



**Luiza Macedo Avelar**

**RESPONSABILIDADE CIVIL E O MERCADO DE CAPITAIS**

Análise dos instrumentos de ressarcimento de prejuízos para o investidor, decorrentes de aplicações infrutíferas em Fundos de Investimento

**Brasília**

**2015**

**Luiza Macedo Avelar**

**RESPONSABILIDADE CIVIL E O MERCADO DE CAPITAIS**

Análise dos instrumentos de ressarcimento de prejuízos para o investidor, decorrentes de aplicações infrutíferas em Fundos de Investimento

Trabalho apresentado como requisito à obtenção da aprovação na disciplina de Metodologia da Pesquisa Jurídica no âmbito da pós-graduação de Advocacia Empresarial, Contratos, Responsabilidade Civil e Família da Escola de Direito de Brasília – EDB/IDP.

**Brasília  
2015**

**Luiza Macedo Avelar**

**RESPONSABILIDADE CIVIL E O MERCADO DE CAPITAIS**

Análise dos instrumentos de ressarcimento de prejuízos para o investidor, decorrentes de aplicações infrutíferas em Fundos de Investimento

Trabalho apresentado como requisito à obtenção da aprovação na disciplina de Metodologia da Pesquisa Jurídica no âmbito da pós-graduação de Advocacia Empresarial, Contratos, Responsabilidade Civil e Família da Escola de Direito de Brasília – EDB/IDP.

---

Janete Ricken Lopes de Barros  
Professora Mestra  
Escola de Direito de Brasília – EDB/IDP

---

Lara morais  
Professora Mestre  
Escola de Direito de Brasília – EDB/IDP

**Brasília**  
**2015**

## SUMÁRIO

RESUMO.....	6
ABSTRACT.....	7
INTRODUÇÃO.....	8
1. MERCADO DE CAPITAIS.....	10
1.1 Sistema Financeiro Nacional.....	10
1.2 Mercado de Capitais como parte integrante do Mercado Financeiro.....	12
1.3 Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro.....	14
1.4 Valor Mobiliário.....	19
1.4.1 Do surgimento do Valor Mobiliário.....	20
1.4.2 Do Conceito de Valor Mobiliário.....	21
1.5 Funcionamento do Mercado de Capitais.....	23
1.6 Estrutura do Mercado de Capitais.....	26
1.6.1 Bolsa de Valores.....	27
1.6.2 Sociedades Corretoras.....	29
1.6.3 Instituições Financeiras autorizadas a operar no Mercado de Capitais.....	31
1.6.4 Sociedades/Empresas.....	33
2. FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	35
2.1 Estrutura e composição dos Fundos de Investimento.....	35
2.2 Classificação dos Fundos de Investimento.....	36
3. A ATUAÇÃO ADMINISTRATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS.....	39
3.1 Regulação do Mercado de Capitais.....	39
3.2 Comissão de Valores Mobiliários.....	41
3.2.1 Natureza jurídica da CVM.....	41
3.2.2 Estrutura e Funcionamento da CVM.....	42
3.2.3 Competência da CVM de acordo com a Lei nº 6.385/76.....	43
3.2.4 A atuação da CVM.....	45
4. A RESPONSABILIDADE CIVIL NO MERCADO DE CAPITAIS POR DANOS AO INVESTIDOR EM APLICAÇÕES REALIZADAS ATRAVÉS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	53
4.1 Responsabilidade Subjetiva.....	53
4.2 Responsabilidade Objetiva.....	54
4.3 A Responsabilidade Civil no Mercado de Capitais.....	55
4.3.1 Do risco inerente ao Mercado de Capitais.....	55

4.3.2	Dever de Informação – <i>Diclosure</i> .....	56
4.3.3	Responsabilidade dos Intermediários e das Sociedades Membro da Bolsa de Valores	57
4.3.4	Responsabilidade do Administrador do Fundo.....	58
4.3.5	Responsabilidade do Administrador da Companhia Aberta.....	61
4.4	Da Aplicação do Código de Defesa do Consumidor.....	62
5.	PROCEDIMENTOS PARA RESSARCIMENTO DE PREJUÍZO.....	66
5.1	Tentativa Administrativa de Solução de Litígios.....	66
5.1.1	Câmara de Arbitragem do Mercado (Bm&FBovespa).....	66
5.1.2	PRODIN – Programa de Orientação e Defesa do Investidor.....	67
5.1.3	Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (Antigo Fundo de Garantia das Bolsas de Valores)	68
5.1.4	Termo de Compromisso.....	69
5.2	Solução Judicial de Litígios.....	71
5.2.1	A Lei nº 7.913/89 Ação Civil Pública.....	71
5.2.2	Jurisprudência dos Tribunais.....	72
	CONCLUSÃO.....	74
	REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO.....	76

## RESUMO

O nível de desenvolvimento de uma economia, via de regra, pode ser mensurado de acordo com o aperfeiçoamento do seu Mercado de Capitais. Em que pese o conturbado contexto histórico do Mercado de Capitais Brasileiro, verifica-se que a economia vem apresentando melhoras graduais (ainda que a passos lentos) se comparado ao vivenciado nos anos mais longínquos e, desta forma, merece uma análise pontual, priorizando a perspectiva do investidor. Isso porque, o crescimento desta seara, tem por base a regulação do seu sistema, o que traz uma maior eficiência ao setor, segurança das operações nele realizadas e, conseqüentemente, atrai cada vez mais investidores dispostos a aplicar seus recursos. É neste ponto que surge a incerteza no que tange a existência de instrumentos e fundamentos administrativos e legislativos eficazes na reparação de eventuais danos que o investidor venha sofrer, especialmente por aplicações em Fundos de Investimento. A hipótese se restringe aos investimentos realizados através de Fundos, uma vez que estes são os mais ofertados ao pequeno investidor, ao passo que viabilizam uma maior diversidade de aplicações e, teoricamente, aumenta a chance de lucro.

**Palavras-chave:** RESPONSABILIDADE CIVIL – MERCADO DE CAPITAIS – FUNDOS DE INVESTIMENTO - PREJUÍZO – INSTRUMENTOS DE RESSARCIMENTO – ESFERA ADMINISTRATIVA E JUDICIAL - REPARAÇÃO DE DANOS.

## ABSTRACT

The level of development of an economy can usually be measured in accordance with the level of development of its Stockmarket. Despite the troubled historical context of the Brazilian Securities Market, the economy is showing gradual improvement (albeit at a slow pace), compared to what were experienced in past years, that's why it deserves a specific analysis, starting from the perspective of an investor. This focus was chosen because the growth of this system is based on its regulation, which brings greater efficiency to the sector, security of its transactions, which increases the demand, by attracting investors willing to invest their funds. At this point, it appears that the uncertainty regarding the existence of effective tools, in repairing any damage that the investor can suffer, especially for applications in Investment Funds. The hypothesis is restricted to investments made through funds, since they are the most offered to small investors, while enable a wider range of applications and theoretically increases the chance of profit.

**Keywords:** CIVIL LIABILITY - CAPITAL MARKETS - INVESTMENT FUNDS - LOSS REMEDY - REPAIR OF DAMAGES -.

## INTRODUÇÃO

Este trabalho pretende, de forma despretensiosa, estudar um pouco do Mercado de Capitais, com intuito de elencar os instrumentos de ressarcimento de danos eventualmente sofridos pelos investidores, decorrentes de aplicações em Fundos de Investimento. Para tanto, será traçado um paralelo entre as medidas administrativas e judiciais nesse sentido, analisando também a jurisprudência recente do Superior Tribunal de Justiça.

A pertinência do assunto toma lugar ao percebemos que a eficiência do Mercado de Capitais tem relação direta com o desenvolvimento da economia de determinado país, de forma que sua regulação merece atenção especial. Afinal, o Mercado Financeiro mostra-se como pilar essencial das economias contemporâneas, uma vez que é através dele que os recursos financeiros dos poupadores são remanejados às empresas, que por sua vez os utilizam para potencializar sua atividade, gerando mais empregos, e volatilidade econômica.

De início, abordar-se-á, no primeiro capítulo, o tema Mercado de Capitais, explicando sua inserção no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, e, conseqüentemente, seu papel na volatilidade monetária, na busca pelo fluxo financeiro entre os que poupam e os que precisam de recursos financeiros, de forma a direcionar os recursos da poupança para o comércio, indústria e outras atividades econômicas. A partir daí, cita-se as normas que devem ser observadas nesta seara, sua estrutura e funcionamento, além de um breve histórico de seu desenvolvimento. Tudo isso, com intuito de se demonstrar a íntima relação entre desenvolvimento do Mercado de Capitais, o aperfeiçoamento de sua regulação e o aumento no volume de operações financeiras.

Num segundo momento, discorrer-se-á acerca dos Fundos de Investimento, ou seja, sobre uma forma de aplicação financeira coletiva, a partir da comunhão de recursos de determinadas pessoas, unidas pelo objetivo de obtenção de lucro, com características semelhantes no tocante ao risco, cuja administração fica a cargo de terceiro autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários. A união de recurso torna o Fundo mais forte para realizar investimentos diversificados e de maior volume, e, exatamente por ostentar tais características, constitui uma forma de aplicação muito difundida pelas Instituições Financeiras, na tentativa de atrair o pequeno investidor, o que demonstra a pertinência e delimitação da hipótese abordada neste trabalho.

Com efeito, vale destacar que as aplicações realizadas mediante Fundos de Investimento obedecem à normatização específica da Comissão de Valores Mobiliários, cujas peculiaridades também deverão ser elencadas pelo segundo capítulo. Assim sendo, tal informação torna-se essencial ao estudo da Responsabilidade Civil no âmbito do Mercado de Capitais, para análise dos instrumentos de ressarcimento assegurados ao investidor, especialmente quando se valem desta forma de aplicação.

Como liame conectivo entre os elementos do Mercado e os instrumentos de ressarcimento, a Responsabilidade Civil é estudada em capítulo a parte. Isso porque, sua análise pressupõe identificar as razões do evento lesivo ao investidor, de tal sorte que essa poderá decorrer do: i. risco inerente ao mercado financeiro; ii. da atuação do administrador do fundo; ou iii. da atuação do administrador da empresa que recebeu o investimento. Assim, cada subitem foi mencionado de maneira sucinta, apenas com referência aos pontos essenciais de cada questão, levando em consideração sua pertinência com o presente estudo, haja vista que cada um deles mereceria uma monografia própria.

Por fim, se analisa os instrumentos atualmente disponíveis na busca pela reparação de eventuais danos que o investidor venha sofrer, tanto em âmbito administrativo, quanto judicial. Com este intuito, explora-se, de maneira mais minuciosa, o trabalho da Comissão de Valores Mobiliários e da Bolsa de Valores no apoio ao investidor, tendo em vista a existência de programas como o Termo de Compromisso, o Programa de Orientação e Defesa do Investidor, bem como a Câmara de Arbitragem do Mercado e os Mecanismos de Ressarcimento de prejuízos (antigo Fundo Garantidor).

## 1. MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais é subespécie do Mercado Financeiro, o qual obedece às normas de organização e regulação estabelecidas para o Sistema Financeiro Nacional. Exatamente por esta razão, torna-se importante trazer algumas informações sobre seus aspectos, estrutura, composição e objetivos. Todas essas informações são convenientes, na medida em que ajudam a esclarecer as especificidades do cenário no qual figura o mercado de valores mobiliários, como forma de se compreender as peculiaridades da atividade financeira.

### 1.1 Sistema Financeiro Nacional

Para o autor Alexandre Assaf Neto, “*o Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam, em uma última análise, transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários.*” Desta forma, entende-se que o principal objeto do Sistema Financeiro Nacional é a distribuição de recursos no mercado, pautada por princípios econômicos e sociais, por meio da regulação da atividade financeira.

Nesse sentido, abrange o conceito de atividade financeira, as atividades de coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou arrecadados, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Outrossim, sob a perspectiva da atuação estatal, o autor Ricardo Lobo Torres conceitua atividade financeira como o “*conjunto de ações do Estado para a obtenção da receita e a realização dos gastos para o atendimento das necessidades públicas.*”<sup>1</sup>

É importante destacar que essas atividades divergem das demais atividades econômicas, em razão de seu objeto ser, basicamente, o crédito, a moeda, a guarda de valores e a prestação de serviços nessa seara. Inclusive, para José Afonso da Silva, as instituições financeiras seriam uma espécie *sui generis* das instituições econômicas, porque combinam fatores de produção por elas adquiridos para produzir bens que procuram vender com lucro, sem poder ser classificadas no campo da produção, nem no do consumo, nem no da circulação de bens.<sup>2</sup>

---

1 TORRES, Ricardo Lobo. *Curso de Direito Financeiro e Tributário* / Ricardo Lobo Torres, - 11ª Ed. Atualizada até a Emenda Constitucional nº 42, de 19/12/2003. – Rio de Janeiro : Renovar, 2004.

2 AFONSO DA SILVA, JOSÉ. Parecer emitido nos autos do Resp. nº 1.094.218/DF

Frisa-se que essa organização foi estabelecida a partir da necessidade de regulação mínima do Estado na esfera financeira, com o fito de atingir um equilíbrio de mercado, provendo o desenvolvimento econômico e social do país, servindo aos interesses da coletividade em todas as searas que a compõem<sup>3</sup>. Porém, tudo isso há de ser feito sempre de acordo com as diretrizes da política econômica, financeira e monetária adotada pelo Chefe do Poder Executivo e sua equipe.

Cumprе observar, ainda, que a atual conjuntura do Sistema Financeiro Nacional adveio da Lei nº 4.595/64. Além de a referida Lei dispor sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, transformou a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC em autarquia federal sob a denominação de Banco Central da República do Brasil. Na seqüência, foram editadas as Leis nº 4.728/65<sup>4</sup> e 6.385/76<sup>5</sup> que disciplinaram, respectivamente, o mercado de capitais e instituiu a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.<sup>6</sup>

Em que pese a organização do Sistema Financeiro Nacional ter ocorrido em momento anterior à 1988, as Leis foram devidamente recepcionadas com a promulgação da atual Constituição Federal da República. Aliás, o texto constitucional não se restringiu apenas em consolidar a estrutura anteriormente estabelecida, pelo contrario, se preocupou em regular também a política financeira e orçamentária, ao passo que disciplinou a arrecadação do orçamento e alocação das receitas, além de estabelecer as normas básicas de atuação do setor

---

3 Art. 192 da Constituição Federal: “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”.

4BRASIL. Lei nº 4.728/65 de 14 de julho de 1965. *Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento*. Brasília 2011. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm) Acesso de Março a Setembro de 2014.

