la. No entanto, o ordenamento jurídico pode atribuir a outrem a responsabilidade pelo adimplemento da obrigação. Surge, então, a figura do “sujeito passivo indireto”, que é aquele que, sem ter relação direta com o fato gerador da obrigação, está, por força de dispositivo legal, obrigado a cumpri-la.⁴⁵⁸

É isto o que ocorre nas hipóteses legalmente previstas de ressarcimento pelo MRP, visto que o dano é provocado pela corretora, mas o MRP, na condição de responsável por substituição, tem a obrigação de ressarcir os prejuízos causados pela corretora faltosa.⁴⁵⁹

A responsabilidade reflexa do MRP encontra-se limitada, evidentemente, às hipóteses legalmente previstas. Ou seja, o MRP não cobre todo e qualquer dano causado pela corretora ou por seus prepostos aos investidores, mas unicamente aqueles decorrentes das hipóteses previstas na regulamentação em vigor. Como a responsabilidade direta por substituição constitui exceção ao princípio de que o sujeito passivo de uma obrigação é a pessoa

⁴⁵⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 311-312.

⁴⁵⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 327.

⁴⁵⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 327-328.

⁴⁵⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 328.

⁴⁵⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 328.

que deverá satisfazê-la, somente dela pode cogitar-se quando houver previsão legal expressa, tal como estabelece o art. 77 da Instrução CVM nº 461/2007.⁴⁶⁰

Portanto, caso uma sociedade corretora cause prejuízos a determinado investidor em razão dos serviços de intermediação de operações em bolsa ou de custódia de valores mobiliários por ela prestados, o investidor lesado poderá pleitear o correspondente ressarcimento perante MRP, independentemente de qualquer medida judicial ou extrajudicial contra a sociedade corretora ou a própria Bolsa de Valores.⁴⁶¹

Ressalta-se que, após o ressarcimento do investidor pelo MRP, a corretora responsável pelo dano fica obrigada a repor o patrimônio do mecanismo pela quantia paga aos clientes lesados. O MRP, atualmente, fixa o limite de R\$ 120 mil⁴⁶² para a indenização de cada reclamante. Isto significa que, se o prejuízo sofrido pelo investidor for superior a tal montante, a diferença dos valores somente poderá ser cobrada da corretora responsável pelo evento lesivo.⁴⁶³

Com vistas a aperfeiçoar o sistema autorregulatório, a partir de dezembro de 2000, a B3 implantou o denominado Novo Mercado e dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2. Em 2005, foi implantado o Bovespa Mais e, em 2014, o Bovespa Mais Nível 2. Todos constituem segmentos especiais de listagem que revelam o comprometimento das companhias que a eles voluntariamente aderem em adotar melhores práticas de governança corporativa, a partir da implementação em suas estruturas societárias de regras mais rígidas do que aquelas previstas na legislação brasileira.⁴⁶⁴

Com isso, pretendeu a B3 conferir ao mercado ambientes de negociação que atraíssem o interesse dos investidores e que, paralelamente, valorizassem as companhias neles listadas. Com efeito, vem sendo reconhecido que a migração das empresas para os referidos segmentos de listagem tem impacto sobre a valoração das ações, aumenta o volume de negociação e a liquidez.⁴⁶⁵

O principal resultado da implementação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Listagem é tornar as ações emitidas pelas companhias as quais aderiram mais

⁴⁶⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 328-329.

⁴⁶¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 329.

⁴⁶² BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Ressarcimento de prejuízos: como funciona.** Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/como-funciona>.

⁴⁶³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 329-330.

⁴⁶⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 347.

⁴⁶⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 347-348.

atrativas para os investidores, visto que a transposição para um patamar superior de governança amplia o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade das informações fornecidas pelas empresas. Os reflexos pretendidos seriam a menor volatilidade das ações e retornos acima da média do mercado.⁴⁶⁶

A adesão ao Novo Mercado e aos Níveis 1 e 2 ocorre mediante a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a própria B3. As partes contratantes assumem a obrigação de dar cumprimento ao Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser observados pelas companhias ali listadas.⁴⁶⁷

Apesar da regulação do mercado de capitais, capitaneada pelo Estado e, da autorregulação, operacionalizada pelos agentes privados participantes, Wellisch apresenta a seguinte crítica:

Contudo, a análise da evolução dos mercados – cada vez mais integrados e interligados, e nos quais a tradicional distinção entre mercado bancário e mercado de valores mobiliários se torna cada vez mais turva – indica que o modelo de regulação baseado quase integralmente no ideal do *full disclosure* não se revela mais adequado à complexidade atual do mercado.⁴⁶⁸

Atualmente, parece claro que um sistema de regulação efetivo não pode significar o simples fornecimento de mais e mais informações, notadamente em um mundo no qual complexas operações financeiras estruturadas, envolvendo diversas espécies de derivativos e securitização de créditos, estão na ordem do dia.⁴⁶⁹

Diante disso, o modelo fundamental de regulação do mercado de valores mobiliários, apesar de sua importância, parece não ser mais suficiente para, sozinho, conferir adequada proteção do público investidor, tampouco para proporcionar a existência de um mercado mais seguro e confiável. No atual nível de desenvolvimento financeiro e tecnológico e de imbricação dos mercados, não parece ter mais cabimento o mero recurso à fórmula de regulação pelo simples *disclosure* que, na década de 1930, aparecia como solução libertadora.⁴⁷⁰

Mesmo diante das críticas, Wellisch esclarece que não defende o retorno à regulação pelo mérito do investimento, atribuindo ao Estado o poder de decidir, pelo investidor, sobre a qualidade do investimento, nos moldes das *Blue Sky Laws*. Embora talvez seja

⁴⁶⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 348.

⁴⁶⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 348.

⁴⁶⁸ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 22.

⁴⁶⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 22.

⁴⁷⁰ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 23.

necessária alguma intervenção estatal de cunho mais meritório, vislumbra-se que o modelo de *full disclosure* continua sendo a pedra angular da regulação do mercado de valores mobiliários. A questão apresentada por Wellisch então, é a avaliação de outras medidas que deveriam ser conjugadas a esse modelo⁴⁷¹, para proporcionar um sistema com maior isonomia e melhor qualidade informacional.

A preocupação com a proteção ao investidor no mercado de capitais também é abordada por Cordeiro⁴⁷²:

Não é benéfico, quer do ponto de vista sistemático, quer do ponto de vista prático, resumir ou centrar a dimensão funcional do DVM [Direito de Valores Mobiliários] no mercado, secundarizando a proteção devida aos investidores. Para além das observações já proferidas, importa refletir que o enfoque no conceito impreciso e abstrato de “mercado” promove a despersonalização do Direito, com todas as consequências gravosas que lhe estão associadas. Os mercados que acautelem a posição jurídica dos investidores são, naturalmente, mercados eficientes, com grande liquidez, com sociedades bem geridas e equilibradas – do ponto de vista dos diversos interesses em questão.

No tópico seguinte, será abordado as consequências de falhas no dever de informação e desrespeito à boa-fé objetiva no mercado de capitais, a partir da análise dos eventos ocorridos na companhia Instituto de Resseguros do Brasil.

4.2 O Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) e a violação do dever de informação

Antes adentrar no tema da violação do dever de informação ocorrido no Instituto de Resseguros do Brasil, vale a lição sobre a forma de negociação das companhias abertas em Bolsa de Valores.

As companhias abertas são negociadas nas Bolsas de Valores por meio de 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, na figura de acionista. Corresponde aos direitos e às obrigações que o acionista passa a representar, na qualidade de sócio da companhia, em razão de sua atuação no capital social.⁴⁷³

A ação confere ao seu titular, o acionista, direitos que podem ser classificados em essenciais ou modificáveis. Os direitos essenciais dos acionistas, dispostos no art. 109 da

⁴⁷¹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 23.

⁴⁷² CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *op. cit.* p. 95.

⁴⁷³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 97.

LSA⁴⁷⁴, que não podem ser invalidados ou derogados pelo estatuto social e muito menos por deliberação da maioria reunida em assembleia geral, salvo quando a própria lei admite essa possibilidade, como acontece, por exemplo, com o direito de voto, são os seguintes: direito de participar dos lucros sociais; direito de participar do acervo social, no caso de liquidação; direito de fiscalização, na forma da lei; direito de preferência para subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia; e direito de recesso, nos casos previstos em lei. O rol desses direitos funciona, na prática, como uma ferramenta de limitação imposta aos poderes dos controladores. Os direitos modificáveis são aqueles que não estão expressamente enumerados no art. 109 da LSA e que o estatuto ou a lei permitam a sua restrição ou até mesmo sua supressão.⁴⁷⁵

Os direitos conferidos aos sócios por conta da titularidade das ações são divididos em patrimoniais ou políticos, de acordo com a contrapartida econômico-patrimonial direta ou indireta fruída pelos acionistas. Os direitos ao dividendo, à quota de liquidação, de preferência em aumento de capital e à livre transmissibilidade das ações são exemplos de direitos patrimoniais, enquanto que os de participar das assembleias gerais, de voto, de informação, de ação judicial, de legitimidade para impugnar assembleias e os de minoria são considerados direitos políticos.⁴⁷⁶

Os direitos atribuídos aos acionistas em razão da propriedade das ações podem, ainda, ser classificados como gerais ou especiais, sendo os primeiros atribuídos a todos os sócios indistintamente; os segundos, a uma categoria de acionistas, cujas ações possuam características diversas das demais.⁴⁷⁷

Na sociedade anônima, a regra é a da livre circulação das ações, o que significa que o titular de uma ação pode transferi-la livremente⁴⁷⁸ a quem lhe convier e quando o desejar. Nas companhias abertas, esse princípio é absoluto, sendo suas ações livremente negociáveis no mercado de valores mobiliários, ou seja, em Bolsas de Valores e no mercado de balcão, conforme o disposto no art. 4º da LSA e art. 22 da Lei Federal nº 6.385/1976. Assim, qualquer disposição estatutária que imponha restrições à livre circulação das ações de uma companhia aberta é considerada nula.⁴⁷⁹

⁴⁷⁴ 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/l6404consol.htm.

⁴⁷⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 98.

⁴⁷⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 99.

⁴⁷⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 99.

⁴⁷⁸ Exceção à livre transferência da ação consta no § 7º do art. 17 da LSA, no caso da ação preferencial de classe especial das companhias objeto de desestatização. Esse tipo de ação é denominada de *golden share*, sendo de propriedade exclusiva do ente desestatizante. BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. *op. cit.*

⁴⁷⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 106.

Sobre o funcionamento das Bolsas de Valores, importante compreender que as operações podem ser efetuadas à vista ou a prazo. O mercado a prazo compreende, por sua vez, três diferentes tipos de mercado: o mercado a termo, o mercado futuro e o mercado de opções, descritos a seguir.⁴⁸⁰

No mercado à vista são pactuadas operações financeiras com ativos, títulos e valores mobiliários que são adimplidas à vista, ou seja, logo após a realização do negócio. Pode-se dizer que a operação à vista é a compra e venda de, por exemplo, uma determinada quantidade de ações, na qual cabe ao comprador, após a concretização da operação, fazer o pagamento do preço, devendo o vendedor, em seguida, entregar os títulos que forem objeto da negociação.⁴⁸¹

Após executada uma operação de compra e venda de determinado título no mercado à vista da B3, procede-se com a liquidação de tal operação. O dia da liquidação dos títulos poderá variar de acordo com o ativo transacionado e com o mercado no qual ocorreu a negociação. Por exemplo, em uma operação de compra de ações realizada no mercado à vista da B3, a liquidação dar-se-á três dias após a realização do negócio.⁴⁸²

Em linhas gerais, no dia da liquidação da operação, o título é retirado da conta mantida junto à câmara de liquidação⁴⁸³ pelo vendedor e incluído na conta mantida pelo comprador. Ao mesmo tempo, o valor relativo ao preço pago por este título é debitado da conta do comprador e creditado na conta do vendedor. Este procedimento de troca dos títulos pelo valor pago é realizado automaticamente pela câmara, sem interferência dos participantes do negócio. Por esta razão, entende-se que as negociações em bolsa não possuem natureza contratual, já que o comprador e o vendedor não se relacionam diretamente, mas entre eles há a interposição do sistema de negociação de cada bolsa.⁴⁸⁴

Uma vez compreendido a forma de negociação das companhias abertas na Bolsa de Valores, apresenta-se o caso do Instituto de Resseguros do Brasil, em que se observa, nos atos de gestão da companhia, a violação da boa-fé objetiva e do dever de informação dos administradores da companhia com os investidores.

⁴⁸⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 316.

⁴⁸¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 316.

⁴⁸² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 316.

⁴⁸³ Na B3, há a Câmara de Compensação e Liquidação, denominada de Câmara B3, a qual realiza a aceitação, compensação, liquidação e administração de risco de contraparte das operações realizadas nos ambientes de negociação da B3. BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Regulamento da Câmara B3**. 08 nov. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/BD/35/0B/D0/F6FFC710BD0885C7AC094EA8/Regulamento%20da%20Camara%20B3_20211108.pdf.

⁴⁸⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 316-317.

O Instituto de Resseguros do Brasil (IRB) foi criado em 1939 com a missão de reter no país os riscos de empresas nacionais que antes eram transferidos para seguradoras do exterior. Em termos gerais, o resseguro é o seguro das seguradoras, pelo qual o ressegurador assume o compromisso de indenizar a seguradora por sinistros decorrentes de suas apólices.⁴⁸⁵

Em 1966, com a criação do Sistema Nacional de Seguros Privados⁴⁸⁶, o IRB passou a ser regulador do mercado de resseguro e foi transformado em sociedade de economia mista – IRB Brasil Resseguros S.A.. O IRB manteve seu monopólio até 2007, quando a legislação foi alterada, assumindo a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)⁴⁸⁷ a regulação e o IRB passa a ser um ressegurador local, reabrindo o mercado ressegurador. Em 1º de outubro de 2013 o IRB foi privatizado e, em 2017, concluiu a oferta pública de ações no Novo Mercado da B3, no nível máximo de governança.⁴⁸⁸

Após um ano como companhia aberta, as ações do IRB apresentaram a maior valorização em 2018, no IBrX⁴⁸⁹ e, além disso, assume a 8ª posição entre as 10 maiores resseguradoras do mundo, em valor de mercado.⁴⁹⁰ De acordo com dados da empresa de análise de investimentos Economatica, a resseguradora ganhou R\$ 31 bilhões em valor de mercado entre agosto de 2017 a janeiro de 2020, quando chegou a valer R\$ 40 bilhões na bolsa de valores – uma valorização de quase 350%.⁴⁹¹

O IRB possui mais de 80 anos de atuação, sendo considerado especialista no mercado, cuja tradição é fonte de confiança para todo o segmento de seguro e resseguro no país. As receitas do IRB advêm dos prêmios que a companhia retém, deduzido os custos de sinistros que ela precisa pagar para as suas apólices.⁴⁹²

⁴⁸⁵ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. Eventos noticiados sobre o IRB Brasil Resseguros S.A. e os efeitos no seu *valuation*. **RGO - Revista Gestão Organizacional**. v. 14, n. 13, p. 278-297, set./dez., 2021. p. 279.

⁴⁸⁶ O Sistema Nacional de Seguros Privados foi criado pelo Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966.

⁴⁸⁷ A Superintendência de Seguros Privados é órgão responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. Autarquia vinculada ao Ministério da Economia, foi criada pelo Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966. SUSEP. **Apresentação**. Disponível em: http://www.susep.gov.br/menu/a-susep/apresentacao?_ga=2.5273722.875865020.1637074817-1385878238.1637074817.

⁴⁸⁸ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 280.

⁴⁸⁹ Índice das 100 ações de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

⁴⁹⁰ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 280.

⁴⁹¹ DESIDÉRIO, Mariana. Após fraudes, IRB tem prejuízo de R\$ 1,5 bi; 2021 vai ser melhor?. **Exame**. 19 fev. 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/apos-fraudes-irb-tem-prejuizo-de-r-15-bi-2021-vai-ser-melhor/>.

⁴⁹² VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 281.

Em meio à preparação do IRB para divulgar seu resultado financeiro de 2019 ao mercado, um encadeamento de eventos noticiados pela companhia e por outros meios de comunicação, no período de fevereiro a maio de 2020, provocaram repercussão entre os investidores, ocasionando forte queda no valor das ações.⁴⁹³

Em novembro de 2019, a gestora Squadra Investimentos⁴⁹⁴ elaborou uma primeira análise sobre o IRB⁴⁹⁵, a qual foi enviada à SUSEP, à CVM e para a própria companhia. Por meio da análise técnica, a gestora Squadra concluiu que o IRB teve lucro, contudo muito menor do que o mercado acreditava ser.⁴⁹⁶

A partir da recorrência do questionamento sobre o resultado líquido, o risco de investimento nas ações do IRB aumentou significativamente, pois a companhia não prestou esclarecimentos suficientes que permitissem refutar os argumentos da Squadra. O IRB acusou a Squadra de aumentar a posição em um terço⁴⁹⁷, pouco antes da divulgação do relatório, o que, segundo reclamação apresentada à CVM, seria negociação atípica, configurando *insider trading*, pois quanto menor a cotação das ações do IRB, maior seria o lucro da gestora Squadra.⁴⁹⁸

Em 3 de fevereiro de 2020, a imprensa divulga que o IRB contratou renomados contadores, os quais emitiram pareceres constatando a ausência de irregularidades nas demonstrações financeiras da resseguradora.⁴⁹⁹ A Squadra decide publicar um novo documento, no qual responde ao comunicado do IRB e sustenta todos os ajustes indicados no balanço.⁵⁰⁰

Em 27 de fevereiro de 2020, entre notícias e teleconferências tratando sobre a renúncia do presidente do Conselho de Administração, e de suspeitas de fraudes contábeis, surge reportagem na imprensa de que Warren Buffet teria triplicado sua posição nas ações do

⁴⁹³ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 283.

⁴⁹⁴ A Squadra Investimentos – Gestão de Recursos Ltda. é uma empresa independente que atua no mercado de capitais, dedicada a investimento em ações e fundada em dezembro de 2007, conforme consta em seu *website* <http://www.squadrainvestimentos.com/empresa.asp/>.

⁴⁹⁵ Os relatórios de análise sobre a companhia IRB elaborados pela Squadra estão disponíveis para acesso ao público no *website* <http://www.squadrainvestimentos.com/cartas.asp>.

⁴⁹⁶ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 283.

⁴⁹⁷ A Squadra posicionou-se vendida (*short*) em relação às ações da IRB. Nessa operação realizada no mercado de capitais, aquele que aposta na queda das ações e o evento se concretiza, lucra com o acontecimento.

⁴⁹⁸ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 284.

⁴⁹⁹ SETTI, Rennan. Gigante de seguros cai até 16% na Bolsa após gestora carioca apostar contra suas ações. **O Globo Economia**. 03 fev. 2020. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/gigante-de-seguros-cai-ate-16-na-bolsa-apos-gestora-carioca-apostar-contra-suas-acoes-24227066>.

⁵⁰⁰ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 284.

IRB, provocando alta de quase 10% no fechamento do preço das ações. No dia seguinte, o IRB divulga comunicado sobre a renúncia do presidente do Conselho de Administração, sem explicar os motivos, ampliando a desconfiança no mercado.⁵⁰¹

Em 3 de março de 2020, o IRB divulga ter verificado a posição das ações em 27 de fevereiro, constatando que Buffet não deteria o capital mínimo de 5%, conforme anteriormente noticiado. Nesse mesmo dia, Buffet⁵⁰² se manifesta, relatando que não foi acionista do IRB e tampouco teria a intenção de ser. A desconfiança do mercado na companhia, somado aos comunicados do IRB e de Buffet resultaram numa forte queda de 41% no preço das ações nesse dia.⁵⁰³

Em 11 de maio de 2020, a SUSEP instaura fiscalização especial para apurar a insuficiência na composição dos ativos garantidores de provisões técnicas e, consequentemente, de sua liquidez regulatória, causando queda de quase 15% no valor das ações do IRB. Para a companhia, a decisão da SUSEP não afeta a administração regular dos seus negócios, alegando ser consequência, principalmente, da variação cambial nas provisões técnicas em moeda estrangeira, causada pelo cenário pandêmico do novo coronavírus.⁵⁰⁴

A despeito das influências macroeconômicas ocasionadas pela crise sanitária da covid-19 nas demonstrações financeiras, em 21 de maio de 2020, o diretor da controladoria do IRB foi demitido por justa causa devido a fraudes em contratos, ampliando a preocupação dos investidores. Nesse contexto de eventos, o preço da ação do IRB, que atingiu, em janeiro de 2020, o valor de R\$ 44,83, registrou ao final de maio de 2020 o valor de R\$ 8,30, abaixo do valor na oferta pública de ações – R\$ 27,24 em julho de 2017.⁵⁰⁵ Diante dos sucessivos eventos relatados, analisando a abertura do pregão em 18 de fevereiro de 2020 até 15 de maio de 2020, constata-se que o IRB perdeu mais de 81,5% do seu valor de mercado.⁵⁰⁶

⁵⁰¹ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 284.

⁵⁰² A holding americana Berkshire Hathaway Inc. de Warren Buffet divulgou nota que não possuía ações da IRB, nunca foi acionista da companhia e nem possuía a intenção de se tornar acionista, conforme noticiado em JANKAVSKI, André; MELO, Luísa. Buffet nega investimento e IRB enfrenta desconfiança do mercado. **CNN Brasil Business**. São Paulo. 04 março 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/buffett-nega-investimento-e-irb-enfrenta-desconfianca-do-mercado/>.

⁵⁰³ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 284.

⁵⁰⁴ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 284.

⁵⁰⁵ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 285.

⁵⁰⁶ VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. *op. cit.* p. 280.

Para ilustrar a significativa desvalorização da ação da IRB, apresenta-se o gráfico⁵⁰⁷ com a cotação da ação desde 1º de novembro de 2019 até 19 de novembro de 2021, comprovando a expressiva desvalorização ocorrida entre os meses de fevereiro e março de 2020:

Cotações e Gráficos

Home / Serviços aos Investidores / Cotações e Gráficos



Figura 2: Cotação e gráfico da ação IRBR3 de 1º de novembro de 2019 a 19 de novembro de 2021.

A CVM, em comunicado ao público⁵⁰⁸, informou que fora instaurado em 26 de maio de 2020 dois inquéritos administrativos⁵⁰⁹ contra o IRB, para a apuração de eventuais

⁵⁰⁷ IRB BRASIL RE. Relações com Investidores. **Cotações e Gráficos**. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/cotacoes-e-graficos/>.

⁵⁰⁸ No comunicado mais recente, divulgado em 31 de maio de 2021, a CVM informou a instauração de novos processos administrativos que apuram, especialmente, suspeitas de manipulação nas ações da IRB. Processo Administrativo CVM nº 19957.008600/2020-05; Processo Administrativo CVM nº 19957.001136/2021-07 e Processo Administrativo CVM nº 19957.003255/2021-96. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Informações relativas à companhia IRB-Brasil Resseguros S.A. 31 maio 2021. Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-s-a>.