5 BRASIL. Lei nº 6.385/76 de 7 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Brasília 2011. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385original.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385original.htm)

6 FORTUNA, EDUARDO. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. 16ª Ed. – Rio de Janeiro : Qualitymark Ed. 2005. Pg. 15-16

privado nesse específico mercado de atuação.<sup>7</sup>

De acordo com o autor Alexandre Assaf Neto, o Sistema Financeiro Nacional divide-se em dois grandes subsistemas, I. o normativo, cuja função precípua é regular a política monetária e estabelecer diretrizes e normas para a atuação das instituições operativas, e II. o subsistema de intermediação, formado por instituições não financeiras, financeiras bancárias, financeiras não bancárias, Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e Instituições Auxiliares.<sup>8</sup>

A Lei nº 4.595/64 estabelece que o Sistema Financeiro Nacional é composto pelo Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil, Banco do Brasil, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social, e das demais Instituições Financeiras públicas e privadas, além da Comissão de Valores Mobiliários, por força da edição da Lei 6.385/76.

Essas instituições compõem o chamado subsistema normativo, “*responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulamentando suas atividades por meio principalmente do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BACEN)*”.<sup>9</sup> A CVM, por sua vez, tem atuação restrita ao mercado em que se negociam os valores mobiliários.

Noutro giro, o subsistema intermediário é formado, por exemplo, dos Bancos Comerciais, Bancos Múltiplos, Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Sociedade de Arrendamento Mercantil, Cooperativas de Crédito, Sociedades de Fomento (*Factoring*), Seguradoras, Bolsa de Valores, Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários, Sociedades Distribuidoras de Valores Mobiliários e, até mesmo, Agentes autônomos de Investimento.

## **1.2 Mercado de Capitais como parte integrante do Mercado Financeiro**

Uma vez já ambientados com os objetivos, funcionamento e órgãos integrantes do Sistema Financeiro Nacional, pode-se explicar melhor o contexto em que se insere o

---

<sup>7</sup> JANTALIA, Fabiano. *Sistema A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional* / Organizador Fabiano Jantalia – Rio de Janeiro : Editora Lumen Jurris, 2009.

<sup>8</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005. Pg. 80/82

<sup>9</sup> Ibid., pg. 82

Mercado de Capitais, sendo necessário, para tanto, abordar a forma didática em que se subdivide o Mercado Financeiro. Nesse sentido, o Mercado Financeiro é formado pelo: Mercado de Crédito, Mercado Monetário, Mercado de Câmbio e o Mercado de Capitais.<sup>10</sup>

O Mercado de Crédito tem por principal objetivo disponibilizar crédito às pessoas físicas e/ou jurídicas. Tal relação é firmada, junto às Instituições Financeiras Bancárias (bancos comerciais e múltiplos), com fiscalização e regulamentação a cargo do Banco Central, sendo os principais ativos negociados os seguros, desconto de títulos (cessão de direitos) contas garantidas, cotas de fundos, certificados de depósito bancários, títulos de capitalização, etc...<sup>11</sup>

Por sua vez, o Mercado Monetário tem por função precípua controlar a liquidez monetária da economia através de negociação de títulos públicos, com parâmetro de referencia lastreada a taxa de juros, marcados pelo reduzido prazo de resgate e alta liquidez.<sup>12</sup> Nesse mercado, negociam-se títulos da dívida pública, papéis emitidos tanto pelo Tesouro Nacional, como por estados e municípios.<sup>13</sup>

Noutro giro, é no mercado cambial que ocorre a conversão da moeda nacional em estrangeira e vice-versa. Fazem uso desse mercado, aqueles que tenham interesse em realizar transações internacionais como as de importação e exportação, recebimento de capitais, dividendos e lucros, etc... As operações ocorrem mediante a atuação de corretores de câmbio, responsáveis por aproximar os interessados em vender e comprar, orientando-os sobre as taxas que vem sendo utilizadas. Sobre esse mercado, vale destacar que as operações de compra e venda de moedas estrangeiras são monopólio do governo e apenas poderão ser realizadas pelas autoridades monetárias. Essa é uma seara de especial valor para o Banco

---

10 LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg. 76

11 ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005. Pg. 129/130

12 LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg. 77

13 ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005. Pg. 118.

Central, ao passo que é através das reservas cambiais que se pode controlar o valor da moeda nacional em relação a outra estrangeira.<sup>14</sup>

Por fim, o Mercado de Capitais, essencial a este estudo, é onde ocorre a transferência de recursos entre os investidores e as companhias abertas integrantes. Essa operação financeira deve ocorrer através de intermediadores (bolsa de valores, bancos de investimentos e sociedades corretoras), cuja negociação principal está adstrita aos valores mobiliários, como por exemplo, ações, debêntures e cotas de fundos.

Aliás, todo o Sistema Financeiro, de forma geral, atua na volatilidade monetária, facilitando o fluxo financeiro, arrecadando dos que poupam e emprestando aos que precisam, concentrando os recursos da poupança para o comércio, a indústria e outras atividades econômicas. No entanto, a figura dos juros é determinante para que haja um acordo justo, como forma de remunerar o poupador e proporcionar a verba de que a outra parte necessitava, observando, assim, os interesses de ambas as partes.<sup>15</sup>

### **1.3 Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro**

Para estudarmos melhor o tema Mercado de Capitais, é conveniente tecer breves comentários acerca da evolução desta seara no cenário brasileiro. Isso porque, apenas dessa forma poderemos analisar a importância da regulação e fiscalização desse sistema, como essenciais à captação de novos investidores. Tudo isso, diante do contido desenvolvimento do Mercado de Capitais, tendo em vista a escassa adesão do pequeno investidor, uma vez que, conforme irá se demonstrar, outrora pouco amparado pelo legislador.

Consta da história que o Mercado de Capitais era praticamente inexistente até idos de 1960, em função do quadro econômico de altos níveis de inflação; da desorganização das bolsas de valores; do monopólio dos corretores públicos; e da falta de legislação adequada. Além disso, soma-se a esses fatores o ônus causado tanto pela alta tributação, quanto pela Lei da Usura, que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, fato que

---

<sup>14</sup> Ibid., pg. 151.

<sup>15</sup> PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em:

[www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/introducao\\_geral/introducao\\_mercado.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/introducao_geral/introducao_mercado.html)  
.Visitado de março a setembro de 2014.

afetava, direta e negativamente, a oferta de crédito para que as companhias nacionais pudessem se desenvolver.<sup>16</sup>

Nessa época, apenas se aventuravam na bolsa, um número reduzido de investidores, que, em sua maioria, eram especuladores. Da mesma forma, eram poucas as empresas que negociavam suas ações na bolsa, até porque o preço dos papéis era determinado por fatores pífios, pouco precisos. Além disso, a maior parte das empresas era formada por uma constituição familiar, com uma estrutura de capital pouco alavancada e mal organizada, uma vez que naquela época não havia necessidade de divulgação dos balanços e demonstrações financeiras.<sup>17</sup>

Desta forma, até os idos de 1960, o crescimento econômico era fomentado, incentivado e regulado pelo Poder Público. Através da atuação estatal é que foram criadas empresas destinadas a explorar os mais diversos campos da economia, incluindo áreas interessantes ao investimento privado e também aquelas que não eram de interesse do capital privado, seja pela necessidade de grande aporte de capital ou por não vislumbrarem lucro imediato na atividade.<sup>18</sup>

A situação era tão calamitosa que o Governo, no auge do regime militar, resolveu lançar o Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG. Este plano econômico consistia em uma série de medidas com a finalidade de diminuir a inflação vivida, estabilizando os preços dos produtos e serviços. Tal finalidade seria alcançada através de alterações na política monetária de emissão de papel moeda, bem como de reformas bancárias, tributárias, e estruturais, na tentativa de diminuir os desequilíbrios regionais da economia.<sup>19</sup>

---

16 VIEIRA, Solange Paiva e MENDES, André Gustavo Salcedo. Governança Corporativa : *Uma análise de sua evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V, nº 22, Pgs. 103/122, Dezembro de 2004.

17 Rodrigues, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

18 MIRANDA, Gabriel Garbuió Pereira de. *Evolução Do Mercado De Capitais No Brasil Aspectos da Governança Corporativa*. Monografia Apresentada como requisito parcial para a conclusão do MBA em Finanças Empresariais. Prof. Orientador Benedito Machado. Universidade Tuiuti do Paraná

A reestruturação do Sistema Financeiro Nacional foi o resultado das alterações trazidas pelo PAEG. Na ocasião, foi criado o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, além disso, instituiu-se a correção monetária, e houve a publicação da primeira Lei de Mercado de Capitais. A Legislação que disciplinou o Mercado de Capitais seguiu os parâmetros do modelo norte-americano e determinou normas de regulação e estrutura básica de funcionamento das instituições integrantes que poderiam atuar no setor, na tentativa de torná-lo mais atrativo ao investidor.

As alterações iniciaram-se com a publicação das seguintes leis:

- **Lei nº 4.357/64:** Autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e deu outras providências
- **Lei nº 4.380/64:** Instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e deu outras providências
- **Lei nº 4.506/64:** Dispôs sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza
- **Lei nº 4.595/64:** Dispôs sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias. Além de criar o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

Na seqüência, houve a edição da Lei nº 4.728/65 que disciplinou o Mercado de Capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento. Tal Lei tinha a função de romper com a falta de cultura de investimento variável, e estabelecer uma maior credibilidade do Mercado de Capitais, estimulando o investidor e as companhias a aderirem a este seguimento com a abertura de seus capitais.

Dentre outras alterações, a Lei nº 4.728/65 também reestruturou a bolsa de valores, regulamentou a profissionalização atividade de corretagem, criou os bancos de investimentos e a Diretoria do Mercado de Capitais, à qual competia regulamentar e fiscalizar o Mercado de Capitais brasileiro.

No entanto, o incentivo de maior expressão ocorreu com a criação do Fundo 157, criado pelo Decreto Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967. Essa inovação legislativa trouxe a possibilidade de se utilizar parte do imposto de renda devido na aquisição de cotas de

---

19 KERECKI, Márcio e SANTOS, Miguel dos. *Programa De Ação Econômica Do Governo (Paeg): Do Milagre Econômico Ao Fim Do Sonho*. Revista Historiador. Número 02. Ano 02. Dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.historialivre.com/revistahistoriador> . Visitado de Março a Setembro de 2014.

fundos administrados por instituições financeiras de acordo com sua livre escolha.<sup>20</sup> A própria Comissão de Valores Mobiliários explica em seu site:

*“Até 1978, os contribuintes recebiam, juntamente com a notificação do imposto de renda, um formulário para investimento em algum Fundo 157 de escolha do contribuinte. Esse formulário, depois de preenchido, deveria ser apresentado em algum banco ou corretora para que fosse efetivada a aplicação. Posteriormente, os contribuintes, com base em percentuais indicados pela legislação fiscal, tinham a opção de efetuar seu investimento diretamente na declaração de imposto de renda, sendo que o repasse à instituição administradora escolhida era feito pela Secretaria da Receita Federal, que emitia um certificado de investimento e o encaminhava ao investidor. Em 5 de junho de 1985, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 1023, os Fundos 157 então existentes foram transformados ou incorporados em Fundos Mútuos de Investimento em Ações, atualmente denominados Fundos de Investimento.”<sup>21</sup>*

A partir daí houve um grande aumento na compra de cotas de ações, porém, como mera alternativa ao pagamento de impostos. Esse ápice na demanda impulsionou o Mercado de Capitais, contudo, ocorreu desacompanhado das emissões. Nota-se que, à época, não existia nem estrutura nem conhecimento suficiente do investidor para que houvesse aplicações com segurança, pelo contrário, muitos foram os investimentos realizados em empresas que apenas existiam no papel, sem qualquer preocupação com o mercado acionário.<sup>22</sup>

Foram vários os fatores desfavoráveis ao pequeno investidor. De início, a atuação dos especuladores profissionais, com longo período de valorização de ações, atraiu o investidor amador, que passou a atuar no mercado. A partir daí, verificou-se uma corrente especulativa que atraiu pessoas de todos os tipos, até mesmo aquelas contrárias a investimentos tidos como de risco. Dessa onda, no momento em que se verificou “esgotados” os novos recursos, os especuladores rapidamente saíram do jogo e deixaram os investidores amadores amargarem o prejuízo final.<sup>23</sup>

---

20 Conselho de Valores Mobiliários. Disponível em:

<http://cvmweb.cvm.gov.br/consultafundos157/FAQ.htm#01>. Visitado de Março a Setembro de 2014.

21 Conselho de Valores Mobiliários. Disponível em:

<http://cvmweb.cvm.gov.br/consultafundos157/FAQ.htm#01> Acessado de Março a Setembro de 2014.

22 Rodrigues, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

23 Ibid.,

Com isso, verifica-se que, em realidade, criou-se um ambiente favorável a uma bolha especulativa. O movimento tal como descrito se tornou o “boom” ou “crash” de 1971, evento que marcou para sempre o Mercado de Capitais brasileiro, uma vez que traumatizou o pequeno investidor e o afastou do mercado durante anos a fio.<sup>24</sup>

Na seqüência, em 1976 o governo publicou novos instrumentos normativos, como reação à resistência do investidor, na tentativa de regular o mercado, conferindo-lhe maior segurança e, desta maneira, impulsionar as operações de aplicações financeiras desta seara. Foi então que houve a publicação da Lei nº 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários e delimitou normas e regras para o funcionamento do Mercado de Capitais. No mesmo diapasão, editou-se a Lei das Sociedades por Ações nº 6.404/76, que estabeleceu as normas básicas de funcionamento das empresas, no tocante a contabilidade, prestação de contas, forma organizacional, direitos e deveres dos acionistas, dentre outras, ou seja, fundamentos básicos precursores do que atualmente se conhece por governança corporativa.

Contudo, mesmo com todo o empenho do governo em tornar o Mercado de Capitais mais seguro e, portanto, mais atrativo ao investidor minoritário, a melhora verificada foi relativamente curta. A dívida externa brasileira tornou as aplicações lastreadas em títulos públicos mais atrativas. Para mais, a situação econômica experimentada à época também não era favorável, das fragilidades apresentadas com o plano Cruzado, decorreu o movimento de retração no Mercado.<sup>25</sup>

Inclusive, em junho 1989 ocorreu a quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, ocasionada em função da atuação do investidor Naji Nahas, mesmo com o reconhecimento do judiciário da legalidade de seus atos. Em um dia os jornais noticiavam que “Bolsa Brasileira é a mais rentável de 88”, no outro “Cheque sem fundos de empresário derruba Bolsa”.<sup>26 27</sup>

---

24 MIRANDA, Gabriel Garbuio Pereira de. *Evolução Do Mercado De Capitais No Brasil - Aspectos da Governança Corporativa*. Monografia Apresentada como requisito parcial para a conclusão do MBA em Finanças Empresariais. Prof. Orientador Benedito Machado. Universidade Tuiuti Do Paraná.

25 Conselho de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/consultafundos157/FAQ.htm#01> Acessado de Março a Setembro de 2014. Rodrigues, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

A quebra evidenciou a fragilidade do Sistema e resultou no fechamento temporário das Bolsas de Valores até outubro de 1990. No entanto, a partir de 1991 verificou-se um fortalecimento da economia, quando houve medidas para intensificar a entrada de capital estrangeiro. O anexo IV da Resolução nº 1.287/87, incluído pela Resolução CMN 1832/91, acabou com barreiras que desencorajavam o investimento de capital estrangeiro, permitindo que investidores estrangeiros pudessem investir diretamente em valores mobiliários negociados no Mercado de Capitais nacional, desde que sua participação fosse obrigatoriamente minoritária.<sup>28</sup>

Posteriormente foram publicados novos instrumentos normativos como a Lei nº 9.457/97, 10.303/01 e 10.411/02. Essa última alterou a Lei nº 6.385, promovendo direitos ao acionista minoritário, como o *tag along* em 80% do valor oferecido ao grupo de controle, dentre outros privilégios. Outrossim, fortaleceu a Comissão de Valores Mobiliários, na medida em que conferiu-lhe autonomia administrativa e orçamentária e atribuiu mandatos fixos a seus diretores. Da mesma forma, a lei favoreceu o *enforcement*, tendo em vista que caracterizou como crime a manipulação de mercado e o *insider trading*<sup>29</sup>.

26 <http://www.mudancasabruptas.com.br/BolsaRio.html> Acessado de Março a Setembro de 2014.

27 Em 1989, era permitida a compra de ações mediante empréstimo financeiro, com pagamento previsto para o prazo dentro dos cinco dias subsequentes. Em outras palavras, mesmo sem recursos, caso o mercado estivesse em alta, você poderia tomar empréstimo, comprar ações, vendê-las, lucrar e pagar o financiador. Segundo o teor de notícias publicadas à época pela Folha de São Paulo, era dessa forma que o empresário Naji Nahas atuava, pegava dinheiro de um financiador e comprava ações, contudo, antes de pagar esse financiador com as altas das ações ele vendia e pegava mais crédito com outro financiador para comprar mais ações e no dia seguinte as vendia. Novamente, pegava mais dinheiro com outro financiador e comprava mais ações com as altas do dia seguinte.

Mesmo que essa operação fosse considerada legal, sua prática, levando-se em consideração o volume da movimentação financeira, influenciava os preços das ações, em nítida atuação de especulação. Desta forma, a crise apenas estourou com cheques sem fundos supostamente apresentados por Naji Nahas. Os cheques teriam começado a aparecer, após a recusa dos bancos e das corretoras em cobrir as operações do investidor. Com base nos textos publicados na Folha de São Paulo e no O Globo online. Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrissima/30547-o-senhor-do-pinheirinho.shtml>; <http://oglobo.globo.com/economia/o-homem-que-quebrou-bolsa-de-valores-do-rio-3609758>. Visitado entre Março e Setembro de 2014.

28 Rodrigues, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

29 O '*insider trading*' é conduta criminosa, prevista pelo artigo 27-D da Lei nº 6.385/76, e constitui no uso de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com relação a valores mobiliários.

Em que pese as alterações legislativas, mais uma crise ocorreu em 2008, dessa vez como reflexo da crise norte americana. No mesmo ano, houve também escândalo corporativo da empresa Agrengo, atuante no mercado de agronegócios. No ultimo caso, a acusação recaiu sobre os administradores e acionistas fundadores, sobre a suposta farsa nos balanços financeiros da empresa.<sup>30</sup>

Diante do exposto, resta nítida a irregularidade que marcou o Mercado de Capitais brasileiro até os dias de hoje, seja pelo risco da própria atividade, seja pela ausência de regulação ideal nesse campo, o que justifica a resistência do pequeno investidor em procurar o Mercado de Capitais, como alternativa para obtenção de lucro. Daí, portanto, a pertinência do tema, na busca por elencar, de acordo com a atual conjuntura do Mercado de Capitais, os instrumentos disponíveis ao pequeno investidor, capazes de assegurar a eficiência do Mercado, a lisura das operações ali realizadas, e a reparação de eventuais prejuízos sofridos.

#### **1.4 Valor Mobiliário**

Toda a história em torno do Mercado de Capitais deve levar em consideração o conceito de valor mobiliário, ao passo que este é o principal objeto das negociações firmadas nessa seara. Seu conceito claro e bem definido delimita, também, o foco de atuação estatal na economia, no tocante a sua regulamentação.

Nesse sentido, considera-se como Mercado de Capitais o subsistema do Mercado Financeiro destinado a suprir a necessidade de investimento dos agentes econômicos, através da distribuição de valores mobiliários, criados para proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas, viabilizando sua capitalização.<sup>31</sup>

Este subsistema está diretamente relacionado às intermediações financeiras destinadas à captação de recursos. Inclusive, é no Mercado de Capitais que ocorre a maior parte das transações financeiras, em que o investidor busca o recurso do poupador para alavancar seu empreendimento. Nessa relação, o poupador é atraído a investir, em função da

---

<sup>30</sup> Rodrigues, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

<sup>31</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005.

expectativa de lucro ulterior ou de mais-valia de seus papéis, devido à aplicação realizada, o que se aperfeiçoará a partir do trabalho a ser desempenhado pelo administrador da empresa a que se destinam os recursos.

Desta forma, o valor mobiliário pode ser considerado como uma opção disponibilizada às empresas, para captação de recursos, como alternativa ao custoso mútuo bancário. De forma sintética, os valores emitidos pelas empresas serão lançados no mercado e tornar-se-á uma espécie de financiamento. Para quem os subscreve ou adquire na data da emissão, diretamente da empresa, como primeiro dono, trata-se de aplicação realizada no mercado primário, no entanto quando a operação de compra do valor mobiliário é realizada com o acionista, diz-se que esta operação é típica do mercado secundário, constituindo-se um investimento.<sup>32</sup>

#### **1.4.1 Do surgimento do Valor Mobiliário**

Noutro giro, cabe destacar que os valores mobiliários surgiram como reflexo do aprimoramento das sociedades européias no tocante ao desenvolvimento de sua economia, especialmente da necessidade de deslocamento ágil e protegido do dinheiro, entre diferentes praças. É um surgimento natural, decorrente do aprimoramento dos títulos de crédito que remontam à era cristã, como resultado do volume dos negócios comerciais.<sup>33</sup>

Com efeito, como bem apontado por Ary Oswaldo Mattos Filho:

*Tais papéis antecedem aos bancos de emissão e sucedem à criação da moeda na Europa. (...) A evolução se deu do escambo ao surgimento da moeda, desta ao crédito pela criação de papéis que o documentassem. Tal processo culmina com o aparecimento do crédito mais sofisticado de então, com o aparecimento dos bancos de emissão ou dos papéis representativos de quantias em ouro ou prata, emitidas por ourives e comerciantes de metais preciosos. Porém, qualquer que fosse a forma, tudo se resumia a diferentes formalizações de operações de crédito.<sup>34</sup>*

---

32 CHIKAMI, Alessandro Correia e SOUZA, Regina Maria de. *Estrutura e Funcionamento do Novo Mercado de Capitais Brasileiro: Análise de Risco e Retorno Sobre Investimentos*. Artigo elaborado como parte da pesquisa financiada pelo Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC), das Faculdades Integradas de Santa Fé do Sul – SP (FUNEC)

33 FILHO, Ary Oswaldo Mattos. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Administração de Empresas. Abril/junho 1985. Pg. 37 e 48.

34 Ibid., pg. 37

Nota-se que, em realidade, houve a necessidade de se elaborar um instrumento jurídico que transmitisse o crédito, de forma autônoma, mais rápida e segura possível, além de independente de responsabilidade do cessionário. Em vista disso, cria-se um direito abstrato decorrente de uma relação jurídica, em que o título passa a guardar o valor em si mesmo, sem necessariamente se prender à relação originária, tudo como forma de tornar os negócios mercantis mais ágeis e seguros.<sup>35</sup>

#### 1.4.2 Do Conceito de Valor Mobiliário

Nesse sentido, infere-se que conceito de valor mobiliário esta adstrito a um negócio comercial, em que o investidor entrega valor em dinheiro ou bem de relevante valor pecuniário, em que haja pouca ou nenhuma participação do investidor na gestão do empreendimento. O negócio jurídico é marcado pela expectativa de obtenção de lucro, mas sua obtenção não se faz obrigatória, uma vez que se assim o fosse deixaria de ser um investimento de risco.

O advogado Ary Oswaldo Mattos Filho afirma que a conceituação do valor mobiliário advém da necessidade de se delimitar o campo de atuação do Estado na Economia, bem como que as inovações e alterações legislativas nesse tocante são resultado de eventos dramáticos dos quais decorreram em prejuízo para o público investidor. *“Quanto mais dramática tenha sido a causa necessária a criação de um órgão estatal regulamentador das transações, tanto maior será a abrangência do termo valor mobiliário, bem como mais severas serão suas normas”*.<sup>36</sup>

De início, a Lei nº 6.385/76 trouxe como valor mobiliário:

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

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Entretanto, o conceito tal como trazido pela Lei nº 6.385/76 fomentou diversas críticas, principalmente no tange a listagem do que seja valor mobiliário em itens. Isso porque, tal organização desconsidera a realidade dos fatos e se liga apenas à pura

---

<sup>35</sup> Ibid., pg. 37/38

<sup>36</sup> Ibid., pg. 42/43.

denominação. Em certa ocasião um título de crédito poderá ser considerado como valor mobiliário e em outras não, o que o determina é a realidade econômica em que se realiza o ato.

Percebendo que direito brasileiro está ligado à codificação das normas, não estando a mercê do *decisium* jurisprudencial, o Conselho Monetário Nacional expediu uma série de resoluções aumentando o rol dos títulos a serem considerados valores mobiliários<sup>37</sup>:

- **Resolução nº 1723/90**, autoriza a emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações.
- **Resolução nº 1907/92**: considera como valores mobiliários direitos e recibos de subscrição e opções e certificados de depósito de ações de valores mobiliários, consoante o inciso iii do art. 2. Da lei nº 6.385, de 07.12.76.
- **Resolução nº 2405/97**, dispõe sobre a aplicação de recursos por parte das instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, entidades de previdência privada, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e fundos de investimento financeiro na aquisição de certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica.
- **Resolução nº 2517/98**, considera como valores mobiliários os certificados de recebíveis imobiliários - cri, de que trata o art. 6º da lei nº 9.514, de 20.11.97. Recibos de subscrição de valores mobiliários;

Noutro giro, a Lei nº 8.685/93, responsável por criar mecanismos de fomento à atividade audiovisual, aumentou o rol de valor mobiliário para assim considerar os certificados de investimento audiovisual, títulos utilizados para captação de recursos de pessoas físicas e jurídicas para investimento em produções audiovisuais.<sup>38</sup>

Atualmente, a redação do artigo 2º da Lei nº 6.385/76 foi alterada pela Lei nº 10.303/01 e tem o seguinte conteúdo:

- Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
  - II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
  - III - os certificados de depósito de valores mobiliários; ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

---

<sup>37</sup> ZAWA, Bruna Chieko Magana. *Valores Mobiliários – Direito Brasileiro*. Artigo disponível em: <http://www.dantas-juridico.com/BR/artikelen.html> Acessado de Março a Setembro de 2014.

<sup>38</sup> Ibid.

- IV - as cédulas de debêntures; ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- VI - as notas comerciais; ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

No entanto, em que pese o rol normativo, para Mattos Filho, valor mobiliário é:

*(...) o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão de um título para a materialização da relação obrigacional. O investimento é feito ou a nível associativo, a título de empréstimos, ou como aplicação especulativa pura.<sup>39</sup>*

Portanto, tem-se por valores mobiliários, títulos representativos do capital de empresas, ou seja, as ações, ou que dizem respeito a empréstimos tomados, via mercado, por empresas - debêntures - que poderão ser conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers* —. Além destes, o Mercado de Capitais também trabalha com as negociações de direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação<sup>40</sup>.

### **1.5 Funcionamento do Mercado de Capitais**

Para compreendermos melhor como funciona o Mercado de Capitais e as operações nele estabelecidas, cabe trazer informações sucintas, acerca do procedimento padrão adotado nessa seara.

#### *Mercado Primário*

---

<sup>39</sup> FILHO, Ary Oswaldo Mattos. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Administração de Empresas. Abril/junho 1985. Pg. 47

<sup>40</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno7.asp>. Visitado entre Março e Setembro de 2014.

De início, vale explicar que a companhia interessada em receber os investimentos deve obedecer às normas de abertura de capital estipuladas pela Comissão de Valores Mobiliários. Aberto o capital, a companhia poderá oferecer títulos representativos por ela emitidos aos investidores através dos intermediários financeiros. Essa primeira oferta caracteriza o mercado primário, onde os títulos são vendidos pela primeira vez e os recursos decorrentes são direcionados para a respectiva companhia.<sup>41</sup>

### *Mercado Secundário*

O mercado secundário, por sua vez, abrange negociações entre os investidores. Ou seja, o mercado de capitais permite que aqueles que adquiriram títulos ou valores mobiliários direto da companhia possam revendê-los. Essa operação poderá ocorrer de forma direta ou mediante atuação de instituições especializadas, como as bolsas de valores e as entidades administradoras do mercado de balcão organizado, ou não organizado<sup>42</sup>, criadas exatamente para facilitar a negociação destes títulos, atribuindo-lhes maior liquidez.<sup>43</sup>

Nesse sentido, ressalta-se que a atuação nas bolsas de valores e no mercado de balcão organizado fica restrita às instituições financeiras e sociedades corretoras ou distribuidoras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Por sinal, as instituições financeiras e as corretoras ficam responsáveis por atuar em nome e ordem de seus clientes, comprando e vendendo ações, debêntures e outros títulos e valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas.