⁵⁰⁹ Inquéritos administrativos IA CVM nº 19957.003611/2020-91 e IA CVM nº 19957.003612/2020-35.

irregularidades relacionadas na B3 envolvendo as ações ordinárias da companhia, no período de 1º de janeiro de 2020 a 31 de março de 2020.⁵¹⁰

Em investigações internas realizadas pela nova administração da companhia, o IRB divulgou em junho de 2020⁵¹¹ a ocorrência de irregularidades em pagamentos de supostos bônus a um ex-diretor e a outros colaboradores da companhia e suas controladoras, no valor de aproximadamente R\$ 60 milhões, fato que levou à companhia a instaurar processo criminal contra os ex-administradores, a fim de exigir o ressarcimento.⁵¹²

Em seguida, a resseguradora divulgou atualizações sobre as apurações internas, informando que as demonstrações financeiras de 2019 estavam incorretas em alguns aspectos e, por isso, procedeu-se com a substituição por novas edições. Foi realizada ainda a identificação do ex-diretor e dos demais funcionários envolvidos com as irregularidades.⁵¹³

Como medida para a reestruturação da companhia, houve a mudança da diretoria estatutária e a renovação quase que completa do Conselho de Administração. Reformulou-se o estatuto social, a fim de evitar novos casos de fraude e um novo canal de denúncias foi implementado, administrado por empresa independente.⁵¹⁴

Desta forma, observa-se no caso do IRB que os administradores da companhia violaram o dever de informação e, por consequência, a boa-fé objetiva com os acionistas e com o público investidor, uma vez que restou comprovado, mediante apurações internas realizadas pela própria companhia, irregularidades nas demonstrações financeiras. Ademais, no início dos eventos, com a divulgação dos relatórios e comunicados pela gestora Squadra, o IRB, de forma reiterada, persistiu na violação do dever de informação com o mercado de capitais, pois por comunicados à imprensa, o Conselho de Administração do IRB refutava as análises apontadas pela gestora Squadra.

⁵¹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM Comunica a instauração de inquéritos administrativos: Informações relativas à companhia IRB-Brasil Resseguros S.A.** 31 maio 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef>.

⁵¹¹ Em 26 de junho de 2020, o IRB divulgou fato relevante, informando acerca da conclusão da investigação independente realizada pela KPMG Assessores Ltda. e Felsberg Advogados, sobre a divulgação de informações inverídicas da base acionária da companhia. Houve a identificação dos responsáveis pela disseminação da falsa notícia de que a Berkshire Hathaway Inc. possuía participação na base acionária e a conclusão das apurações foram apresentadas ao Ministério Público Federal, à CVM e à SUSEP para a adoção das providências legais. CHENG, Diana. IRB conclui investigação sobre falsa participação de Buffet e detecta fraude de R\$ 60 milhões. **Money Times**. São Paulo. 26 junho 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/irb-conclui-investigacao-sobre-falsa-participacao-de-buffett-e-detecta-fraude-de-r-60-milhoes/>.

⁵¹² DESIDÉRIO, Mariana. *op. cit.*

⁵¹³ DESIDÉRIO, Mariana. *op. cit.*

⁵¹⁴ DESIDÉRIO, Mariana. *op. cit.*

Nesse cenário de lesão ao patrimônio dos investidores e à higidez do mercado de capitais, analisar-se-á no tópico seguinte os efeitos jurídicos e repercussões decorrentes da violação do dever de informação e da boa-fé objetiva no caso do IRB.

4.3 Efeitos jurídicos e repercussões aos investidores do IRB em decorrência da violação do dever de informação e da boa-fé objetiva

Para adentrar na análise das consequências jurídicas decorrentes de falhas e inobservâncias do dever de informação das companhias de capital aberto, importante o estudo prévio sobre a forma de controle e administração destas companhias.

Eizirik *et al.* verificam a adoção, por companhias abertas, do modelo denominado de “controle pulverizado”⁵¹⁵, semelhante ao chamado “controle gerencial”, no qual não se identifica a figura do acionista controlador.⁵¹⁶

No modelo de controle pulverizado, nos moldes das *public corporations*⁵¹⁷ norte-americanas, a direção efetiva dos negócios sociais é realizada por administradores profissionais, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, sem que exista um bloco de ações que assegure o poder de controle.⁵¹⁸

Para tanto, a companhia emite apenas ações com direito de voto, podendo ainda restringir, por estatuto, um número máximo de votos de cada acionista, ou grupo de acionistas, nas deliberações da Assembleia Geral⁵¹⁹ independentemente da participação acionária por eles detida, o que é permitido pelo art. 110, §1º, da LSA. Assim, mesmo que determinado acionista possua participação acionária em vinte por cento, por exemplo, não poderá votar com mais de cinco por cento do capital social, diante de prévia delimitação estatutária.⁵²⁰

A conjugação da elevada dispersão acionária⁵²¹ com a introdução de normas estatutárias destinadas a evitar o surgimento de uma nova maioria política permanente na

⁵¹⁵ Eizirik *et al.* explicam que a expressão “controle pulverizado” pode ser considerada equivocada e contraditória, uma vez que o controle acionário se configura pelo fato de estar concentrado em nome de pessoa, família ou grupo; porém, estando consagrada pelo uso, utiliza-se a expressão. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 518-519.

⁵¹⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 518-519.

⁵¹⁷ Nos Estados Unidos da América, as companhias de capital aberto são denominadas de *public corporations*.

⁵¹⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 519.

⁵¹⁹ A restrição no número máximo de votos pode estar prevista no estatuto, por exemplo, em cinco por cento do capital social.

⁵²⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 519.

⁵²¹ Costa leciona que a dispersão acionária das companhias propicia uma evolução nos níveis de separação entre controle e propriedade, com o surgimento de diferentes tipos de controle social. O sistema de capital disperso é comumente presente em mercado de capitais fortes e diversificados, com padrões de divulgação de informações

companhia possibilita, assim, que a direção efetiva dos negócios sociais seja realizada pelos administradores profissionais, membros do Conselho de Administração e da Diretoria, no exercício de suas funções legais e estatutárias, bloqueando a construção de um bloco de ações que assegure o poder de controle.⁵²²

Como não existe, nas companhias com controle pulverizado, a figura do acionista controlador, não são aplicáveis os dispositivos legais da LSA que tratam da responsabilidade do acionista controlador (art. 116, parágrafo único, e art. 117). Também não se aplicam as normas da LSA, que tratam da alienação do controle acionário (art. 254-A), bem como do procedimento de votação em separado para eleição de membros do Conselho de Administração (art. 141, § 4º).⁵²³

O fato de não se aplicarem as disposições referentes à responsabilidade dos controladores não significa que os acionistas e demais grupos⁵²⁴ que possam ser atingidos pelos atos praticados pela companhia fiquem sem qualquer proteção frente a abusos praticados pela sociedade sob controle gerencial. Nestas hipóteses, a responsabilidade civil e administrativa deverá recair sobre os administradores que conduzem as atividades sociais, com fundamento nos artigos 153 a 159 da LSA, os quais lhes impõem um conjunto de deveres mais rigorosos do que aquele instituído pelos artigos 116 e 117 em relação ao acionista controlador.⁵²⁵

Antes de proceder à análise dos deveres e responsabilidades dos administradores de sociedades anônimas abertas, destacam-se alguns princípios que norteiam a matéria e que servem como critérios para a interpretação de questões relacionadas ao assunto.⁵²⁶

A primeira observação a ser destacada é a presença de relevante interesse público na atuação da companhia aberta, em decorrência da captação da poupança popular por ela realizada. Assim, as companhias abertas são em grande parte disciplinadas por normas de ordem pública, inderrogáveis pela vontade dos acionistas, por serem destinadas à proteção dos investidores.⁵²⁷

rigorosos, ampla transparência e maior quantidade de regras para proteção dos investidores. Por outro lado, o sistema de capital concentrado é característico de mercado com modelos de governança corporativa, em geral, menos desenvolvidos. COSTA, Luciana Pereira. *op. cit.* p. 467-468.

⁵²² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 520-521.

⁵²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 521.

⁵²⁴ Esses grupos que possam ser atingidos por atos praticados pela companhia são denominados, no mercado de capitais, de *stakeholders*. A exemplo, além dos acionistas, incluem-se os investidores, proprietários, empregados, fornecedores, sindicatos, clientes, governos e concorrentes. PATEL, Neil. *Stakeholders: O que são, exemplos, importância e tipos*. **Neil Patel**. Disponível em: <https://neilpatel.com/br/blog/stakeholders-o-que-sao/>.

⁵²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 521.

⁵²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 545.

⁵²⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 545.

Em consequência, os interesses em causa na companhia aberta não se vinculam estritamente aos acionistas. Justifica-se, portanto, a existência de normas específicas quanto aos deveres e responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas, bem como um sistema de fiscalização permanentemente exercido pela CVM, particularmente no que toca à divulgação de informações sobre tais companhias como forma de atender ao princípio do *disclosure*.⁵²⁸

Segundo aspecto importante reside na verificação da natureza da relação estabelecida entre os administradores da companhia com a própria sociedade empresária, uma vez que a natureza deste vínculo condiciona a determinação dos deveres a que os administradores estão submetidos e, consequentemente, o regime de responsabilidade que lhes é aplicável.⁵²⁹

Eizirik *et al.* explicam que, durante muito tempo, prevaleceu no Direito Societário a visão contratualista desta relação, sendo o administrador considerado ora prestador de serviços, ora representante legal ou mesmo mandatário da sociedade. Contudo, por se revelarem inadequadas para caracterizar a natureza da relação existente entre os administradores e a sociedade, as correntes contratualistas foram cedendo espaço à teoria organicista, amplamente consolidada no Direito Público. Com base nessa teoria, o Direito Societário desenvolveu a ideia de que os administradores constituem elementos integrantes da própria sociedade ou meios de exteriorização ou de acesso do ente moral à capacidade jurídica.⁵³⁰

Dessa forma, os administradores não atuam em nome da sociedade, mas, enquanto titulares dos órgãos de administração, simplesmente, “corporificam” a própria sociedade ou “presentam” a companhia. Em outras palavras, ao agir por intermédio de seus administradores, é a própria sociedade quem manifesta sua vontade e pratica o ato jurídico.⁵³¹

Não obstante sejam nomeados pela Assembleia Geral ou, se existir, pelo Conselho de Administração, não se estabelece entre os administradores e a companhia uma relação contratual. Na realidade, a nomeação dos administradores consiste em um ato jurídico unilateral por meio do qual lhes é atribuída a qualidade de órgãos da sociedade. Embora a eficácia de tal ato esteja condicionada à aceitação dos nomeados, nem por isso surge entre eles e a sociedade uma vinculação contratual.⁵³²

⁵²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 545.

⁵²⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 545.

⁵³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 545-546.

⁵³¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 546.

⁵³² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 547.