---

41COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno7.asp>. Visitado entre Março e Setembro de 2014.

42 O Mercado de Balcão Organizado é um ambiente destinado a negociação de títulos e valores mobiliários, no mesmo espírito das bolsas de valores, porém com regras diversas as suas. Sua administração fica à cargo de instituições auto-reguladoras que propiciam sistemas informatizados e regras próprias para a negociação. Podem participar do mercado de balcão organizado todos os órgãos que integram o sistema de distribuição, desde que autorizados pela CVM para funcionar com esse específico fim. Da mesma forma, as empresas emissoras deverão declarar definir aonde desejam ter seus títulos negociados, no momento de seu registro junto à CVM.

Essa é uma opção interessante, principalmente para empresas menor porte, tendo em vista que as empresas listadas em bolsas de valores são companhias de grande porte, fato que prejudica a visibilidade das empresas menores.

Este Mercado distingue-se das bolsas de valores, uma vez que não possuem o fundo garantidor de crédito e, também, em seus procedimentos especiais, quando da variação abrupta de preço. KUMPEL, Sigfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução* – Rio de Janeiro: Renovar, 2007. Pg. 17/19.

43COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno7.asp>. Visitado entre Março e Setembro de 2014.

## *Novo Mercado*

Desde Dezembro de 2000, foi lançado o chamado Novo Mercado, responsável por implementar normas do mais elevado padrão no que tange à governança corporativa. De acordo com o projeto, as empresas com capital aberto classificam-se em níveis diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 e Novo Mercado. No entanto, desde 2002 o novo mercado tornou-se modelo obrigatório para as novas aberturas de capital.<sup>44</sup>

Alguma das inovações deste novo padrão de governança corporativa estabelecida pelo Novo Mercado consiste em:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (tag along de 100%);
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.<sup>45</sup>

Percebe-se a preocupação do legislador com o investidor, na medida em que estabelece normas rígidas tanto para a empresa cuja capital encontra-se em negociação na bolsa, como também na relação entre investidor e as instituições financeiras e corretoras. Afinal, o investidor negocia no Mercado de Capitais por meio destas instituições, que devem funcionar como intermediários financeiros obrigatoriamente cadastrados junto à Comissão de Valores Mobiliários.

---

44 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno7.asp>. Visitado entre Março e Setembro de 2014.

45 BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?Idioma=pt-br>. Visitado de Março a Setembro de 2014.

A dinâmica funciona da seguinte maneira, é necessário que o investidor escolha uma corretora cadastrada junto à BmF&Bovespa e faça seu cadastro, em seguida deverá fazer o aporte de recursos de acordo com o seguimento no qual deseja investir. O investimento poderá ser realizado pelo telefone ou pela internet, pelo sistema eletrônico *home broker*.<sup>46 47</sup>

## 1.6 Estrutura do Mercado de Capitais

O Mercado de Capitais está inserido no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, e como tal deve se submeter às normas e fiscalização de seu subsistema normativo, do qual fazem parte o Banco Central, o Conselho Monetário Nacional, a Comissão de Valores Mobiliários e as Instituições Especiais (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES).

Como já amplamente discutido, o Mercado de Capitais pode ser considerado como um sistema de intermediação financeira, capaz de ligar as empresas interessadas em abrir seu capital e a o investidor atraído pela possibilidade de lucro ulterior, por meio da negociação de valores mobiliários.

A Lei nº 6.385/76, que disciplina o Mercado de Capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários, dispõe que o sistema de distribuição será formado pelos seguintes órgãos:

Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV - as bolsas de valores.

---

<sup>46</sup> Moderno canal de relacionamento entre os investidores e as corretoras que torna ainda mais ágeis e simples as negociações no mercado acionário, permitindo o envio de ordens de compra e venda de ações pela internet e possibilitando acesso às cotações, acompanhamento de carteiras de ações, dentre várias outras facilidades. Cartilha Bm&FBovespa

<sup>47</sup> LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg. 77

V - entidades de mercado de balcão organizado. ([Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. ([Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))<sup>48</sup>

Em que pese a maior parte dos artigos serem auto-explicativos, convém trazer algumas considerações acerca das principais instituições integrantes deste intrigante sistema de distribuição.

### 1.6.1 Bolsa de Valores

As bolsas de valores deverão ser instituídas mediante autorização de funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários, ao passo que oferecem condições e instrumentos essenciais ao aperfeiçoamento da compra e venda de títulos e valores mobiliários, e de outros ativos, desde que obedeçam às normas previstas pelo artigo 65 da Instrução CVM nº 461/07. Inclusive, é este o instrumento normativo responsável por, disciplinar a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.<sup>49</sup>

É através da bolsa de valores que ocorrem a maior parte das negociações de títulos e valores mobiliários, bem como de índices e derivativos deles referentes. Da mesma forma, são negociáveis cotas de associações, títulos de clubes e outros títulos ou valores mobiliários, nacionais e estrangeiros, podendo ainda ser realizados leilões de divisas, quando solicitados pelo Banco Central do Brasil.

Outrossim, é admitida a negociação, em bolsas de valores, de títulos públicos, de títulos de crédito de emissão de instituições privadas e de outros ativos ou modalidades operacionais, desde que haja prévia autorização do Banco Central do Brasil ou da Comissão

<sup>48</sup> Atualmente, a responsabilidade por prestar os serviços de compensação, liquidação e gerenciamento de Risco de Operações do Segmento BOVESPA fica à cargo da Câmara de Liquidação e Custódia, órgão vinculado a BM&FBOVESPA. Além disso, a CBLC também é responsável pela prestação de serviços de custódia e de central depositária para os ativos negociados no Segmento BOVESPA;

<sup>49</sup> 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.* (...).

de Valores Mobiliários, observadas as respectivas áreas de competência. (Redação dada pela Resolução 2.819, de 22/02/2001.)

Entretanto, de acordo com o artigo 36 da Resolução Normativa nº 2690/90, permite-se a negociação fora de bolsas de valores, de títulos e valores mobiliários nelas admitidos, nas seguintes hipóteses:

- I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;
- II - quando relativos a negociações privadas;
- III - quando se tratar de índices referentes aos títulos e/ou valores mobiliários; e
- IV - em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários.

A Bolsa de Valores deve disponibilizar um ambiente propício a realização de negócios, cujos objetos sejam os títulos nelas registrados, sugerindo e fiscalizando o serviço de seus intermediários. Além disso, fica responsável pela divulgação de informações relevantes sobre as empresas e negócios que se realizam sob seu domínio, tudo para assegurar maior liquidez às aplicações de médio e longo prazo, por intermédio de um mercado contínuo representado por seus pregões.<sup>50</sup>

A estes órgãos é conferida autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Porém sua operação ocorre sob a supervisão do Banco Central, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional, sendo que o início de suas operações esta condicionada à autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Atualmente, esta em vigor a resolução nº 2690/00, que determina que as bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social:

Art. 1º As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social:

- I - manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes;
- II - dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações;

---

<sup>50</sup> BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>. Visitado de Março a Setembro de 2014.

- III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários;
- IV - criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens;
- V - efetuar registro das operações;
- VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores;
- VII - divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes;
- VIII - conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observado o que a respeito dispuser a legislação aplicável; e
- IX - exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nesse sentido, consta que até o ano de 2007 existiam sete bolsas diferentes no Brasil:

- Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ)
- Bolsa de Valores de Minas – Espírito Santo (Bovmesb)
- Bolsa de Valores do Paraná (BVPR)
- Bolsa de Valores Regional (BVRG)
- Bolsa de Valores Bahia – Sergipe – Alagoas (BVBSA)
- Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba (BOVAPP)<sup>51</sup>

Após essa data houve um movimento de unificação entre as bolsas, quando a Bovespa abriu seu capital e aperfeiçoou o processo de fusão com a Bm&F, do que resultou a Bm&FBovespa ou Nova Bolsa.<sup>52</sup> A operação mercantil desta nova bolsa é dividida da seguinte maneira, a Bovespa fica responsável pelas operações no mercado de títulos e valores mobiliários, enquanto que a Bm&F responde pelo mercado de commodities (mercadorias) e futuros.

---

51 LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg 153.

52 Ibid., pg 153.

## 1.6.2 Sociedades Corretoras

A intermediação dos negócios nas bolsas de valores será exercida por sociedades corretoras membros da Bolsa, cujas quais estão obrigadas a manter sigilo em suas operações e serviços prestados, devendo guardar segredo sobre os nomes e operações de seus comitentes, só os revelando mediante autorização desses, dada por escrito.

Essas sociedades deverão ser organizadas na forma de Sociedade Anônima ou Companhia Limitada. Seu capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional e só poderão funcionar depois de autorizadas pelo Banco Central, sendo que a investidura dos seus dirigentes estará sujeita às condições legais vigentes para os administradores de instituições financeiras.

Inclusive, a Lei n 4.728/76 veda o exercício de qualquer cargo administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo em outras empresas cujos títulos ou valores mobiliários sejam negociados em Bolsa pelos administradores das sociedades corretoras.

A Atuação das sociedades corretoras obedece ao disposto no artigo 2º da Resolução nº 1655/89, *in verbis*:

Art. 2º A sociedade corretora tem por objeto social:

- I - operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores;
- II - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda;
- III - intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;
- IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;
- V - encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- VI - incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;
- VII - exercer funções de agente fiduciário;
- VIII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento;
- IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;
- X - exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais;
- XI - emitir certificados de depósito de ações; (Revogado parcialmente pela Resolução nº 2.099, de 17/8/1994, tão somente no que se refere à emissão de cédulas pignoratícias de debêntures).
- XII - intermediar operações de câmbio;

XIII - praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes;  
XIV - praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;  
XV - realizar operações compromissadas;  
XVI - praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil;  
XVII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;  
XVIII - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais;  
XIX - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Noutro giro, o mesmo instrumento normativo proíbe:

Art. 12. É vedado à sociedade corretora:

- I - realizar operações que caracterizem, sob qualquer forma, a concessão de financiamentos, empréstimos ou adiantamentos a seus clientes, inclusive através da cessão de direitos, ressalvadas as hipóteses de operação de conta margem e as demais previstas na regulamentação em vigor;
- II - cobrar de seus comitentes corretagem ou qualquer outra comissão referente a negociações com determinado valor mobiliário durante seu período de distribuição primária;
- III - adquirir bens não destinados ao uso próprio, salvo os recebidos em liquidação de dívidas de difícil ou duvidosa solução, caso em que deverá vendê-los dentro do prazo de 1 (um) ano, a contar do recebimento, prorrogável até 2 (duas) vezes, a critério do Banco Central;
- IV – Revogado. (Inciso IV revogado pela Resolução nº 2.951, de 19/4/2002).
- V - realizar operações envolvendo comitente final que não tenha identificação cadastral na Bolsa de Valores.

### **1.6.3 Instituições Financeiras autorizadas a operar no Mercado de Capitais**

À luz do art. 17 da Lei nº 4.595/64, as instituições financeiras determinam-se por sua atividade precipuamente bancária de coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Contudo, de acordo com Alexandre Assaf Neto, as instituições financeiras subdividem-se em dois grandes grupos, as instituições financeiras monetárias ou bancárias e as não bancárias ou não monetárias e, assim o são, pois:

*As instituições financeiras conhecidas por bancárias são aquelas a quem se permite a criação de moeda por meio do recebimento de depósitos a vista*

*(moeda escritural). Operam basicamente com ativos financeiros monetários que representam os meios de pagamento da economia (dinheiro em poder do público mais depósitos a vista em bancos). Essas instituições são representadas fundamentalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. As instituições financeiras não bancárias, ao contrario, não estão legalmente autorizadas a receber depósitos a vista, inexistindo, portanto, a faculdade de criação de moeda. Essas instituições trabalham basicamente com ativos bancários, debêntures etc. e são constituídas por praticamente todas as instituições financeiras que operam no mercado financeiro, exceto bancos comerciais múltiplos. Exemplos de instituições não bancárias: sociedades corretoras, bancos de investimento, sociedades financeiras, sociedades de arrendamento mercantil, etc.*”<sup>53</sup>

No entanto, para Eduardo Fortuna a classificação dada às instituições financeiras é outra, subdividindo-se em intermediários financeiros e as instituições auxiliares. Para o autor, a principal diferença entre as espécies é o fato de uma poder emitir seus próprios passivos e a outra não, além disso, as intermediárias financeiras podem captar recursos diretamente do público, assumindo responsabilidade e iniciativa própria. Já as instituições auxiliares trabalham para conectar poupadores e investidores, facilitando o acesso entre eles e ao crédito, fomentando a circulação do dinheiro<sup>54</sup>.

As atividades praticadas por instituições financeiras podem ser exercidas por pessoas jurídicas de Direito público ou privado, reservado, às pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas, o direito a equiparação às instituições financeiras, independente de a atividade ser exercida de forma permanente ou eventual, conforme o parágrafo único do art. 17 da Lei nº 4.595/64.

As instituições financeiras de direito público podem ser consideradas como instrumentos do governo na atuação creditícia da política monetária, sendo mantidas, basicamente, por verbas estatais, sejam elas estaduais ou federais. Já as instituições financeiras privadas são empresas constituídas na forma de sociedades anônimas e exercem uma atividade econômica restrita ao aspecto financeiro, com atuação na concessão de crédito, captação de verbas e demais atividades bancárias.<sup>55</sup>

---

53 ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005. Pg. 80

54 FORTUNA, EDUARDO. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. 16ª Ed. – Rio de Janeiro : Qualitymark Ed. 2005. Pg. 17

55 ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2010. Pg. 80/81.

No tocante às instituições financeiras de origem estrangeira, estas somente poderão funcionar no país com autorização prévia do BACEN ou por decreto do Poder Executivo, representando a anuência da República, por força do art. 18 da Lei 4.595/64.

Portanto, além de ostentar todas as características de Instituição Financeira, será necessário o registro e autorização da Comissão de Valores Mobiliários para que essas entidades possam atuar no mercado de capitais.

#### **1.6.4 Sociedades/Empresas**

As empresas interessadas em abrir o capital, devem obedecer às normas estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, órgãos responsáveis por fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários.

Para que a abertura de capital seja realmente vantajosa, sua decisão deve levar em consideração os custos para abertura do capital e a manutenção desta condição frente o ônus de um empréstimo bancário. Na ponta do lápis, a conta entre o custo dos impostos, a escassez de recursos e o valor real do dinheiro, a abertura do capital costuma ser mais atrativa.<sup>56</sup>

Em todos os casos, a distribuição de emissão de Valores Mobiliários depende de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários. Outrossim, é a autarquia a responsável por estabelecer as condições de registro necessárias a abertura de capital, que poderá de terminar, dentre outras coisas, o valor mínimo para emissão, a necessidade de acompanhamento de Instituição Financeira. Nesse sentido:

Art .19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

(...)

§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;

II - fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre:

---

56 LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg. 85/91.

- a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas;
  - b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes;
  - c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso;
  - d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.
- § 6º - A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor. (...).<sup>57</sup>

Com efeito, o registro da Companhia aberta poderá ser cancelado, por meio uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações em circulação, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios contábeis e de mercado estipulados na Lei nº 6.404/76. Caso o prazo se extinga e ainda assim remanesça em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate.

---

57 BRASIL. Lei 6.385 de 07 de Dezembro de 1976. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acessado de Março a Setembro de 2014.

## 2. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Atualmente, são negociadas no Mercado de Capitais diferentes tipos de ativos, dentre as principais opções de aplicação disponíveis estão as ações, debêntures, Certificado de Depósito Bancário (CDB), o Recibo de Depósito Bancário (RDB), os Fundos de Investimentos, bem como cotas em Fundo de Investimento.<sup>58</sup>

Os Fundos de Investimento constituem uma forma de aplicação financeira coletiva, a partir da comunhão de recursos de determinadas pessoas, unidas pelo objetivo de obtenção de lucro, cuja administração fica a cargo de pessoa jurídica autorizada pela CVM. Por ostentar tais características, constitui uma forma de aplicação muito difundida pelas instituições financeiras, na tentativa de atrair o pequeno investidor para essa seara, o que demonstra a pertinência do estudo neste enfoque em especial.

Portanto, levando em consideração que o tema do presente trabalho encontra limites nos fundos de investimento, cabe destacar seu conceito e forma de funcionamento.

### 2.1 Estrutura e composição dos Fundos de Investimento

De maneira geral, a constituição dos Fundos é realizada sob a forma de condomínio, razão pela qual os recursos aplicados são convertidos em quotas divididas entre os participantes, que passam a ser donos de uma parte do fundo, conforme o valor investido.

As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, e serão escriturais e nominativas, conferindo iguais direitos e obrigações aos cotistas. Sheila Perricone define quotas como:

*Nesse passo, podemos dizer que “quota” é um título representativo de uma fração ideal do patrimônio de um fundo de investimento, que é ofertada ao público e que confere a seu titular, isto é, aquele que adquirir tal quota, o direito de participação nesse fundo, o direito de auferir os rendimentos que advierem da valorização dos ativos integrantes da Carteira do Fundo e/ou da política de investimento adotada pelo administrador, o direito de efetuar resgates, novas aplicações, eventuais transferências das quotas nos termos regulamentares, e igualmente o ônus de arcar com eventuais prejuízos que, a contrario sensu, forem apurados pelo fundo. Trata-se, conforme se pode concluir, de um título de investimento coletivo.<sup>59</sup>*

---

<sup>58</sup> LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg 77.

Seguindo esse raciocínio, é possível concluir que as próprias cotas podem ser consideradas como valor imobiliário<sup>60</sup>. Inclusive, aduz o artigo 37 da Instrução CVM nº 391/03 que será permitida a constituição de fundos destinados ao investimento em Fundos de Investimento em Participações e em Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações. Neste caso, deverão ser aplicados, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em cotas de Fundos de Investimento em Participações, bem como em cotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.

## 2.2 Classificação dos Fundos de Investimento

De início, cumpre assinalar que os Fundos de Investimento Financeiro constituem aplicação econômica de risco, cujo funcionamento depende de prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

A instrução CVM nº 391/03 determina que o registro será automaticamente concedido, mediante a entrega dos seguintes documentos:

Art. 4º O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos:

I - ato de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em 3 (três) vias, devidamente rubricadas e assinadas, acompanhado de certidão comprobatória de seu registro em cartório de títulos e documentos;

II - declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no § 4º do art. 9º, se for o caso;

III – declaração indicando o nome do auditor independente.

IV – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, todos os custos incorridos, e outras informações relevantes sobre a distribuição;

V – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver;

VI – qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores;

VII - breve descrição da qualificação e da experiência profissional do corpo técnico do administrador e do gestor, se houver, na função de gestão ou administração de carteira.

---

59 PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 4 nº11 janeiro-março de 2001, coordenação Arnoldo Wald, Editora Revista dos Tribunais. Pg:84

60 Ibid., pg:84

Noutro giro, verifica-se que os Fundos podem ser classificados de acordo com a composição de sua carteira, em função do prazo de carência para resgate ou, ainda, de remuneração de suas cotas; do segmento em que atua.

Nesse sentido, de acordo com o artigo 92 da Instrução CVM nº 409/04, a classificação quanto à composição de sua carteira divide-se em:

**I – Fundo de Curto Prazo;**

Os fundos classificados como "Curto Prazo" deverão aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.

**II – Fundo Referenciado;**

Os fundos classificados como "Referenciados" deverão identificar em sua denominação o seu indicador de desempenho, em função da estrutura dos ativos financeiros integrantes das respectivas carteiras, desde que atendidas, cumulativamente, as seguintes condições: I – tenham 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por a) títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil; b) ativos financeiros de renda fixa considerados de baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor; II – estipulem que 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho ("benchmark") escolhido; III – restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos a realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

**III – Fundo de Renda Fixa;**

Os fundos classificados como "Renda Fixa", deverão ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de preços, ou ambos. O fundo classificado como "Renda Fixa" deverá possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

**IV – Fundo de Ações;**

Os fundos classificados como "Ações" deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado. Inclusive, 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido deverão ser compostos pelos seguintes ativos financeiros. O patrimônio líquido do fundo que exceder o percentual fixado poderá ser aplicado em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração previstos no art. 87.

**V – Fundo Cambial;**

Os Fundos classificados como Cambiais deverão ter como principal fator de risco de sua carteira a variação de preços de moeda estrangeira, ou a variação do cupom cambial. Nesses fundos, no mínimo, 80% (oitenta por

cento) da carteira deverá ser composta por ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

**VI – Fundo de Dívida Externa; e**

Os fundos classificados como "Dívida Externa" deverão aplicar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.

**VII – Fundo Multimercado.**

Os fundos classificados como "Multimercado" devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 92. O regulamento dos fundos de que trata este artigo poderá autorizar a aplicação em ativos financeiros no exterior, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido, observado o disposto nos §§ 2º a 4º do art. 85.

Logo, vê-se que os Fundos de Investimentos possuem diversas áreas distintas para aplicação monetária, o que determina sua classificação. Aliás, justamente por possuírem ampla gama de opções relativas às áreas para investimento e forma de aplicação, é que são consideradas boas opções para o investidor, principalmente para o pequeno investidor.

### 3. A ATUAÇÃO ADMINISTRATIVA E O MERCADO DE CAPITAIS

A responsabilidade civil no Mercado de Capitais deve ser analisada após amplo conhecimento da estrutura e funcionamento deste mercado, principalmente no que tange ao seu aparato regulatório. Desta forma, torna-se indispensável analisar mais à fundo a atuação do Estado nessa seara, e, principalmente referente as atribuições conferidas a Comissão de Valores Mobiliários.

#### 3.1 Regulação do Mercado de Capitais

Conforme já demonstrado, a essência do Mercado de Capitais consiste na distribuição de títulos e valores mobiliários, de forma a proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas que aderem a este Mercado, viabilizando sua capitalização. O investimento é realizado com vistas à obtenção de lucro ulterior, baseado na mais-valia da aplicação, a partir do trabalho do administrador da empresa a que se destinam os recursos, uma vez detentor do *know how* referente ao objeto social e, portanto, teoricamente mais preparado para administrar os recursos empenhados sem participação efetiva do investidor.<sup>61</sup>

Nesse sentido, nota-se que a o investidor é parte mais frágil da relação, tendo em vista que aplica seu dinheiro na expectativa de obter lucro. Porém, o lucro, se vier, advirá do trabalho de terceiros ligados à empresa na qual houve o investimento. Destarte, é patente a necessidade de se regular este Mercado, com vistas a estabelecer normas claras às instituições ligadas as intermediações, bem como as empresas de capital aberto, além do próprio investidor, de forma a assegurar a higidez do Mercado de Capitais.

Portanto, a regulação do Mercado de Capitais é o reflexo da intervenção estatal para proteger o investidor contra operações temerárias e práticas fraudulentas. Além disso, a regulação também pode ser considerada como instrumento essencial na busca pela eficiência, consubstanciada na harmonia entre o valor dos títulos e as informações divulgadas; pela equidade, ao passo que deve haver razoável proporção entre os serviços prestados pelos intermediários e o preço cobrado pelo serviço; pela harmonia do mercado através da rejeição à concentração econômica; pela proteção do sócio minoritário, combatendo o conflito de

---

61 LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais* – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011. Pg. 77

interesse entre o intermediário financeiro e seu cliente, por exemplo, através do mecanismo de *disclosure*<sup>62, 63</sup>

Contudo, nem sempre foi assim. Antes do ano de 2002, era comum encontrar Fundos de Investimento, é através da regulação que a Comissão de Valores pode desenvolver seus objetivos chave, quais sejam:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.<sup>64</sup>

Como já mencionado anteriormente, a fiscalização e regulamentação do Mercado de Capitais é, atualmente, competência da Comissão de Valores Mobiliários. Investimento sujeitos à regulação do Banco Central do Brasil e Fundos de Investimento sujeitos à regulação da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>65</sup>

---

62 “O objetivo da ‘disclosure’ é informar ao acionista de atos e fatos societários que afetam o seu patrimônio acionário e, sobretudo, dar-lhe elementos materiais para configurar se sua participação no acervo social e nos lucros é equânime e proporcional e se a posição privilegiada de ‘insiders’ não lhe ocasionou situação de inferioridade. CORDEIRO FILHO, Ari. *Ações e Reações no Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1977, pg. 92.

63 EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1987.

64 Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

65 PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 4 nº11 janeiro-março de 2001, coordenação Arnoldo Wald, Editora Revista dos Tribunais. Pg 81.

Isso ocorria porque, a Lei nº 4.728/65 previa expressamente a competência do Banco Central do Brasil para fiscalização dos Fundos de Investimento. Inclusive, com base nesse substrato legal é que foi editada a circular nº 2616/95 pelo Banco Central. Além disso, a Lei nº 6.385/76 criou a Comissão de Valores Mobiliários, como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda responsável por regular, fiscalizar o Mercado de Capitais.<sup>66</sup> Ou seja, estavam em vigor disposições que atribuíam competência tanto à Comissão de Valores Mobiliários, quanto ao Banco Central do Brasil e ao Conselho Monetário Nacional.

No entanto, com a edição das Leis nº 10.303/01 e 10.411/02, diversas disposições da Lei nº 6.385/76 foram alteradas, o que robusteceu a atuação da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a exercer sua função com independência em relação aos demais órgãos do Poder Executivo.<sup>67</sup>

Com efeito, as referidas alterações normativas impuseram a publicação conjunta nº 10/02 da CVM e do BACEN, através da qual se estabeleceu que as normas até então publicadas pelo Banco Central relativas ao Mercado de Capitais continuariam vigentes até sua revogação pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>68</sup>

Portanto, em que pese as Leis nº 4.728/65 e 6.385/76 continuarem vigentes, a competência para regular fiscalizar e supervisionar o Mercado de Capitais esta a cargo da Comissão de Valores Mobiliários, que o faz através dos instrumentos normativos, executivos e judicantes.<sup>69</sup>

---

66 PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 4 nº11 janeiro-março de 2001, coordenação Arnoldo Wald, Editora Revista dos Tribunais. Pg 81.

67 MONTEIRO, Rogério. *Responsabilidades Do Administrador De Fundos De Investimento*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 30 | p. 283 | Out / 2005 DTR\2005\631

68 Ibid., pg. 283.

69 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006.

## 3.2 Comissão de Valores Mobiliários

### 3.2.1 Natureza jurídica da CVM

A comissão de Valores mobiliários foi instituída pela Lei nº 6.385/76, alterada pela Lei nº 10.411/02, e é considerada como entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária.<sup>70</sup>

Possui natureza jurídica de entidade reguladora, haja vista os poderes que lhe foram atribuídos pelas Leis nº 6.385/76; 9.457/97; 10.303/01, a flexibilidade de seus instrumentos de regulação, além da notada independência frente ao Poder Executivo, fatores semelhantes aqueles da regulação pós-moderna.<sup>71</sup>

Sua criação foi baseada no modelo norte-americano da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, agência reguladora responsável pelo mercado de capitais dos Estados Unidos. Inclusive, o fato de a atuação regulatória norte-americana ser pautada na política de *disclosure*<sup>72</sup>, foi fundamental para a adoção deste modelo pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>73</sup>

Em que pese guardarem inúmeras semelhanças, a agência norte-americana é órgão independente, cuja representação é partidária, com características quase judiciais, ao passo que a Comissão de Valores Mobiliários é autarquia federal vinculada ao Ministério da

---

70 BRASIL, [Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976](#). *Dispõe sobre o Mercado Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm) Acesso de março a setembro de 2014.

71 SOARES, Mauricio Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários : Instrumentos de Regulação e Auto-regulação* - Rio de Janeiro : Editora Juarez de Oliveira, 2003.

72 A política de *disclosure* tem por fundamento a publicidade das informações essenciais relativas às empresas participantes, bem como em relação aos títulos por elas emitidos. O direito à informação passa a ser um dos principais bens jurídicos tutelados, ao passo que vital para a proteção do investidor e para a eficiência do Mercado. DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006.