A inexistência de relação contratual dos administradores com a companhia é defendida por Gomes:

Está evidentemente superada a teoria que qualifica esse vínculo como uma relação jurídica informada pelo contrato de mandato. Prevalece atualmente o entendimento de que é uma relação sobre a base da representação orgânica [...]. A condição de administrador decorre, não de um contrato com a sociedade, mas de um ato jurídico unilateral, por via do qual se lhe atribui, com os respectivos poderes, a qualidade de órgão da pessoa jurídica. Conquanto esse ato unilateral, denominado nomeação, tenha a sua eficácia condicionada à aceitação do nomeado, nem por isso se torna contratual, porquanto ela é simples condição de eficácia.⁵³³

Assim, as sociedades anônimas manifestam-se mediante a atuação de seus órgãos, cabendo ao Conselho de Administração e/ou à Diretoria, por intermédio das pessoas físicas dos conselheiros e diretores a função de conduzir os negócios sociais e representar a sociedade.⁵³⁴ As obrigações e os deveres dos administradores não decorrem de contrato, mas basicamente da lei. Isto significa que o descumprimento dos deveres por parte dos administradores não importa em inadimplemento contratual, constituindo, portanto, delitos *ex lege*.⁵³⁵

Terceiro ponto a ser destacado refere-se à crescente complexidade das empresas, que impõe um modelo de gestão cada vez mais especializado e compartimentalizado. É bastante frequente a adoção pelas sociedades da administração descentralizada, segmentada em diferentes níveis organizacionais, cada qual responsável por exercer uma função específica dentro das companhias. Disto decorre que a responsabilidade dos administradores não pode ser analisada em abstrato, mas concretamente, tendo em vista suas efetivas atribuições na gestão e condução dos negócios sociais – motivo pelo qual, Eizirik *et al.* lecionam que a doutrina vem enfatizando que uma construção jurídica harmoniosa supõe, necessariamente, que a responsabilidade seja a projeção de uma definição prévia das funções dos administradores.⁵³⁶

Explanado os princípios norteadores, entende-se que o requisito basilar para a análise da responsabilidade civil dos administradores é o fato de que, no sistema do Direito Societário brasileiro, estes não são considerados mandatários, e sim órgãos da sociedade. Do fato de que os administradores devem ser considerados órgãos da sociedade, decorrem consequências substanciais: (i) na qualidade de órgãos das sociedades, os administradores têm suas atribuições derivadas da lei, estando, desta forma, investidos de poderes legais; (ii) a

⁵³³ GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 8, p. 11-16, 1972, p. 11.

⁵³⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 547.

⁵³⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 547.

⁵³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 547-548.

responsabilidade dos administradores não decorre de inadimplemento ou de infração contratual, uma vez que é aquiliana, delitual ou *ex lege*; e (iii) a responsabilidade de sociedades anônimas advém da prática de ato ilícito, isto é, o administrador será responsabilizado quando violar um dever legal ou descumprir obrigações preexistentes.⁵³⁷

Em princípio, os administradores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações assumidas pela companhia por ato regular de gestão, nos termos do art. 158, *caput*, primeira parte da LSA.⁵³⁸ Ou seja, a regra sobre a matéria é a da irresponsabilidade privativa do administrador pelas obrigações contraídas em nome da sociedade em virtude de atos regulares de gestão.⁵³⁹

Como prevê o art. 158, inc. I, da LSA, o administrador é civilmente responsável pelos prejuízos que causar quando, embora procedendo dentro de suas atribuições ou poderes, atua com culpa ou dolo. E, pelo exposto no art. 154 da LSA, cabem aos administradores atuação visando atingir os fins e os interesses sociais, de forma a considerar também as necessidades intrínsecas ao bem público e à função social da empresa.⁵⁴⁰

A alusão na LSA à culpa ou dolo corresponde apenas à culpa civil, para cuja caracterização é feita remissão aos princípios de direito privado que disciplinam a matéria. Em sede de responsabilidade civil, Eizirik *et al.* explicam que a expressão “culpa” deve ser entendida em sentido *lato*, correspondendo a “toda a violação de um dever jurídico”. Dessa forma, a “culpa” abrange não apenas as condutas evitadas de negligência, imprudência ou imperícia (culpa *strictu sensu*), mas também os atos dolosos, isto é, aqueles praticados com intenção de causar dano, quando se verifica uma violação deliberada, consciente e intencional do dever jurídico ou aqueles realizados sem a preocupação que o dano, efetivamente, venha a ocorrer.⁵⁴¹

O inc. II, do art. 158, da LSA estabelece a responsabilidade civil do administrador quando ele procede com violação da lei ou do estatuto. Nesse caso, ocorre a inversão do ônus da prova, visto que a culpa é presumida. Tal presunção, portanto, não é absoluta, sendo admissível prova em contrário. Caberá ao administrador provar que, embora tenha violado a lei ou o estatuto, agiu sem culpa ou dolo.⁵⁴²

⁵³⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 633.

⁵³⁸ Lei nº 6.404/1976, Art. 158, *caput*, *in verbis*: “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:”.

⁵³⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 634.

⁵⁴⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 639-640.

⁵⁴¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 641.

⁵⁴² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 643.

Pode acontecer, por exemplo, que o administrador tenha procedido de forma contrária à lei ou ao estatuto por ter considerado como única alternativa viável para favorecer a companhia diante de uma situação de impasse. Em tal circunstância, caberia a ele demonstrar que, apesar de ter agido voluntariamente, não foi negligente nem imprudente, muito menos teve a intenção de causar prejuízos.⁵⁴³

Exemplificando, menciona-se a hipótese em que o administrador tem que optar entre divulgar informações ou manter sigilo sobre operações societárias que ainda estão em curso. Nos termos do § 4º, do art. 157, da LSA, é dever dos administradores comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e divulgar pela imprensa qualquer fato relevante deflagrado nos negócios da companhia, o qual seja capaz de influenciar substancialmente na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários de sua emissão.⁵⁴⁴

O dever de *disclosure*, embora constitua elemento essencial no modelo de regulação do mercado de capitais, não é um princípio absoluto, que não comporte eventuais exceções. Assim, em determinadas circunstâncias, o administrador da companhia aberta, ambivalente entre o cumprimento do dever de informar e o de guardar sigilo, por estar envolvido um interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º, da LSA), pode validamente optar pela segunda alternativa.⁵⁴⁵

Outro exemplo, apresentado por Eizirik *et al.*, seria a hipótese de o administrador, diante da obscuridade do texto do estatuto ou da lei, agir de acordo com uma das interpretações possíveis, conforme os posicionamentos doutrinários ou consulta a especialista na matéria. Nesta situação, o administrador terá atuado de boa-fé e, portanto, estará isento de responsabilidade.⁵⁴⁶

Na realidade, ao invés da distinção radical entre responsabilidade objetiva e subjetiva, a evolução do Direito, na matéria, inclina-se no sentido da aceitação de situações intermediárias, nas quais avultam os mecanismos das presunções e das provas em contrário. Assim, presume-se a culpa do administrador que viola a lei ou o estatuto, admitindo-se certas escusas de sua parte, cabendo-lhe, porém, provar a ausência de responsabilidade.⁵⁴⁷

No caso do IRB, os administradores da companhia praticaram atos que violaram a lei e o estatuto societário, diante da prática de fraudes nos demonstrativos financeiros da

⁵⁴³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 643-644.

⁵⁴⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 644.

⁵⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 644.

⁵⁴⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 644.

⁵⁴⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 644.

empresa, os quais eram divulgados ao público investidor, causando lesão aos acionistas e ao salutar funcionamento do mercado de capitais. Pelos atos praticados, verifica-se a possibilidade de aplicação aos administradores do IRB da responsabilização civil prevista no art. 158 da LSA.

Outra questão que merece ser abordada diz respeito à responsabilidade da sociedade anônima pelos atos de seus administradores que causam prejuízos a terceiros ou aos acionistas e, tal análise, é de fundamental importância, visto que, em regra, os dirigentes, pessoas físicas, não podem suportar os ônus financeiros decorrentes de sua responsabilidade civil, tornando-a, assim, inócua.⁵⁴⁸

Tratando-se de ato do administrador com violação da lei ou do estatuto, previsto no inc. II, do art. 158, da LSA, Eizirk *et al.* explicam que há alguma discussão sobre a responsabilidade da companhia. Na hipótese de violação da lei ou do estatuto, a sociedade, a princípio, não pode ser responsabilizada pelos danos decorrentes de atos ilegais praticados pelos administradores, pois estes, ao perpetrarem as condutas ilícitas, não agem como órgãos da companhia.⁵⁴⁹

Como o direito tende a proteger o terceiro de boa-fé, notadamente diante de situações aparentes, este entendimento não pode ser aplicado com absoluto rigor, no caso de atos *ultra vires*. Tome-se, por exemplo, um caso de violação do estatuto em que o administrador, excedendo seus poderes, realiza determinado ato sem estar para tanto autorizado. Nesta hipótese, o administrador estará praticando ato *ultra vires societatis*⁵⁵⁰, extrapolando sua competência em relação ao objeto social.⁵⁵¹

A princípio, seria possível afirmar que aos terceiros não caberia alegar a ignorância de tal fato, dado o regime de publicidade das sociedades anônimas, fundamentado no arquivamento de seus atos constitutivos e posteriores alterações no Registro do Comércio, que gera a presunção de que os contratantes conhecem, precisamente, a extensão de poderes dos responsáveis pela gestão e representação da companhia.⁵⁵²

⁵⁴⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 645.

⁵⁴⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 645.

⁵⁵⁰ No ato *ultra vires*, este é completamente alheio ao objeto da sociedade, não se concebendo que terceiros acreditem que se trata de ato da sociedade. Por não se tratar de um ato que, a princípio, seja imputado à sociedade, deve responder exclusivamente o administrador que o praticou. A aplicação desta teoria é extremamente difícil, por causar prejuízos ao tráfico jurídico e à própria sociedade, razão pela qual é repelida em diversos ordenamentos jurídicos. O Código Civil de 2002 acolheu a teoria dos atos *ultra vires*, afirmando que a sociedade não se vincula se os atos foram evidentemente estranhos ao objeto social. TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos *ultra vires* e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, [S. l.], v. 7, n. 01, p. 221-241, 2015. Disponível em: <https://periodicos.ufv.br/revistadir/article/view/1678>. p. 229-231.

⁵⁵¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 646.

⁵⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 646.

Contudo, verificou-se na prática, que, em determinadas situações, a atribuição de responsabilidade exclusivamente ao administrador que excedeu seus poderes poderia inviabilizar a obtenção de indenização, caso seu patrimônio pessoal fosse insuficiente para ressarcir os prejuízos sofridos. Estaria, dessa forma, comprometido o ideal de justiça, segundo o qual os danos causados a outrem devem ser reparados.⁵⁵³

A partir desta constatação, Eizirk *et al.* lecionam que a jurisprudência, apoiada na doutrina e com fundamento na Teoria da Aparência, foi aos poucos admitindo a possibilidade de a companhia vir a ser responsabilizada por atos *ultra vires* praticados por seus administradores. Assim, os Tribunais passaram a decidir no sentido de assegurar proteção a terceiros de boa-fé; a companhia responde, portanto, pelos danos causados, tendo, contudo, direito à ação regressiva contra o administrador que atuou com excesso de poderes.⁵⁵⁴

Embora a tendência dos tribunais brasileiros seja manifestamente pela responsabilização da companhia pelos atos *ultra vires* de seus administradores, a sociedade pode se eximir de tal encargo se provar que o terceiro contratante tinha conhecimento dos atos constitutivos da sociedade ou que, em razão de sua atividade profissional, jamais teria firmado contrato semelhante sem o prévio exame do estatuto. Na realidade, a atribuição de responsabilidade pelos atos *ultra vires* à sociedade ou seu administrador dependerá do exame, no caso concreto, das circunstâncias que envolvem o negócio jurídico celebrado e das características dos contratantes.⁵⁵⁵

Ainda sobre a responsabilização da companhia, Vaz defende que a teoria *ultra vires societatis* teve sua aplicação extinta com o advento da Lei Federal nº 14.195/2021⁵⁵⁶. A teoria tinha como fundamento a disposição prevista no parágrafo único⁵⁵⁷ do art. 1.015⁵⁵⁸ do Código Civil, o qual foi revogado com a promulgação da Lei Federal nº 14.195/2021. Vaz esclarece que a aplicação da teoria não foi consagrada para as sociedades anônimas, apesar da LSA prever o detalhamento do objeto social. A LSA, segundo Vaz, limitou-se em responsabilizar os

⁵⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 646.