73 SOARES, Mauricio Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários : Instrumentos de Regulação e Auto-regulação* - Rio de Janeiro : Editora Juarez de Oliveira, 2003.

Fazenda, cuja diretoria possui mandato fixo, devendo ser nomeada pelo Presidente da República.

### 3.2.2 Estrutura e Funcionamento da CVM

Atualmente, a comissão de Valores Mobiliários é administrada por um colegiado, cujo modelo de atribuição e o mandato fixo de seus dirigentes obedece ao mesmo modelo das demais agências reguladoras. Os atos institucionais, concernentes na edição de normas ou aplicação de sanções, são aperfeiçoados através de decisões colegiadas, formadas pelo voto de seus membros, entre os quais não há hierarquia, exceto no caso de empate, quando o voto do presidente prevalece sob os demais.<sup>74</sup>

O colegiado da Comissão de Valores Mobiliários é composto por um Presidente e quatro Diretores, com mandado de cinco anos, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.<sup>75</sup>

O trabalho desenvolvido pela autarquia conta com o auxílio da assessoria de comunicação (ASC) e da assessoria de análise e pesquisa (ASA), além da Procuradoria Federal Especializada, composta por membros da Advocacia Geral da União. Com efeito, a Comissão conta com análise periódica, tendo em vista que todo o trabalho é auditado.<sup>76</sup>

As demais atividades são desempenhadas por Superintendências, que cuidam: I. do registro de valores mobiliários (SER); II. Fiscalização Externa (SFI); III. Processos Sancionadores (SPS); IV. Proteção e orientação aos investidores (SOI); V. Relações Internacionais; VI. Desenvolvimento de Mercado (SDM); VII. Normas Contábeis e de Auditoria Interna (SNC); VIII. Informática (SSI); IX. Planejamento (SPL); X. Administrativo

---

74 SOARES, Mauricio Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários : Instrumentos de Regulação e Auto-regulação* - Rio de Janeiro : Editora Juarez de Oliveira, 2003.

75 BRASIL, [Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976](#). *Dispõe sobre o Mercado Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm) Acesso de março a setembro de 2014.

76 Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

Financeira; XI. Relações com Empresas (SEP); XII. Relação com Investidores Institucionais (SIP); XIII. Regional de Brasília; XIV. Geral.<sup>77</sup>

Insta mencionar que, o poder de polícia exercido pela Comissão de Valores Mobiliários lhe confere o poder de cobrar uma Taxa de Fiscalização dos administrados, conforme dispões a Lei nº 7.940/89. Inclusive, esta arrecadação, perfaz a principal fonte de receita da autarquia.

### **3.2.3 Competência da CVM de acordo com a Lei nº 6.385/76**

À Comissão de Valores Mobiliários compete a regulação e fiscalização das instituições que compõem o Mercado de Capitais, como forma de assegurar a hígidez do Sistema. Nesse sentido, o artigo 8º da Lei nº 6.385/76 determina que são de sua competência, os seguintes atos:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

A Lei nº 6.404/76, modificada pela Lei nº 10.303/01 aumentou o rol de competências da Autarquia, e determina expressamente a necessidade de registro das empresas para que estas possam negociar seus títulos na Bolsa. De igual maneira, a oferta pública de ações, deverá, obrigatoriamente, ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários:

Art. 4o Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

---

<sup>77</sup> Comissão de Valores Mobiliários. <http://www.cvm.gov.br/>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

§ 1o Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 2o Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 3o A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 4o O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 5o Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4o, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6o do art. 44. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 6o O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4o, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado. ([Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

Contudo, estes artigos estão elencados no presente trabalho apenas a título demonstrativo, uma vez que são muitas as competências da Comissão de Valores Mobiliários espalhadas pelo texto das legislações correspondentes. Portanto, o que tem que se ter em mente, é o seu objetivo maior de regular e fiscalizar o Mercado de Capitais, buscando com isso assegurar a segurança de seus participantes, atuando na reserva da poupança pública e na eficiência e atratividade desta seara.

### 3.2.4 A atuação da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários possui diversos tipos de instrumentos dos quais se utiliza, na busca pela eficiência do Mercado de Capitais. Logo, serão analisados aqui, apenas os principais instrumentos na consecução dos objetivos a que se propõe a CVM. Bem assim, separados de forma didática entre instrumentos normativos, executivos e judicantes, mesmo que, na prática, sejam indissociáveis.<sup>78</sup>

#### *Instrumentos Normativos*

Estão classificados como instrumentos normativos o registro de companhia aberta<sup>79</sup> e o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Ambos os instrumentos viabilizam a política de *disclosure*, ao passo que impõem a empresa participante o dever de prestar informações acerca de aspectos essenciais para que o investidor avalie a oportunidade do investimento.<sup>80</sup>

O registro de companhia aberta é essencial para determinar quais empresas poderão negociar seus títulos no Mercado de Valores Mobiliários e poder beneficiar-se com a capitalização direta, proveniente dos investidores. Os registros são de dois tipos, destinados a negociação em bolsa de valores (mercado secundário) ou para mercado de balcão<sup>81</sup> (mercado primário).

---

78 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006. Pg, 16/17.

79 O registro de companhia aberta tem previsão legislativa no artigo 21, § 1º da Lei 6.385/76; artigo 4º, § 1º da Lei nº 6.404/76, além da Instrução CVM 202/93.

80 Ibid., pg, 51/55.

81 “O mercado de balcão funciona fundamentalmente como mercado primário, pois é nele que é feita a negociação dos novos valores mobiliários emitidos publicamente pelas companhias. Mas pode acontecer também de no balcão dessas instituições serem negociados valores mobiliários que já estão no domínio dos investidores. Desse modo, o mercado de balcão pode servir tanto como mercado primário, quanto como secundário. Vale ressaltar, ainda, que valores mobiliários não admitidos à bolsa são negociados unicamente no mercado de balcão.” DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006. Pg, 57.

Noutro giro, o prévio registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários pela CVM é necessidade que se impõe pela Lei nº 6.385/76 e 6.404/76, além da instrução CVM 400/03, tanto para ofertas públicas primárias quanto secundárias. Neste diapasão, cumpre assinalar que a competência da autarquia limita-se a emissões públicas, não abrangendo emissões particulares.<sup>82</sup> Isso ocorre porque, o eixo de atuação da Comissão gira em torno da defesa e formação da poupança pública, da economia da coletividade e não relativa a poucos indivíduos determinados. Inclusive, a indeterminação das pessoas a que se destina a proposta de oferta pública é fator determinante para conceituá-la.

Em todos os casos, é importante destacar que a autarquia não faz nenhum exame de mérito para deferir ou não a solicitação de registro, de forma que sua decisão restringe-se a aspectos formais de legalidade, enquanto que a avaliação de mérito, baseada na atividade desenvolvida pela empresa, fica a cargo do investidor, que poderá optar por aderir ou não às suas ações. No entanto, haverá avaliação de mérito, baseada na análise da atividade e das pessoas que a exercem, em casos excepcionais como a constituição de nova companhia mediante subscrição pública (prática expressamente vedada pela lei nº 6.404/76), ou, ainda, pela inidoneidade dos fundadores, ao passo que, em se tratando de companhia ainda não constituída, não há histórico de fundadores ou da empresa.<sup>83</sup>

Por fim, repisa-se que a concessão do registro não significa sucesso da aplicação, tampouco poderá a autarquia ser responsabilizada pela veracidade das informações, uma vez que esta responsabilidade fica a cargo da própria companhia e do *underwriter*.<sup>84</sup>

### *Instrumentos Executivos*

Por outro lado, os Instrumentos Executivos abrangem os mecanismos utilizados pela CVM para executar e fiscalizar o cumprimento das normas no âmbito do

---

<sup>82</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006. Pg, 64.

<sup>83</sup> Ibid., pg 51/55 e 68/70.

<sup>84</sup> Ibid., pg, 51/55 e 68/70.

Mercado de Capitais, mais especificamente no que tange à investigação de ilícitos, e, ainda, a imposição para que os agentes se adêquiem às normas da regulação.<sup>85</sup>

Nesse sentido, os artigos 9º e 11º da Lei nº 6.385/76 elencam um serie de atribuições conferidas a Comissão de Valores Mobiliários, destinadas a preservação e fiscalização do setor:

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [\(Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001\)](#)

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: [\(Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001\)](#)

a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15);

b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001\)](#)

c) dos fundos e sociedades de investimento;

d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24);

e) dos auditores independentes;

f) dos consultores e analistas de valores mobiliários;

g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não eqüitativas; [\(Redação dada pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001\)](#)

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001\)](#)

III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;

IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; [\(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001\)](#)

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: [\(Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001\)](#)

I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão. ([Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º. ([Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado. ([Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido. ([Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: ([Parágrafo incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e ([Inciso incluído pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001](#))

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

§ 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá se recusar a prestar a assistência referida no caput deste artigo quando houver interesse público a ser resguardado. ([Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

§ 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, às informações que, por disposição legal, estejam submetidas a sigilo. ([Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001](#))

Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas. ([Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007](#))

Parágrafo único. A entidade referida no caput deste artigo deverá ser majoritariamente composta por contadores, dela fazendo parte, paritariamente, representantes de entidades representativas de sociedades submetidas ao regime de elaboração de demonstrações financeiras previstas nesta Lei, de sociedades que auditam e analisam as demonstrações financeiras, do órgão federal de fiscalização do exercício da profissão contábil e de universidade ou instituto de pesquisa com reconhecida atuação

na área contábil e de mercado de capitais. [\(Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007\)](#)

Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997\)](#)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997\)](#)

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997\)](#)

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997\)](#)

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997\)](#)

Portanto, este é o fundamento para permitir que a autarquia seja legítima a determinar o adiamento e interrupção de assembléia geral de companhia aberta, bem como instaurar processo administrativo sancionador e, também, firmar termo de compromisso.

### *Instrumentos Judicantes*

Seguindo a seqüência das competências atribuídas à autarquia, passa-se a expor a maneira como a Comissão de Valores Mobiliários aplica as sanções em desfavor daqueles que atuam de forma contrária ao estabelecido por Lei e pelas normas emitidas pela própria CVM.

### *Inquérito Administrativo*

Os indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e de práticas não-equitativas no mercado de valores mobiliários serão apurados por meio de inquéritos administrativos. Seu processamento poderá resultar em arquivamento, ou instauração de processo sancionador, sendo possível tanto o arquivamento quanto decisões punitivas. Todas as opções de sanções e termos de compromisso a ser aplicado estão previstas em Lei e, exatamente por esta razão, merece que se trate o processo administrativo sancionador como instrumento judicante.<sup>86</sup>

A investigação e o processo administrativo disciplinar devem observar os princípios constitucionais, assegurando o contraditório e a ampla defesa dos interessados. Outrossim, deverão ser aplicadas as normas da deliberação CVM 538/08, utilizando-se, de forma subsidiária, as diretrizes da Lei de Processo Administrativo nº 9.784/99.

A instauração de inquérito deverá ser realizada pela Superintendência Geral munida de informações que apontem no sentido da transgressão administrativa. O inquérito administrativo considerar-se-á instaurado na data da Portaria que dispuser sobre sua instauração. A partir daí, começa a correr o prazo de 90 (noventa) dias determinados para conclusão do trabalho, podendo tal prazo ser prorrogado, mediante pedido motivado encaminhado ao Superintendente Geral, por período que este julgue adequado para a conclusão das investigações.

O inquérito administrativo será conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada – PFE, que proporão ao Superintendente Geral o arquivamento do inquérito administrativo sempre que não obtiverem provas suficientes para formular a acusação ou se convencerem da inexistência de infração ou da ocorrência da prescrição.

### *Processo Administrativo Sancionador*

Ao contrário, restando comprovado o indício de materialidade e autoria delitiva decorrente do inquérito, deve ser iniciado o Processo Administrativo, por meio do termo de

---

<sup>86</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006.Pg. 91.

acusação que será elaborado por qualquer das Superintendências da Comissão de Valores Mobiliários, mediante requisição do Superintendente Geral.<sup>87</sup>

Contudo, cabe destacar que os mesmos legitimados, sempre que entendam que dispõem de elementos conclusivos quanto à autoria e materialidade da irregularidade constatada, poderão apresentar o termo de acusação sem necessidade da fase inquisitorial. Nesta hipótese, o termo de acusação independe de prévia aprovação do Superintendente Geral.<sup>88</sup>

Instaurado o processo administrativo, deverá ser concedido ao acusado prazo de 30 dias para defesa. Logo após, será determinado um relator, escolhido mediante sorteio entre os diretores. Antes do julgamento, o relator pode determinar suprimento das diligências, bem como a retificação da acusação, além de disponibilizar fase própria para produção de provas. Em todos os casos, os acusados deverão ser intimados dos atos, sendo-lhes assegurado o direito de se manifestar. Da mesma forma, deverá haver novo parecer emitido pela Procuradoria Federal Especializada.

A decisão deverá ser tomada pelo órgão colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, em sessão pública (exceto quando matéria sigilosa), pelo voto da maioria, cabendo ao Presidente da sessão o voto de qualidade. Nesse sentido, poderão ser impostas aos administrados, as sanções previstas pelo artigo 11 da Lei nº 6.385/76, *in verbis*:

Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

---

87 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 538, de 05 de Março de 2008. *Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.*

88 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 538, de 05 de Março de 2008. *Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.*

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; ([Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; ([Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. ([Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997](#))

Da decisão cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, com efeito suspensivo, dentro do prazo de trinta dias a contar da ciência da decisão, exceto nos casos que tratem de irregularidades relacionadas à Lei nº 9.613/98, quando o prazo de interposição será de 15 (quinze) dias.

Por fim, cumpre assinalar que compete ao Superintendente Geral, após relatório da Procuradoria Federal Especializada, efetuar comunicação dos fatos ao Ministério Público, uma vez verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes. Da mesma forma, deverá ocorrer a comunicação a outros órgãos e entidades da administração pública, quando verificada a ocorrência de ilícito em área sujeita à fiscalização destes, ou indícios de sua prática.

### *Termo de Compromisso*

O Termo de Compromisso representa uma tentativa de solução administrativa consensual, e, portanto, teoricamente mais rápida e efetiva. O instituto será aplicado pela CVM de acordo com seus critérios de conveniência, porém, desde que atendidos os requisitos previstos na lei. Com efeito, este instituto será melhor estudado no último capítulo, quando se tratar de instrumentos de procedimentos para ressarcimento de prejuízos.