⁵⁵⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 647.

⁵⁵⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 647.

⁵⁵⁶ BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas [...]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm.

⁵⁵⁷ Código Civil, parágrafo único do art. 1.015, *in verbis*: “O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses: I - se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade; II - provando-se que era conhecida do terceiro; III - tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade. (Revogado pela Lei nº 14.195, de 2021).”.

⁵⁵⁸ Código Civil, art. 1.015, *in verbis*: “No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.”.

administradores das sociedades anônimas pelos atos praticados que violem a lei ou o estatuto e, coube à jurisprudência admitir a oponibilidade de atos *ultra vires* em relação às sociedades anônimas. A autora explica ainda que a não adoção da teoria *ultra vires societatis* relaciona-se diretamente com o dever de probidade e respeito à boa-fé objetiva, objetivando resguardar principalmente os terceiros de boa-fé que contratam com a sociedade empresária.⁵⁵⁹

Sobre a responsabilização, Mota leciona que atribuição de responsabilidade civil à companhia apresenta alguns problemas identificados pela doutrina, dentre os quais se pode destacar que (i) a indenização será arcada, em última instância, pelos próprios investidores que se pretende defender; (ii) a indenização poderá prejudicar credores da companhia; (iii) os danos causados têm por contrapartida ganhos recebidos por terceiros nas negociações com ações, e não um ganho da companhia; e (iv) não haverá efetivamente perdas diante da diversificação de carteiras.⁵⁶⁰

Atribuir a responsabilidade pela indenização aos administradores soluciona os problemas específicos do pagamento pela companhia, mas neste caso, a tutela dos investidores pode ser considerada reduzida, pois o patrimônio dos administradores pode ser inferior ao da companhia. Pela mesma razão, a atribuição à companhia de um direito de regresso em face do administrador poderá não ser uma solução integral, diante da provável impossibilidade dos administradores não puderem ressarcir a companhia.⁵⁶¹

Especificamente sobre a violação do dever de informar, tal fato poderá ainda acarretar na aplicação de penalidades pela CVM, à qual o art. 9º, inc. V da Lei Federal nº 6.385/1976 atribui poderes para apurar atos ilegais e práticas não equitativas dos participantes do mercado. Mediante a instauração de processo administrativo, regulado pela Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021⁵⁶², a CVM pode aplicar as penalidades previstas no art. 11 da Lei Federal nº 6.385/1976, que incluem advertência, multa, suspensão ou inabilitação temporária e proibição de praticar determinadas operações.⁵⁶³

⁵⁵⁹ VAZ, Melina Rocha M. A nova Lei de Ambiente de Negócios e a extinção da teoria *ultra vires societatis*. **Revista Consultor Jurídico**. 7 out. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-out-07/vaz-lei-ambiente-negocios-ultra-vires-societatis>.

⁵⁶⁰ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 231.

⁵⁶¹ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 232-233.

⁵⁶² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021**. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, nº 613, de 30 de agosto de 2019, nº 624, de 13 de maio de 2020, e as Deliberações CVM nº 501, de 3 de março de 2006, nº 855, de 30 de abril de 2020, e nº 861, de 23 de julho de 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045.pdf>.

⁵⁶³ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 234.

Sobre a possibilidade de aplicação do CDC às relações jurídicas entre investidor acionista e companhias abertas, a doutrina entende pela inaplicabilidade da legislação consumerista. A exemplo, até mesmo quando o investidor ingressa no mercado de capitais, adquirindo cotas em fundos de investimento que, pela Lei Federal nº 6.385/1976, são consideradas valores mobiliários, compreende-se majoritariamente pela impossibilidade de aplicação do CDC. Os quotistas de fundos de investimento não são consumidores, mas, na verdade, investidores do mercado de valores mobiliários.⁵⁶⁴

A CVM, nos termos da Lei Federal nº 6.385/1976, reveste-se de amplos poderes de regulamentação e fiscalização de todas as entidades que emitem ou colocam valores mobiliários no mercado, dentre as quais se enquadram os fundos de investimento. Verificando qualquer infração às normas legais e regulamentares que disciplinam o mercado, a CVM pode instaurar procedimento administrativo sancionador, visando à aplicação de penalidades administrativas. Ademais, a CVM mantém, em caráter permanente, serviço de proteção a todos os investidores em valores mobiliários, de reconhecida especialização.⁵⁶⁵

Assim, considera-se investidor quem adquire quotas de um fundo de investimento financeiro – e não consumidor – do mercado de valores mobiliários, o qual é submetido à regulamentação e fiscalização da CVM, que dispõe de amplos poderes para proteger os investidores. O investidor do mercado de valores mobiliários não se confunde com o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o CDC em seu art. 3º, § 2º. Ao incluir as atividades bancárias, financeiras, creditícias e securitárias entre no rol dos serviços, o CDC refere-se somente àquelas desenvolvidas no mercado de consumo.⁵⁶⁶

No tocante às relações entre instituições financeiras e investidores de fundos, alguns doutrinadores sustentam a não incidência do CDC por lhes faltar a finalidade de consumo. Com efeito, os investidores de fundos não poderiam ser tutelados pela legislação consumerista, já que o serviço prestado pelas instituições financeiras – repasse de recursos – não encontra no investidor o destinatário final da cadeia bancária, conforme exige o próprio CDC, em seu art. 2º.⁵⁶⁷

A instituição financeira presta ao investidor um serviço de intermediação de recursos, através do repasse de valores adquiridos por meio de operações bancárias realizadas

⁵⁶⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 154.

⁵⁶⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 154.

⁵⁶⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 154.

⁵⁶⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 154.

com outros agentes. O investidor, por sua vez, utiliza tais recursos na aplicação de sua carteira de ativos, com o fim de aumentar o montante nela investido. Ou seja, o investidor não consome os recursos repassados pela instituição, pois os reinveste em novas aplicações, com o objetivo de multiplicar seus rendimentos.⁵⁶⁸

Ezirik *et al.* explicam que parcela da doutrina, no entanto, defende a aplicação do CDC às instituições financeiras, com base na interpretação extensiva do termo “serviço bancário”, que abrangeria todas as atividades prestadas pelas instituições financeiras aos seus clientes.⁵⁶⁹

Os tribunais estaduais, ao julgarem casos relativos à perda do capital investido em fundos de investimento, em virtude de imperícia das instituições financeiras responsáveis pela administração da carteira e, ainda, de propaganda enganosa quanto aos riscos do investimento, consolidaram o entendimento de que o CDC é aplicável aos investidores dos mercados financeiros e de capitais, em especial aos cotistas de fundos de investimento.⁵⁷⁰

O Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (TJRJ), segundo Ezirik *et al.*, posiciona-se favoravelmente à aplicação do CDC às relações entre investidores e instituições financeiras administradoras de fundos de investimento. O TJRJ consolidou entendimento no sentido de que as relações de prestação de serviços bancários e econômicos entre as instituições financeiras administradoras de fundos e seus cotistas encontram-se regidas pelo CDC, aplicando nesses casos as regras consumeristas relativas à inversão do ônus da prova e à responsabilização objetiva por danos causados em decorrência do serviço de gestão.⁵⁷¹

O TJRJ tem reconhecido, em diversos acórdãos, a competência absoluta das Câmaras Cíveis especializadas em direito do consumidor para mitigarem as controvérsias entre fundos de investimento e seus cotistas, culminando na edição do enunciado de Súmula nº 306⁵⁷²: “Os recursos nas demandas que envolvam operações bancárias entre instituição financeira e cliente na qualidade de destinatário final são da competência das Câmaras Especializadas em matéria de consumo”.⁵⁷³

O Superior Tribunal de Justiça (STJ) editou, sobre a matéria, o verbete de número 297 de sua súmula, com o seguinte teor: “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às

⁵⁶⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 155.

⁵⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 155.

⁵⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 155.

⁵⁷¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 155.

⁵⁷² RIO DE JANEIRO. **Súmula da jurisprudência predominante do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro**. 16 jul. 2019. Disponível em: <http://conhecimento.tjrj.jus.br/documents/5736540/6284946/sumulas-2019.pdf>. p. 8.

⁵⁷³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 156.

instituições financeiras”. Com a edição do verbete, consolidou-se entendimento favorável à aplicação do CDC às relações mantidas entre instituições financeiras e seus clientes, sem, contudo, que se tenha também definido quais os serviços bancários que deverão ser considerados como relações de consumo.⁵⁷⁴

O STJ já se manifestou no sentido da aplicabilidade da disciplina do CDC ao caso específico dos serviços de administração de fundos de investimento por parte das instituições financeiras.⁵⁷⁵ Nesse sentido, o Ministro Marco Buzzi, em voto vencedor no Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.140.811/RJ, asseverou:

Esta Corte posicionou-se no sentido de que entre o investidor e a instituição financeira administradora de fundos de investimentos existe uma típica relação de consumo, ante a inafastável prestação de serviços que a entidade bancária/instituição financeira realiza, sendo aplicável, portanto, o disposto no § 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor. Incidência, na espécie, o teor da Súmula 83 do STJ.⁵⁷⁶

O Supremo Tribunal Federal (STF), por sua vez, no julgamento da ADI nº 2591, proposta pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro (CONSIF), manifestou-se pela constitucionalidade da expressão “inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária”, constante no art. 3º, § 2º, do CDC, e, consequentemente, pela constitucionalidade da aplicação da legislação consumerista às instituições financeiras, não tendo examinado, no entanto, especificamente a aplicação do CDC aos fundos de investimento.⁵⁷⁷

Entretanto, em outro julgado do STJ, no Recurso Especial nº 656.939/SP, observa-se que a Corte, apesar de entender pela aplicação do CDC aos contratos relativos a aplicações financeiras em fundos de investimento pactuados entre instituições financeiras e seus clientes, faz destaque de que a atividade de risco é inerente ao contrato de aplicação em fundos de investimento. Ao caso concreto, a aplicação do CDC decorreu de falha na prestação do serviço, por defeito na publicidade e nas informações relacionadas ao risco dos investimentos, induzindo o investidor a erro.⁵⁷⁸

⁵⁷⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas *op. cit.* p. 156-157.

⁵⁷⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 156-157.

⁵⁷⁶ STJ. Quarta Turma. **Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 1.140.811/RJ**, Relator: Ministro Marco Buzzi, j. 23.02.2016. p. 1.

⁵⁷⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *op. cit.* p. 157.

⁵⁷⁸ STJ. Quarta Turma. **Recurso Especial 656.392/SP**, Relator: Ministro Antônio Carlos Ferreira, j. 24.04.2014. p. 1.

Em recente alteração promovida no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica, Lei Federal nº 13.874/2019⁵⁷⁹, o artigo 1.368-D, §2º, do CC⁵⁸⁰, estabelece que a obrigação do gestor é de meios, de modo que a alocação do risco de desempenho da carteira recairá sempre sobre o investidor. A responsabilidade do gestor do fundo de investimentos somente se verifica quando for caracterizada a falha na prestação do serviço, podendo decorrer de falhas na informação ou na própria gestão do fundo.

Ainda sobre o tema, observa-se o estudo de Normando *et al.* na análise de lides judiciais em que se discute a observância (ou não) da boa-fé objetiva e do dever de informação nas relações entre investidor e corretora de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro, mediante o estudo de julgados proferidos pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP).⁵⁸¹

Na revisão sistemática dos autores, mediante o estudo de sete acórdãos do TJSP, constatou-se que os investidores, ao requererem perante o Poder Judiciário o ressarcimento de valores por eventuais perdas no mercado de capitais, imputando responsabilização às corretoras de valores mobiliários por falhas no dever de informação, tiveram suas demandas julgadas improcedentes.⁵⁸²

Desta forma, o TJSP possui entendimento de que o dever de informação das corretoras de valores mobiliários com os investidores deve ser norteado pela legislação específica do mercado de capitais e, nos casos levados àquele Tribunal, inexistiu comprovação de falha, restando ainda afastada a possibilidade de aplicação da legislação consumerista às lides que versem sobre matéria do mercado de capitais.⁵⁸³

Ruy explica que a relação que envolve as contratações no mercado de capitais e nos fundos de investimento insere-se na relação de consumo nos mesmos termos gerais da relação

⁵⁷⁹ BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.** Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado [...]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm.

⁵⁸⁰ Código Civil, art. 1.368-D, § 2º, *in verbis*: “A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.”.

⁵⁸¹ NORMANDO, Pablo Edirmando Santos; ANDRADE, Jesusmar Ximenes; SILVA, Cléber de Deus Pereira da; FURTADO, Gabriel Rocha. Revisão sistemática da jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo sobre a boa-fé objetiva e o dever de informação nas relações entre investidor e corretora de valores mobiliários. **Civillistica.com**, v. 10, n. 2, p. 1-26, 18 set. 2021. Disponível em: <https://civillistica.emnuvens.com.br/redc/article/view/738/548>. p. 5.

⁵⁸² NORMANDO, Pablo Edirmando Santos; ANDRADE, Jesusmar Ximenes; SILVA, Cléber de Deus Pereira da; FURTADO, Gabriel Rocha. *op. cit.* p. 13-23.

⁵⁸³ NORMANDO, Pablo Edirmando Santos; ANDRADE, Jesusmar Ximenes; SILVA, Cléber de Deus Pereira da; FURTADO, Gabriel Rocha. *op. cit.* p. 23-24.

consumerista de bens e serviços, com garantia em princípios voltados para a economia, além dos direitos protetivos específicos que doravante serão analisados.⁵⁸⁴

Certamente, há substancial diferença entre o intermediário prestador do serviço na compra e venda de valor mobiliário, e a relação jurídica do investidor com a empresa, por exemplo, quando adquire ações e se torna um investidor-acionista.⁵⁸⁵ O investidor tem uma relação jurídica com a empresa como acionista e assim por diante⁵⁸⁶ e, corroborando com tal entendimento de inaplicabilidade do CDC no mercado de capitais, Lages explica que nos casos em que o investidor, diretamente e por conta própria, adquire ações e se torna acionista de companhias de capital aberto, não há relação de consumo, mas sim relação de cunho societário.⁵⁸⁷

Para Lages, a proteção da legislação consumerista aos investidores do mercado de capitais, estes na qualidade de consumidores, somente ocorre em situações que envolvam publicidade enganosa, promessa de rentabilidade, má gestão de fundos e cláusulas abusivas em contratos com os intermediários financeiros.⁵⁸⁸

Portanto, não se deve confundir a responsabilidade civil dos administradores e das companhias de capital aberto com seus acionistas, relação esta regulada pelo Direito Civil e por legislação própria do mercado de capitais, em especial, a LSA, com a responsabilidade das instituições financeiras gestoras de fundos de investimento com seus investidores, em que, ocorrendo falhas na prestação do serviço financeiro, poderão ser aplicadas as normas da legislação consumerista.

Apresenta-se, a seguir, quadro comparativo buscando sintetizar a legislação aplicável em caso de lides que envolvam investidores contra companhias de capital aberto, seus administradores e/ou instituições financeiras participantes do mercado de capitais.

Investidor e administradores da companhia de capital aberto	Investidor e companhia de capital aberto	Investidor e corretoras de valores mobiliários/instituições financeiras do mercado de capitais
---	--	--

⁵⁸⁴ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 26.

⁵⁸⁵ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 41.

⁵⁸⁶ RUY, Fernando Estavam Bravin. *op. cit.* p. 41.

⁵⁸⁷ LAGES, Leandro Cardoso. **Direito do Consumidor: a lei, a jurisprudência e o cotidiano**. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 50.

⁵⁸⁸ LAGES, Leandro Cardoso. *op. cit.* p. 50.

Na prática de atos ilícitos, recai aos administradores as normas gerais da responsabilidade civil dispostas no Código Civil, nos artigos 153 a 159 da LSA e na legislação específica do mercado de capitais. Os administradores são considerados órgãos da sociedade e o descumprimento de suas funções é interpretado como uma infração à lei.	A teoria dos atos <i>ultra vires</i> , acolhida pelo Código Civil até a edição de Lei nº 14.195/2021, apresentava-se como obstáculo na responsabilização da companhia por atos ilícitos praticados por seus administradores. Entretanto, o entendimento jurisprudencial e a recente alteração no Código Civil afastam a aplicação da teoria dos atos <i>ultra vires</i> para responsabilizar, segundo as regras do Direito Civil, a companhia pelos atos de seus administradores, com direito da companhia de regresso contra os administradores.	A responsabilização civil e a aplicação do CDC são possíveis em casos de comprovação da existência de falhas na prestação do serviço financeiro, segundo a doutrina e a jurisprudência. Entretanto, a responsabilização e aplicação do CDC são afastados em alegações de investidores por perdas nos investimentos, quando não há a comprovação de falha na prestação do serviço, visto que as corretoras e instituições financeiras atuam como intermediários no mercado de capitais.
---	---	--

Tabela 1: Quadro comparativo da legislação aplicável nas relações entre investidores e agentes do mercado de capitais.

Assim, compreende-se que a responsabilidade civil pelos prejuízos decorrentes da violação do dever de divulgação das companhias com o público consumidor pode ser imposta, em tese, tanto à companhia quanto aos administradores ou, ainda, a ambos.⁵⁸⁹

Entretanto, Gontijo defende que o Poder Judiciário não representa um bom subterfúgio para investidores que tenham sofrido prejuízos por ilícitos praticados por companhias de capital aberto e seus administradores. Por esse motivo, a instituição não é habitualmente demandada por parte de investidores, seja via ações individuais ou coletivas. Diante da incapacidade de o Poder Judiciário conseguir ressarcir os investidores prejudicados via compensação, a celebração de termos de compromisso pela CVM pode trazer, na visão do autor, maior credibilidade ao mercado de capitais, reduzindo a percepção de impunidade dos

⁵⁸⁹ MOTA, Fernando de Andrade. *op. cit.* p. 230.

agentes financeiros por meio da obrigação desses de compensarem os prejuízos decorrentes da sua prática de atos ilícitos.⁵⁹⁰

E, diante dos estudos acerca do dever de informação no mercado de capitais, muito embora a regulação desse mercado constitua uma realidade concreta desde a década de 1970, Sztajn leciona sobre a necessidade de releitura das instituições jurídicas que legitimam, limitam e justificam a regulação estatal das atividades. A discussão sobre novos marcos e técnicas regulatórios está inserida em um contexto político mais amplo, de redefinição do papel do Estado no domínio econômico e, conseqüentemente, do papel do Direito na disciplina jurídica do mercado.⁵⁹¹

A interdependência e interconectividade dos mercados e instituições, segundo Wellisch, que não conhecem fronteiras, a inovação financeira, a complexidade das diversas transações estruturadas, assim como o problema das entidades reguladas e não reguladas, exigem uma crescente adaptação da estrutura institucional de regulação e supervisão do mercado de capitais brasileiro e ao redor do mundo.⁵⁹²

Nessa medida, extrai-se a necessidade de uma supervisão regulatória mais abrangente, além do olhar tradicional do regulador de condutas, para que seja capaz de também albergar aspectos prudenciais, sistêmicos e multidisciplinares. A inovação regulatória deve também ter um balanceamento adequado entre as medidas a serem adotadas pelo Estado para a proteção do investidor e da integridade do mercado e os custos e restrições que elas, necessariamente, imporão.⁵⁹³

Por fim, e pelo que se pode extrair das lições de Akerlof, para além de uma função interna, de proteção dos direitos individuais dos investidores ou sócios de companhias que tenham captado recursos da poupança popular e que, portanto, precisam estar adequadamente informados para tomarem suas respectivas decisões de investimentos, a informação também apresenta uma função externa e de interesse público, na medida em que visa, sobretudo, à proteção do próprio mercado.⁵⁹⁴

⁵⁹⁰ GONTIJO, Bruno Miranda. Mecanismos de compensação aos investidores do mercado de capitais brasileiro: os desafios à responsabilização dos administradores pela prática de ilícitos. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. p. 11-43, nov. 2018. São Paulo: Almedina. p. 34-36.

⁵⁹¹ SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 43, n. 135, p. 136-147, jul./set. 2004. São Paulo: Malheiros. p. 136.

⁵⁹² WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 24.

⁵⁹³ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 24-27.

⁵⁹⁴ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *op. cit.* p. 200.

5 CONCLUSÕES

A partir dos estudos deste trabalho, demonstra-se a importância e complexidade do mercado de capitais, o qual está inserido no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, estruturado com normas jurídicas próprias. O mercado de capitais brasileiro, assim como nas demais economias capitalistas, decorre de uma necessidade da sociedade para a melhor alocação dos recursos disponíveis, visto que há, de um lado, os poupadores e, do outro lado, os tomadores de recursos, os quais fazem as captações das poupanças para a realização de investimentos.

A existência do mercado de capitais se concretiza a partir do desenho legal dos órgãos normativos, entidades e operadores, os quais integram o mercado para o seu funcionamento, destacando a regulação do Estado, por intermédio dos órgãos (Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil) e da entidade supervisora e reguladora (Comissão de Valores Mobiliários) e, pela autorregulação, com a atuação da iniciativa privada, representada aqui pelas Bolsas de Valores, instituições financeiras e corretoras de valores mobiliários.

Diante dos estudos realizados nesse trabalho, vislumbram-se as seguintes considerações:

(i) A regulação do mercado de capitais, pelo processo informacional, mediante a construção do princípio do *full disclosure*, o qual implica aos agentes participantes na divulgação completa e verídica das informações, é orientada pelo interesse público. Com o cumprimento do processo informacional, objetiva-se a máxima eficiência e confiabilidade às transações realizadas neste mercado.

(ii) A observância do direito à informação não é capaz de eliminar os riscos inerentes ao mercado de capitais; entretanto, objetiva afastar os riscos decorrentes de comportamentos ilícitos e os efeitos da seleção adversa de Akerlof.

(iii) A organização do mercado de capitais brasileiro foi inspirada nos moldes do princípio do *full disclosure*, advindo do Direito norte-americano, adotando o modelo informacional como forma de proteção à poupança popular e cabendo ao Estado brasileiro assegurar a divulgação das informações mediante os agentes reguladores e autorreguladores para que o investidor possa, livremente, tomar a decisão do investimento.

(iv) A Lei das Sociedades Anônimas, por estar alocada na macroestrutura do mercado de capitais, traz previsão do dever de informar dos administradores e da companhia aberta não somente para com seus acionistas, mas para todo o mercado.

(v) Com o estudo da evolução histórica do princípio da boa-fé objetiva, extrai-se que a boa-fé se apresenta no ordenamento jurídico brasileiro como um modelo jurídico, interpretativo e comportamental que permeia todas as relações jurídicas, dotado de força normativa e com estrita conexão com os valores constitucionais.