#### **4. A RESPONSABILIDADE CIVIL NO MERCADO DE CAPITAIS POR DANOS AO INVESTIDOR EM APLICAÇÕES REALIZADAS ATRAVÉS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Feita a análise dos aspectos relativos ao Mercado de Capitais, torna-se possível analisar o mérito principal deste estudo, tecendo informações acerca da Responsabilidade Civil no Mercado de Capitais, por danos causados ao investidor, tendo em vista aplicações financeiras em fundos de investimento.

Nesse sentido, cumpre assinalar que a responsabilidade civil pode ser considerada como o dever de reparar, imposto a determinada pessoa que tenha agido em transgressão de uma norma jurídica civil preexistente. São elementos constitutivos da Responsabilidade Civil o dano, a conduta e o nexos causal entre estas.

A doutrina classifica a responsabilidade civil em responsabilidade subjetiva (na qual o elemento culpa é imprescindível), objetiva (marcada pela teoria do risco, e, portanto, prescinde a culpa), contratual (prevista em contrato) ou extracontratual (advém do contrato social, prevista no código civil).

##### **4.1 Responsabilidade Subjetiva**

Acerca da Responsabilidade Subjetiva, aduz o Arnaldo Rizzardo que *“De acordo com a teoria da responsabilidade subjetiva, só é imputável, à título de culpa, aquele que praticou o fato culposos possível de ser evitado. Não há responsabilidade quando o agente não pretendeu e nem podia prever, tendo agido com a necessária cautela”*<sup>89</sup>

Se o agente provoca o fato, diz-se responsabilidade por fato próprio. Contudo, caso o dano tenha sido causado por outrem, sob guarda ou responsabilidade do agente, diz-se responsabilidade por fato de terceiro.<sup>90</sup>

A responsabilidade civil subjetiva reúne os elementos básicos, como o dano, nexos causal e evento lesivo, o qual advém de fato ilícito ou abuso de direito. Na primeira hipótese, decorre de ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência que cause dano

---

<sup>89</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Responsabilidade Civil: Lei nº 10.406 de 10.01.02*. Rio de Janeiro : Editora Forense, 2009. Pg. 29.

<sup>90</sup>Ibid., pg. 29.

a outrem. Da mesma forma, impõe-se o dever de reparar, nos casos em que haja abuso de direito, quando 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.

A culpa, considerada como a ausência de diligência na conduta do agente, demonstrando seu descuido com um bem alheio juridicamente tutelado, não necessita estar associada ao dolo, para que haja o dever de reparar. A doutrina classifica a culpa em, *culpa in eligendo, culpa in vigilando, culpa in comittendo, culpa in omittendo, e culpa in custodiendo*.<sup>91</sup>

Noutro giro, o nexu causal é o elemento responsável por relacionar o evento lesivo ao dano efetivo, sendo que o dano abrange não apenas os materiais, podendo também ser morais e estéticos.

## 4.2 Responsabilidade Objetiva

A responsabilidade subjetiva é regra, enquanto que a objetiva é a exceção. Isso porque, na responsabilidade objetiva o dever de reparar independe do elemento culpa. Nesse sentido, aduz o artigo 927 do Código Civil:

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

Parágrafo único. **Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.**

Conforme determina o artigo supracitado, a responsabilidade objetiva deverá estar expressa em lei ou, quando a atividade desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem. Em que pese não haver no artigo qualquer delimitação acerca do tipo de risco, convém esclarecer que a doutrina o classifica em: i. Risco Proveito; ii. Risco Profissional; iii. Risco excepcional; iv. Risco Criado. Todos eles se assemelham, na medida em que obedece à máxima: quem cria o risco deve suportar a efetivação dele.

---

<sup>91</sup> MELO, Nehemias Domingos de. *Da culpa e do Risco: como fundamentos da responsabilidade civil* – 2ª Edição – São Paulo : Atlas, 2012. Pg. 08/15

Inclusive, é justamente desta forma que funciona no Código de Defesa do Consumidor. O legislador consumerista, partindo do princípio da desigualdade que marca as relações de consumo e, com base na teoria do risco, segundo a qual aquele que desempenha atividade de risco responde pelos danos que causar independente de culpa, determinou expressamente a aplicação da responsabilidade objetiva nessa seara.

### **4.3 A Responsabilidade Civil no Mercado de Capitais**

Nesse sentido, para analisar a responsabilidade civil no mercado de capitais, por prejuízos decorrentes de fundo de investimento, faz-se necessário analisar a razão do prejuízo, a fim de se identificar se este decorreu do: i. risco inerente ao mercado financeiro; ii. da atuação do administrador do fundo; ou iii. da atuação do administrador da empresa que recebeu o investimento.

#### **4.3.1 Do risco inerente ao Mercado de Capitais**

Toda a estrutura e funcionamento do Mercado de Capitais demonstra, por si só, a relação íntima desta seara com o risco. Isso porque, no caso de aplicações em Fundos de Investimento, o aporte financeiro é realizado, contudo, o investimento fica a cargo do administrador do fundo. Isso sem contar que, o lucro dependerá do trabalho da empresa, sob a qual o investidor também não exerce qualquer influência.

Esses fatores somam-se a outros, tanto no aspecto macroeconômico como microeconômico. Isso porque, assim como uma crise mundial pode determinar a subida ou a queda do valor das ações, fatores pontuais a uma determinada região pode influenciar uma dada produção e, conseqüentemente, resultar na desvalorização/valorização dos seus títulos. Cada área apresenta uma sensibilidade a determinada variável, umas mais outras menos.

A própria BmF&Bovespa esclarece em seu *site*, que as aplicações realizadas no âmbito do Mercado de Capitais constituem investimento de renda variável. Justamente, por essa razão, recomenda-se apenas para aqueles que dispõem de recursos para serem aplicados no longo prazo e tolerância para suportar variações no valor da aplicação.<sup>92</sup>

---

<sup>92</sup> Bm&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/saiba-os-riscos-de-investir.aspx?Idioma=pt-br#>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

Noutro giro, os riscos das aplicações operadas no Mercado de Capitais se assemelham aos riscos decorrentes da abertura de um negócio. Essa constatação encontra fundamento no fato de que quando se adquire ações de uma empresa, torna-se sócio. Inclusive, este ponto é crucial, uma vez que o sucesso da empreitada financeira, muitas vezes, relaciona-se também com o sucesso da empresa. Portanto, especial atenção deve ser empreendida na escolha da empresa que receberá os investimentos, em que pese essa decisão ser tomada pelo administrador do fundo de investimento, no caso hipotético sob análise.<sup>93</sup>

Por fim, cabe destacar que quanto maior o risco maior poderá ser o retorno, ao revés, quanto menor o risco menor o retorno. Desta forma, para fazer uma aplicação, o investidor deve procurar um fundo que esteja em harmonia com o seu perfil, tanto em relação ao grau de conforto, ao retorno esperado e ao prazo para levantamento dos valores, etc...<sup>94</sup>

#### 4.3.2 Dever de Informação – *Diclosure*

A proteção do investidor vem pautada pela regulação do dever de informação. Essa norma constitui seu principal bem juridicamente tutelado no âmbito do Mercado de Capitais, uma vez que desempenha função essencial não apenas à proteção do investidor, como também à eficiência do Mercado.<sup>95</sup>

Sua principal função é assegurar que o acionista tenha acesso a informações de fatos societários que afetem seu patrimônio. Através dessas informações, o acionista poderá ponderar e identificar casos em que possa haver conflito de interesse de seu agente financeiro ou se a posição privilegiada de ‘*insiders*’ não lhe ocasionou situação de inferioridade.<sup>96</sup> Com isso, se proporciona elementos suficientes para que o acionista tome as medidas cabíveis, seja

---

93Bm&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/saiba-os-riscos-de-investir.aspx?Idioma=pt-br#>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

94Bm&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/como-investir-na-bolsa.aspx?idioma=pt-br>. Acessado de Março a Setembro de 2014.

95 DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006.

96 CORDEIRO FILHO, Ari. *Ações e Reações no Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1977, pg. 92.

a tentativa de arbitragem junto à bolsa, reclamação junto à Comissão de Valores Mobiliários ou, até mesmo, através de via judicial.<sup>97</sup>

### **4.3.3 Responsabilidade dos Intermediários e das Sociedades Membro da Bolsa de Valores**

O prejuízo do investimento também pode estar ligado à responsabilidade dos intermediários financeiros, responsáveis por representar os investidores nas operações financeiras. Não basta o simples prejuízo decorrente da desvalorização do valor mobiliário, pautada no risco inerente do mercado, é necessário que a conduta do intermediário seja contrária àquela disposta pelo instrumento normativo.

Ademais, verifica-se que a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2690/00 impõe à sociedade membro a responsabilidade sobre a legitimidade dos títulos, sua liquidação e pela autenticidade dos endossos em títulos e valores mobiliários, *in verbis*:

Art. 39. A sociedade membro é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades com as quais haja operado:  
I - por sua liquidação;  
II - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues; e  
III - pela autenticidade dos endossos em títulos e valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos.

Da mesma forma, a Resolução nº 1655/89 dispõe sobre a responsabilidade das Sociedades Corretoras:

Art. 11. A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando:  
I - por sua liquidação;  
II - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues;  
III - pela autenticidade dos endossos em valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documentos necessários para a transferência de valores mobiliários.

Portanto, conclui-se que as sociedades participantes e os intermediários financeiros serão responsabilizados quando não observarem as normas que deveriam seguir,

---

<sup>97</sup> SOARES, Mauricio Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários : Instrumentos de Regulação e Auto-regulação* - Rio de Janeiro : Editora Juarez de Oliveira, 2003. Pg. 25/26

bem como em casos de exercício negligente de sua atuação, falhas na prestação de serviços, ou em eventual conflito de interesse.

#### **4.3.4 Responsabilidade do Administrador do Fundo**

A administração do fundo competirá à pessoa jurídica autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. Esta mesma pessoa jurídica deverá indicar o diretor ou sócio-gerente responsável pela representação do fundo perante a autarquia.

Contudo, cabe assinalar que as funções de administrador e de gestor poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica legalmente habilitada, sendo assegurado ao administrador o direito de contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo. Nesse sentido, o gestor e o administrador do fundo responderão pelos prejuízos causados aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento do próprio fundo.

Outrossim, na hipótese de a administração do fundo não ser exercida por instituição financeira integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de distribuição de cotas e de tesouraria, tais como:

- I – abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do fundo;
- II – recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de cotas, e pagamento quando de amortização ou do resgate, pelo fundo, de cotas ou quando da liquidação do fundo;
- III – recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos;
- IV – liquidação financeira de todas as operações do fundo.

Nesse caso, a empresa habilitada contratada responderá pelos prejuízos que causarem aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo.

O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembléias gerais e especiais, podendo delegar para o gestor esses poderes, no todo ou em parte. Por outro lado, é dever do administrador informar aos cotistas sobre qualquer

situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

O administrador poderá renunciar à administração do fundo, mediante aviso prévio de no mínimo 60 (sessenta) dias, endereçado a cada cotista e à CVM. Da mesma forma, a CVM, no uso de suas atribuições legais, poderá descredenciar o administrador, em conformidade com as normas que regulam o exercício da atividade de administrador de carteira. Em ambas as hipóteses, ficará o administrador obrigado a convocar, imediatamente, a assembléia geral para eleger seu substituto, a se realizar no prazo de até 10 (dez) dias, sendo também facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, em qualquer caso, ou à CVM, nos casos de descredenciamento, a convocação da assembléia geral. Contudo, no caso de renúncia, o administrador deverá permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, sendo que no caso de descredenciamento, a CVM poderá indicar administrador temporário até a eleição de nova administração.

### *Das Obrigações do Administrador*

A Instrução Normativa nº 409 da Comissão de Valores Mobiliários dispõe como obrigação do administrador do Fundo de Investimento o seguinte rol:

Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução:

I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

a) o registro de cotistas;

b) o livro de atas das assembléias gerais;

c) o livro ou lista de presença de cotistas;

d) os pareceres do auditor independente;

e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e

f) a documentação relativa às operações do fundo, pelo prazo de cinco anos.

II – no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso anterior até o término do mesmo;

III – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de fundo fechado em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;

IV – pagar a multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;

VI – elaborar e divulgar as informações previstas no Capítulo VII desta Instrução;

VII – manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo, bem como as demais informações cadastrais;

X – custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo, inclusive do prospecto e da lâmina;

XII – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento ou prospecto do fundo;  
XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto;  
XIV – cumprir as deliberações da assembléia geral; e  
XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.  
Parágrafo único. O serviço de atendimento ao cotista deve ser subordinado diretamente ao diretor responsável perante a CVM pela administração do fundo ou a outro diretor especialmente indicado à CVM para essa função, ou ainda, conforme o caso, a um diretor indicado pela instituição responsável pela distribuição ou gestão do fundo, contratado pelo fundo.

Noutro giro, tanto o administrador quanto o gestor do fundo devem obedecer às normas de conduta básicas, estipuladas pelo art. 65-A da Instrução 491:

Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

Parágrafo único. O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor de fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido.

Nesse sentido, elencar as obrigações básicas do administrador, bem como suas vedações e normas de conduta, torna-se essencial, uma vez que o malferimento de qualquer disposição pode ensejar a responsabilidade do administrador do Fundo a reparar eventuais danos daí decorrentes.

À propósito, o Superior Tribunal de Justiça já reconheceu a responsabilidade objetiva do administrador do fundo, uma vez relativo ao “investidor consumidor”, declarando, inclusive, a responsabilidade solidária entre a instituição financeira que opte pela terceirização da administração do fundo:

DIREITO CIVIL E CONSUMIDOR. RECURSO ESPECIAL. FUNDO DE INVESTIMENTO. BANCO DA AMAZÔNIA. ADMINISTRADOR DO

FUNDO. SUBCONTRATAÇÃO. GESTÃO DA CARTEIRA. BANCO SANTOS. SANTOS ASSET MANAGEMENT. INTERVENÇÃO DO BACEN. VALORES BLOQUEADOS. RESPONSABILIDADE. ADMINISTRADOR DO FUNDO.