(vi) A partir das funções corretora, integrativa e interpretativa, a boa-fé objetiva, materializada pelos seus deveres anexos, proporciona o equilíbrio contratual, mediante o estabelecimento de obrigações acessórias, tal como o dever de informação.

(vii) Reconhece-se à boa-fé a função criadora de deveres anexos ou acessórios e, inserto nos deveres secundários, encontra-se o dever de informação. O descumprimento do dever de informação tem como reflexo o equivalente ao descumprimento da obrigação principal, isto porque todos os deveres emanados da boa-fé são inafastáveis.

(viii) Os deveres de plena informação e transparência no tráfego social devem permear todas as relações sociais e servirem como regra de conduta geral do ordenamento jurídico. Em cada campo da ciência jurídica, a boa-fé e o dever de informação incidirão de forma e com intensidade distintas, tal como ocorre no Direito Societário e na legislação específica que regula o mercado de capitais, diante da assimetria informacional característica deste mercado.

(ix) O papel dos administradores das companhias abertas deve ser parametrizado pelo princípio da boa-fé objetiva, observando os deveres fiduciários inerentes à função, pautado pelo cuidado e diligência, sem que tais limites interfiram no risco da atividade e busca pelo lucro, principal objetivo do empreendimento.

(x) O dever de informar no âmbito do mercado de capitais, apesar de possuir regulamento próprio, quando ocorrer caso de lacuna ao caso concreto, está sujeito à complementação com o princípio da boa-fé objetiva, diante de sua função integrativa.

(xi) Na ausência ou falha no dever de informação, constata-se como efeitos jurídicos a obrigação de indenizar pela aplicação da *culpa in contrahendo*, diante da frustração da confiança ou, por via da violação positiva do contrato, fundada no desrespeito dos deveres anexos derivados do princípio da boa-fé objetiva.

(xii) Os processos regulatórios e autorregulatórios do mercado de capitais, incluindo aqui a regulação com vistas a proporcionar o direito à informação, apresentam-se em duas frentes: a primeira, estruturada pelo Estado, como regulador e fiscalizador; e a segunda, organizada pelos agentes participantes, que desempenham papéis relevantes para coibir fraudes e diminuir as falhas de mercado.

(xiii) O autopolicamento do mercado de capitais possui como fundamento a capacidade técnica dos agentes participantes, os quais estão dotados de ferramentas para a tomada de decisões ágeis e eficientes. Todavia, não se pode negar que a autorregulação é capaz de provocar a existência de conflitos de interesses, visto que os agentes participantes e autorreguladores terminam por fiscalizar seus clientes (pessoas e entidades que geram receitas aos fiscalizadores).

(xiv) O ordenamento jurídico brasileiro do mercado de capitais adotou, por imposição legal, o duplo grau de fiscalização, aos moldes do Direito norte-americano, em que a Bolsa de Valores fiscaliza as corretoras, agentes e suas operações e, ao lado, a CVM supervisiona o exercício das competências conferidas à Bolsa. A fiscalização desempenhada pela Bolsa é operacionalizada a partir de separação funcional e estrutural, com a criação de órgão específico para tal fim que, no caso da B3, é realizado pela BSM Supervisão de Mercados.

(xv) O sistema regulatório e autorregulatório do mercado de capitais baseado, principalmente, no ideal do *full disclosure*, é objeto de críticas. O simples modelo de entrega da informação, diante da complexidade de funcionamento deste mercado, pode não mais representar numa adequada proteção aos investidores.

(xvi) O direito de informação do acionista da sociedade anônima está inserido no rol dos direitos políticos e, o direito de fiscalização dos atos da sociedade, o qual se dá mediante o acesso à informação, é considerado um direito essencial, por força normativa da LSA.

(xvii) No caso do Instituto de Resseguros do Brasil, constatam-se que as fraudes nos demonstrativos financeiros da companhia e falhas no dever de informação, em desrespeito ao princípio do *full disclosure*, provocaram a violação da boa-fé objetiva pela companhia e seus administradores com os acionistas e demais partícipes do mercado de capitais. Apesar do IRB ter aderido ao Nível Diferenciado de Governança Corporativa, no grau máximo do Novo Mercado da B3, a adesão voluntária da companhia ao programa autorregulatório não foi capaz de coibir as fraudes e falhas perpetradas.

(xviii) A prática de atos fraudulentos e de abusos pelos administradores das companhias de capital aberto, estes considerados órgãos da sociedade, enseja na responsabilidade civil e administrativa dos gestores, conforme previsto nos artigos 153 a 159 da LSA, consistindo em infração *ex lege* e de interesse público.

(xix) O dever de *disclosure* das informações das companhias de capital aberto não pode ser considerado um princípio absoluto, o qual deve ser compatibilizado, no caso concreto, com o dever de sigilo das informações da companhia as quais não devem ser divulgadas.

(xx) Para o caso do IRB, os administradores da companhia praticaram atos de violação à lei e ao estatuto, incidindo o dever de responsabilização civil e administrativa. Ocorre que, em regra, as pessoas físicas dirigentes de companhias não possuem patrimônio suficiente para a reparação dos danos causados a terceiros ou aos acionistas.

(xxi) A responsabilização civil imputada à companhia, pelos investidores prejudicados, encontrava resistência na teoria dos atos *ultra vires societatis*. Todavia, diante da impossibilidade prática de reparação dos prejuízos apenas pelos administradores, o entendimento jurisprudencial e doutrinário, somado à recente revogação do parágrafo único do art. 1.015 do Código Civil, apresenta cenário que possibilita a busca da reparação civil contra a companhia.

(xxii) A responsabilização da companhia por atos fraudulentos e ilegais praticados pelos administradores apresenta críticas, especialmente porque a reparação será arcada, ao final, pelos próprios investidores e as indenizações podem prejudicar credores da companhia. Para os investidores do IRB, visto que os atos ilegais partiram da própria companhia, observa-se a impossibilidade jurídica de acionamento do MRP, por ausência de comprovação de falhas operadas pela Bolsa, corretoras e demais intermediários do mercado de capitais.

(xxiii) Destaca-se a impossibilidade de aplicação do CDC às relações jurídicas entre investidor e companhias de capital aberto, diante da existência de legislação específica que rege o mercado de capitais. Diferentemente das relações jurídicas entre investidores e instituições financeiras que, em decorrência de falhas na prestação do serviço financeiro, estão sujeitas à legislação consumerista.

Pelos estudos, compreende-se que o mercado de capitais influencia no desenvolvimento econômico do país, contribuindo para a expansão do volume de poupança do país, na medida em que a intermediação financeira pode criar para o público instrumento de poupança atraente, com respeito a prazo e liquidez. Este mercado torna ainda mais eficiente a transformação dos fundos poupados em capital produtivo, mediante a alocação do total da riqueza, ocasionando o fortalecimento da produtividade do estoque existente de capitais e, finalmente, pelo incentivo a uma alocação mais eficiente dos novos investimentos, permitindo a transferência de recursos para os setores produtivos nos quais exista grande capacidade empresarial.

Por fim, conclui-se com o trabalho que os ramos do Direito aplicáveis ao mercado de capitais (Direito Civil, Direito Societário e o próprio Direito do Mercado de Capitais) necessitam buscar o aprimoramento do modelo jurídico regulatório, para proporcionar mais

isonomia e melhor qualidade informacional aos agentes participantes e, em especial, ao investidor.

REFERÊNCIAS

ABREU, Giovana Fiorin de. Os acordos de cooperação como alternativa para mitigar a sobreposição regulatória no mercado financeiro e de capitais brasileiro. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 185-225. ISBN 978-85-8493-413-3.

AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3. ago. 1970. p. 488-500. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197008%2984%3A3%3C488%3ATMF%22QU%3E2.0.CO%3B2-6>. Acesso em: 14 jun. 2021.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. 887 p. ISBN 978-65-5065-245-6.

BITENCOURT, Thiago Wiggers; KLEIN, Vinícius. Boa-fé objetiva e a aplicação no direito empresarial. **Percurso**, [s. l.], v. 1, n. 13, p. 105-136, out. 2013. ISSN 2316-7521. Disponível em: <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/percurso/article/view/651/489>. Acesso em: 20 mar. 2021.

BRANDEIS, Louis D. **Other People's Money**. Louis D. Brandeis School of Law Library. 1913. Disponível em: <https://louisville.edu/law/library/special-collections/the-louis-d.-brandeis-collection/other-peoples-money-by-louis-d.-brandeis>. Acesso em: 18 nov. 2021.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Regulamento da Câmara B3**. 08 nov. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/BD/35/0B/D0/F6FFC710BD0885C7AC094EA8/Regulamento%20da%20Camara%20B3_20211108.pdf. Acesso em: 19 nov. 2021.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Total de investidor pessoa física cresce 43% no primeiro semestre, mostra estudo da B3**. 11 ago. 2021. https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/porcentagem-de-investidores-pessoa-fisica-cresce-na-b3.htm. Acesso em: 25 nov. 2021.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 17 nov. 2021.

BRASIL. **Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008**. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/decreto/d6382.htm. Acesso em: 17 nov. 2021.

BRASIL. **Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021**. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp179.htm. Acesso em: 13 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001.** Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10198.htm. Acesso em: 22 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 12 mar. 2021.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.** Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado [...]. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 07 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas [...]. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm)

[2022/2021/lei/L14195.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm). Acesso em: 02 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm#art3i.

Acesso em: 13 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 18 nov. 2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 17 nov. 2021.

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/l6404consol.htm. Acesso em: 12 mar. 2021.

BRASIL. **Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.** Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para

conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm. Acesso em: 17 nov. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Agravo em Recurso Especial 262.823/MT.** Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti, 29 abr. 2015. 3 p. Disponível em:

https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=MON&sequencial=47296078&tipo_documento=documento&num_registro=201202505322&data=20150508&formato=PDF. Acesso em: 09 dez. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. **Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 1.140.811/RJ.** Agravo Regimental no Agravo de Instrumento. Ação Indenizatória. Decisão monocrática conhecendo do agravo para dar parcial provimento ao

apelo extremo. Insurgência recursal da requerida. Relator: Ministro Marco Buzzi, 23 fev. 2016. 21 p. Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200802673020&dt_publicacao=26/02/2016. Acesso em: 20 nov. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. **Recurso Especial 656.932/SP**. Civil. Recurso Especial. Aplicação financeira. Fundo de investimento. Variação cambial ocorrida em 1999. Perda de todo o valor aplicado. Cláusula *stop loss*. Indenização por danos materiais e morais. CDC. Relação de consumo. Descumprimento contratual. Mero dissabor. Relator: Ministro Antônio Carlos Ferreira, 24 abr. 2014. 23 p. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200400114510&dt_publicacao=02/06/2014. Acesso em: 07 dez. 2021.

BRUFATTO, Tamaris Vilar. **Teoria da base objetiva do negócio jurídico**. São Paulo: Almedina, 2020. 113 p. ISBN 978-65-5627-081-4.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. **Ressarcimento de prejuízos: como funciona**. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/ressarcimento-de-prejuizos/como-funciona>. Acesso em: 18 nov. 2021.

CHENG, Diana. IRB conclui investigação sobre falsa participação de Buffet e detecta fraude de R\$ 60 milhões. **Money Times**. São Paulo. 26 junho 2020. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/irb-conclui-investigacao-sobre-falsa-participacao-de-buffett-e-detecta-fraude-de-r-60-milhoes/>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **CVM Comunica a instauração de inquéritos administrativos: Informações relativas à companhia IRB-Brasil Resseguros S.A.** 31 maio 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-sa-69ffdcc8e5f747828fb09c4e69c35aef>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Informações relativas à companhia IRB-Brasil Resseguros S.A.** 31 maio 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/informacoes-relativas-a-companhia-irb-brasil-resseguros-s-a>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, [...] e dá outras providências. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst358consolid.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst400consolid.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007**. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. [...] Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst461consolid.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst480consolid.pdf>. Acesso em: 07 dez. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. 376 p. ISBN 978-85-67896-00-7. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021**. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, e revoga as Instruções CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, nº 613, de 30 de agosto de 2019, nº 624, de 13 de maio de 2020, e as Deliberações CVM nº 501, de 3 de março de 2006, nº 855, de 30 de abril de 2020, e nº 861, de 23 de julho de 2020. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Uso Indevido de Informação Privilegiada (Insider Trading)**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016. 45 p. (Cadernos CVM, 11). Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/menu/atividades/CampanhaNaoAoInsiderTrading/CVM-Caderno-11.pdf>. Acesso em: 18 nov. 2021.

CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. **III Jornada de Direito Comercial, de 07 de junho de 2019**. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/enunciados-aprovados-iii-jdc-revisados-2.pdf>. Acesso em: 16 nov. 2021.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários: À luz da Lei 35/2018 (DMIF II) e dos avanços da FinTech**. 2 ed. atual. Coimbra: Almedina, 2018. 396 p. ISBN 978-972-40-7687-4.

CORDEIRO, António Manuel da Rocha e Menezes. **Da boa fé no direito civil**. 5ª reimpressão. Coimbra: Almedina, 2020. 1406 p. ISBN 978-972-40-7193.

COSTA, Luciana Pereira. Controle pulverizado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 463-474. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

DA SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves. Apontamentos sobre a questão da diligência na responsabilização de companhias abertas pela divulgação de informações falsas ou imprecisas ao mercado. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. p. 105-124, nov. 2018. São Paulo: Almedina. 155 p.

DESIDÉRIO, Mariana. Após fraudes, IRB tem prejuízo de R\$ 1,5 bi; 2021 vai ser melhor?. **Exame**. 19 fev. 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/apos-fraudes-irb-tem-prejuizo-de-r-15-bi-2021-vai-ser-melhor/>. Acesso em: 15 nov. 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. 860 p. ISBN 978-85-7674-960-8.

EROLE, Pedro. **Boa-Fé Objetiva nos Contratos: Especificação normativa, cogência e dispositividade**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. 167 p. ISBN 85-7674-952-1.

FRADERA, Véra Maria Jacob de. A Boa Fé Objetiva, uma noção presente no conceito alemão, brasileiro e japonês de contrato. **Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito**, Porto Alegre, v. 1, 2003, p. 125-140. Disponível em: <https://www.seer.ufrgs.br/ppgdir/article/download/48655/30311>. Acesso em: 20 mar. 2021.

FRITZ, Karina Nunes. A responsabilidade dos bancos por falhas na informação em investimentos de capital: uma análise comparada com o direito alemão. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais. v. 8. ano 3. jul./set. 2016. p. 167-200. Disponível em: https://www.academia.edu/34218028/A_responsabilidade_dos_bancos_por_falhas_na_informacao%C3%A7%C3%A3o_em_investimentos_de_capital.pdf?auto=download. Acesso em: 21 mar. 2021.

FRITZ, Karina Nunes; GIRARDI, Viviane. Reflexões sobre a responsabilidade pós-contratual. **O Civilista**. Teresina. 16 out. 2021. Disponível em: <https://ocivilista.com.br/2021/10/16/reflexoes-sobre-a-responsabilidade-pos-contratual/>. Acesso em: 18 out. 2021.

FURTADO, Gabriel Rocha. **Mora e inadimplemento substancial**. São Paulo: Atlas, 2014. 160 p. ISBN 978-85-224-8975-6.

FURTADO, Gabriel Rocha; MOURA, Marcelo e Silva de. Da incidência da boa-fé objetiva na fase pós-contratual do contrato de franquia. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 133-154, set./dez. 2020.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 176 p. ISBN 85-224-3169-8.

GOMES, Orlando. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 8, p. 11-16, 1972.

GONTIJO, Bruno Miranda. Mecanismos de compensação aos investidores do mercado de capitais brasileiro: os desafios à responsabilização dos administradores pela prática de ilícitos. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. p. 11-43, nov. 2018. São Paulo: Almedina. 155 p.

IRB BRASIL RE. Relações com Investidores. **Cotações e Gráficos**. Disponível em: <https://ri.irbre.com/servicos-aos-investidores/cotacoes-e-graficos/>. Acesso em: 21 nov. 2021.

JANKAVSKI, André; MELO, Luísa. Buffet nega investimento e IRB enfrenta desconfiança do mercado. **CNN Brasil Business**. São Paulo. 04 março 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/buffett-nega-investimento-e-irb-enfrenta-desconfianca-do-mercado/>. Acesso em: 15 nov. 2021.

JESUS, Adriana Dias de. Órgãos reguladores e inovação tecnológica: a transformação digital das instituições financeiras como desafio ao Direito. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 13-73. ISBN 978-85-8493-413-3.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. **Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado - Direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – Função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para inadimplemento contratual [Parecer]**. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 87, n. 750, p. 113-120, abr. 1998.

LAGES, Leandro Cardoso. **Direito do Consumidor: a lei, a jurisprudência e o cotidiano**. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. 525 p. ISBN 978-85-519-1742-8.

LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE; Gustavo Ferrari. Principais agentes do mercado. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 299-336. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

LUND, Myrian Layr Monteiro Pereira; SOUZA, Cristóvão Pereira de; CARVALHO, Luiz Celso da Silva de. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012. 180 p. (Série CADEMP). ISBN 978-85-225-0972-0.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 895 p. ISBN 978-85-472-2895-8.

MORAIS, Ezequiel. **A boa-fé objetiva pré-contratual: deveres anexos de conduta**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. 223 p. ISBN 978-85-5321-387-0.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015. 262 p. ISBN 978-85-8493-030-2.

NORMANDO, Pablo Edirmando Santos; ANDRADE, Jesusmar Ximenes; SILVA, Cléber de Deus Pereira da; FURTADO, Gabriel Rocha. Revisão sistemática da jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo sobre a boa-fé objetiva e o dever de informação nas relações entre investidor e corretora de valores mobiliários. **Civilistica.com**, v. 10, n. 2, p. 1-26, 18 set. 2021. Disponível em: <https://civilistica.emnuvens.com.br/redc/article/view/738/548>. Acesso em: 20 nov. 2021.

PARENTE, Ana Racy. Extensão dos efeitos da falência para as companhias investidas de fundos de investimento em participações. In: ROQUE, Pamela Romeu. (coord.). **Estudos aplicados de Direito Empresarial: Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 75-146. ISBN 978-85-8493-413-3.

PATEL, Neil. Stakeholders: O que são, exemplos, importância e tipos. **Neil Patel**. Disponível em: <https://neilpatel.com/br/blog/stakeholders-o-que-sao/>. Acesso em: 20 nov. 2021.

PILATTI, Érico Rodrigues. Derivativos e sua regulação do Brasil. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 361-404. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

PITTA, André Grunspun. Capitalização das companhias. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 405-422. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

REIS, Tiago. Ótimo de Pareto e eficiência dos mercados. **Suno Artigos**. São Paulo. 30 set. 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/otimo-de-pareto/>. Acesso em: 18 nov. 2021.

RIO DE JANEIRO. **Súmula da jurisprudência predominante do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro**. 16 jul. 2019. Disponível em: <http://conhecimento.tjrj.jus.br/documents/5736540/6284946/sumulas-2019.pdf>. 39 p. Acesso em: 21 nov. 2021.

RUY, Fernando Estavam Bravin. **Direito do Investidor: Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. (Coleção Direito e Economia). 241 p.

SANTOS, André. O que é CETIP? **InfoMoney**. São Paulo. 29 jul. 2017. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/licoes-de-valor/o-que-e-cetip/>. Acesso em: 08 dez. 2021.

SCHREIBER, Anderson. **A Boa-Fé Objetiva no Código de Defesa do Consumidor e no novo Código Civil**. In: TEPEDINO, Gustavo. (coord.). **Obrigações: estudos na perspectiva civil-constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 562 p. ISBN 978-8571475144.

SCHUNCK, Giuliana Bonanno. **Contratos de longo prazo e dever de cooperação**. São Paulo: Almedina, 2016. 261 p. ISBN 978-85-8493-164-4.

SERRA FILHO, Celso Luiz Rocha. A CVM: Competência legal, funções, poderes e atribuições. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **TOP - Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. nov. 2017. p. 79-94. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 16 ago. 2020.

SETTI, Rennan. Gigante de seguros cai até 16% na Bolsa após gestora carioca apostar contra suas ações. **O Globo Economia**. 03 fev. 2020. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/gigante-de-seguros-cai-ate-16-na-bolsa-apos-gestora-carioca-apostar-contras-suas-acoes-24227066>. Acesso em: 19 nov. 2021.

SILVA, Clóvis V. do Couto e. **A obrigação como processo**. 15ª reimpressão. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2020. 176 p. ISBN 85-225-0581-0.

SILVA, Michael César; MATOS, Vanessa Santiago Fernandes de. Lineamentos do princípio da boa-fé objetiva no Direito Contratual contemporâneo. Uma releitura na perspectiva civil-constitucional. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**. ano 1, n. 2, p. 1159-1603, 2015. ISSN 2183-539X. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2015/2/2015_02_1559_1603.pdf. Acesso em: 20 mar. 2021.

SUSEP. **Apresentação**. Disponível em: http://www.susep.gov.br/menu/a-susep/apresentacao?_ga=2.5273722.875865020.1637074817-1385878238.1637074817. Acesso em: 16 nov. 2021.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 43, n. 135, p. 136-147, jul./set. 2004. São Paulo: Malheiros.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **O contrato e sua função social**. 4. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. 304 p. ISBN 978-85-309-5473-4.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. **O princípio da boa-fé no direito civil**. São Paulo: Almedina, 2020. 525 p. ISBN 978-85-8493-633-5.

TOMAZETTE, Marlon. A teoria dos atos *ultra vires* e o direito brasileiro. **Revista de Direito**, [S. l.], v. 7, n. 01, p. 221-241, 2015. Disponível em: <https://periodicos.ufv.br/revistadir/article/view/1678>. Acesso em: 20 nov. 2021.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**, São Paulo: IOB, 2002, 484 p. ISBN 978-8588680210.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Concept release concerning self-regulation**. Washington, DC, 8 mar. 2005. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>. Acesso em: 18 nov. 2021.

VAZ, Melina Rocha M. A nova Lei de Ambiente de Negócios e a extinção da teoria *ultra vires societatis*. **Revista Consultor Jurídico**. 7 out. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-out-07/vaz-lei-ambiente-negocios-ultra-vires-societatis>. Acesso em: 02 dez. 2021.

VENTURINI, Lauren Dal Bem; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra; MATTOS, Luísa Karam de. Eventos noticiados sobre o IRB Brasil Resseguros S.A. e os efeitos no seu *valuation*. **RGO - Revista Gestão Organizacional**. v. 14, n. 13, p. 278-297, set./dez., 2021. ISSN 1983-6635. Disponível em: <http://bell.unochapeco.edu.br/revistas/index.php/rgo/article/view/6165/3547>. Acesso em: 15 nov. 2021.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. 314 p. ISBN 85-7674-948-3.