1. Incide o Código de Defesa do Consumidor aos contratos celebrados entre os investidores não profissionais - de regra, pessoas físicas - e instituições financeiras administradoras de fundo de investimento. Incidência da Súmula n. 297/STJ.

2. A subcontratação de gestor de carteiras ou de agente custodiante pelo administrador de fundo de investimento, como previsto nos arts. 56 e 57 da Instrução CVM n. 409/2004 e Resoluções Bacen n.2.451/1997 e 2.486/1998, perfaz uma cadeia de consumo, de modo que há responsabilidade solidária de todos os fornecedores de que dela participam.

3. O investidor em fundos deve assumir os riscos de um retorno financeiro não tão rentável ou mesmo de prejuízos decorrentes da natural flutuação do mercado de valores mobiliários, cuja sustentação depende de inúmeros fatores de ordem econômica, nacionais e internacionais.

4. Porém, a perda dos valores investidos pelo consumidor, em razão do bloqueio determinado pelo Bacen no Banco Santos, não se insere nos riscos naturais inerentes ao mercado de capitais. Muito menos se assume como possível uma perda decorrente de notórias irregularidades praticadas pelas instituições subcontratadas e que culminaram em sanções de ordem administrativa, cível e criminal de todos conhecidas.

5. No caso, responde o Banco da Amazônia S.A., como administrador do fundo de investimento, pelos aportes realizados por seus correntistas e que, em razão de subcontratação da gestão das carteiras, foram bloqueados por ocasião da intervenção do Bacen no Banco Santos.

6. Recurso especial não provido.

(REsp 1187365/RO, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 22/05/2014, DJe 25/08/2014)

#### **4.3.5 Responsabilidade do Administrador da Companhia Aberta**

A Lei nº 6.404/76 determina em seu artigo 158 que o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão. Porém, prevê que este responderá, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.<sup>98</sup>

No entanto, a ação de responsabilidade civil contra o administrador será de competência da companhia, após deliberação da assembléia geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia-geral

---

<sup>98</sup> BRASIL, [Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976](#). *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*.

Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso de março a setembro de 2014.

extraordinária. Caso a assembléia decida não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.<sup>99</sup>

Ana Carolina Rodrigues, em sua tese de mestrado, revela o quão raro é a responsabilização do administrador das companhias abertas, fazendo um paralelo entre a demanda administrativa e a judicial com este intuito. A mesma, explica que as demandas administrativas são maiores em quantidade, porém, não são capazes de fixar uma indenização ao investidor lesado, uma vez que o valor da multa é destinada à própria Comissão de Valores Mobiliários. Neste aspecto, recorde-se do Termo de Compromisso, este sim pode determinar uma indenização, porém, sua utilização fica restrita a casos específicos, de forma que a função reparatória, em sua maioria, fica a cargo do Poder Judiciário.<sup>100</sup>

Contudo, em realidade, o que se verifica é que o acesso à seara administrativa é bem mais acessível e célere, se comparada com a esfera judicial. Para demonstrar tal afirmativa, elenca-se quesitos essenciais à utilização do aparato judicial, como a necessidade de: (i) assistência jurídica ou advogado; (ii) prova do dano; (iii) necessidade de deliberação em AGO para a propositura de ação social; e (iv) o ônus das custas judiciais, honorários e sucumbência.<sup>101</sup>

Outra distinção essencial à responsabilização do administrador de companhia aberta, é que na seara administrativa permite-se que seja reconhecida a boa-fé do administrador, afastando-lhe a responsabilidade no dever de reparar, o que não necessariamente será aplicado no âmbito judicial.<sup>102</sup>

#### **4.4 Da Aplicação do Código de Defesa do Consumidor**

Atualmente, é pacífica a doutrina, no que tange à aplicação do Código de Defesa do Consumidor para as entidades financeiras e bancárias, principalmente, após a decisão da ADIN 2591. Com efeito, mesmo antes da publicação do acórdão da ADIN 2592, o

---

<sup>99</sup> BRASIL, [Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976](#). *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso de março a setembro de 2014.

<sup>100</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

<sup>101</sup>Ibid.

<sup>102</sup>Ibid.

Superior Tribunal de Justiça, em 09.09.2004, já havia publicado a Súmula nº 297, que determina que o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras.

Com efeito, a Ação Direta de Inconstitucionalidade supramencionada foi proposta pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro – CONSIF, e questionava a constitucionalidade do artigo 3º, § 2º do Código de Defesa do Consumidor, no que inclui, no conceito de serviço abrangido pelas relações de consumo, as atividades de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária.<sup>103</sup>

O Supremo Tribunal Federal entendeu não haver conflito entre o regramento do Sistema Financeiro e a legislação consumerista, haja vista que o disposto no art. 192 da Constituição Federal, no tocante a exigência de Lei Complementar, refere-se apenas à regulamentação de sua estrutura, excetuando-se encargos e obrigações impostos pelo Código de Defesa do Consumidor às Instituições Financeiras, mesmo que relativos à exploração das atividades dos agentes econômicos que a integram - operações bancárias e serviços bancários -, que, inclusive, podem ser definidos por lei ordinária.<sup>104</sup>

Restaram vencidos, em parte, os Ministros Carlos Velloso e Nelson Jobim, que julgavam o pedido parcialmente procedente para emprestar interpretação conforme a Constituição Federal ao § 2º do art. 3º da Lei 8.078/90, respectivamente, no sentido de excluir da sua incidência a taxa dos juros reais nas operações bancárias, ou a sua fixação em 12% ao ano, e no de afastar da sua exegese as operações bancárias.<sup>105</sup>

Nesse sentido, em que pese nem todas as entidades atuantes no âmbito do Mercado de Capitais serem consideradas “instituições financeiras”, as demais são classificadas como prestadoras de serviço, mediante remuneração, cuja atividade fim está ligada às atividades de natureza bancária e financeira, adequando-se perfeitamente à redação constitucional do § 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor, sem maiores controvérsias.

---

<sup>103</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal. ADI 2591/DF, rel. orig. Min. Carlos Velloso, rel. p/ o acórdão Min. Eros Grau, 7.6.2006. (ADI-2591).

<sup>104</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal. ADI 2591/DF, rel. orig. Min. Carlos Velloso, rel. p/ o acórdão Min. Eros Grau, 7.6.2006. (ADI-2591).

<sup>105</sup> BRASIL, Supremo Tribunal Federal. ADI 2591/DF, rel. orig. Min. Carlos Velloso, rel. p/ o acórdão Min. Eros Grau, 7.6.2006. (ADI-2591).

Contudo, resta assinalar que da leitura dos julgados recentes do Superior Tribunal de Justiça, essa corte vem diferenciando o investidor consumidor do investidor experiente, em relação ao qual, não caberia aplicação do Código de Defesa do Consumidor. Nesse sentido, reconhecendo o risco inerente ao Mercado de Capitais, a obrigação de meio das intermediárias financeiras e a condição de investidor experiente, essa corte já decidiu pela não aplicação da responsabilidade do administrador/gestor de fundo:

RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO.

1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.

2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do consumidor brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança.

3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor.

4. Recurso especial conhecido e provido.

(REsp 799.241/RJ, Rel. Ministro RAUL ARAÚJO, QUARTA TURMA, julgado em 14/08/2012, DJe 26/02/2013)

Perceba que neste acórdão em questão, mesmo reconhecendo a aplicação do Código de Defesa do Consumidor, o Ministro relator afasta a responsabilidade objetiva, afirmando não ter ocorrido ofensa ao direito à informação (CDC, art. 8º) ou publicidade enganosa (CDC, art. 37, § 1º), destacando a característica de investidor experiente do litigante. Noutro giro, em situação semelhante, porém, em que se figurava investidor consumidor, já decidiu o Superior Tribunal de Justiça:

PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E COMPENSAÇÃO POR DANOS MORAIS. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE

INVESTIMENTO. JANEIRO DE 1999. MAXIDESVALORIZAÇÃO DO REAL. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. PRECLUSÃO. OCORRÊNCIA. CDC. APLICABILIDADE. SÚMULA 297/STJ. SÚMULA 83/STJ. EXCLUDENTE DO NEXO DE CAUSALIDADE. ART. 14, §1º, DO CDC. INOCORRÊNCIA. FORÇA MAIOR. ART. 1.058 DO CC/16. NÃO OCORRÊNCIA. SOLIDARIEDADE. INTEGRANTES DA CADEIA DE CONSUMO. ART. 7º, PARÁGRAFO ÚNICO, DO CDC. APLICABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. ATIVIDADE LEGALIZADA. ART. 1.479 DO CC/16. INAPLICABILIDADE. RENTABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. JUROS DE MORA. NÃO INCLUÍDOS. ENRIQUECIMENTO SEM CAUSA. INOCORRÊNCIA.

1. A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados, não obstante a interposição de embargos de declaração, impede o conhecimento do recurso especial.

2. O dissídio jurisprudencial deve ser comprovado mediante o cotejo analítico entre acórdãos que versem sobre situações fáticas idênticas.

3. O CDC é aplicável aos contratos firmados entre as instituições financeiras e seus clientes referentes a aplicações em fundos de investimento, entendimento esse que encontrou acolhida na Súmula 297/STJ. Incide na espécie, portanto, a Súmula 83/STJ.

4. A observância, na gestão do fundo, da conduta proba imposta pelo CDC a todas as relações de consumo, em especial a atenção ao dever de informação, tem o condão de amenizar até mesmo os prejuízos ocorridos em razão da maxidesvalorização do real, ocorrida em janeiro de 1999. Não há se falar, portanto, em ofensa ao art. 1.058 do CC/16.

5. A má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, como na hipótese em exame, ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, §1º, II, do CDC, a justificar a excludente do nexo de causalidade, ainda que se trate de aplicações de risco.

6. Sendo a relação havida entre as partes de consumo, incide na hipótese o art. 7º, parágrafo único, do CDC, que estabelece a responsabilidade solidária entre os integrantes da cadeia de consumo.

7. A aplicação em fundos de investimento, realizada sob controle e fiscalização estatal, tem previsão expressa em lei e não se insere na previsão do art. 1.479 do CC/16.

8. Os juros já englobados no retorno financeiro de um fundo de investimento, chamados juros compensatórios ou remuneratórios, não se confundem com os juros moratórios, cujo fundamento de incidência é diverso, qual seja, penalizar aquele que demorou em cumprir a obrigação. Inexiste, portanto, violação do art. 884 do CC/02.

9. Recurso especial de OLÍMPIO SANTA RITA MATA parcialmente conhecido e nessa parte improvido. Recurso especial de MARKA NIKKO ASSET MANAGEMENT S/C LTDA não provido.

(REsp 1164235/RJ, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 15/12/2011, DJe 29/02/2012)

Logo, apesar de restar uníssona a jurisprudência acerca da aplicação do Código de Defesa do Consumidor, incrivelmente, a aplicação da responsabilidade objetiva não é determinado por esse fato, e sim por fatores como o status do investidor, a ofensa ao direito à informação (CDC, art. 8º) ou a publicidade enganosa (CDC, art. 37, § 1º).



## **5. PROCEDIMENTOS PARA RESSARCIMENTO DE PREJUÍZO**

Os prejuízos decorrentes de aplicações em fundos de investimento poderão ser reparados ou amenizados mediante o auxílio do aparato administrativo, tanto no âmbito da Bolsa de Valores, quanto com o apoio da Comissão de Valores Mobiliários. Ao mesmo tempo, o Ordenamento Jurídico confere ao investidor insatisfeito a possibilidade de pleitear em juízo a sua indignação, uma vez fundada em parâmetros razoáveis, pautados na demonstração do dano e no evento lesivo, fatores inclusive, já discutidos neste trabalho.

### **5.1 Tentativa Administrativa de Solução de Litígios**

Nesse sentido, cabe discorrer sobre as entidades responsáveis por conferir apoio ao investidor no âmbito administrativo, enfatizando a possibilidade de sua aplicação, ou não, no que tange às aplicações em fundos de investimento. Com esse intuito, será analisado o trabalho desenvolvido pela Bm&FBovespa, através da Câmara de arbitragem do Mercado, bem como pela Comissão de Valores Mobiliários com o Programa de Orientação e Defesa do Investidor, além da previsão de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.

#### **5.1.1 Câmara de Arbitragem do Mercado (Bm&FBovespa)**

A Bolsa de valores, Bm&FBovespa, conta com o trabalho desenvolvido pela Câmara de Arbitragem do Mercado – CAM na solução de conflitos envolvendo Participantes dos mercados por ela regulados, decorrentes de relações societárias ou contratuais disciplinadas pela Lei das Sociedades Anônimas, pelos estatutos sociais das companhias ou pelas normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral.

Pelo termo “Participantes”, entende-se as companhias cujos valores mobiliários sejam admitidos à negociação nos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, seus acionistas controladores e demais acionistas, seus administradores e membros de conselhos fiscais, bem como os investidores e intermediários em operações com títulos e valores mobiliários emitidos pelas referidas companhias ou a eles referenciados. Além destes, quaisquer outras pessoas físicas, jurídicas, fundos ou universalidades de direitos poderão adotar o presente Regulamento para a solução de seus conflitos, desde que esses sejam referentes a direito empresarial.

Além de seu regulamento próprio, a Câmara obedece ao disposto na Lei de Arbitragem nº 9.307/96. Para iniciar o procedimento de arbitragem, o requerente deverá fazer solicitação escrita, juntado os documentos necessários, principalmente que demonstre a convenção de arbitragem, o comprovante de recolhimento de custas. Será, então, lavrado termo de arbitragem, em que se fixarão as regras para o funcionamento do procedimento.

Cabe destacar que a arbitragem permite que terceiros intervenham no processo, por meio do “Requerimento de Intervenção de Terceiro”. O procedimento é sigiloso, e prescinde de acompanhamento por advogado. O pagamento de honorários advocatícios e periciais poderá ser determinado no Termo de Arbitragem. Ao contrário, os honorários dos árbitros serão estipulados de acordo com a tabela do Tribunal Arbitral.

### **5.1.2 PRODIN – Programa de Orientação e Defesa do Investidor**

O Programa de Orientação e Defesa do Investidor – PRODIN foi criado pela Comissão de Valores Mobiliários em 1998, com o objetivo de auxiliar o cidadão e o investidor, respondendo às suas consultas, reclamações e denúncias, bem como pelo oferecimento de programas de educação voltados para o Mercado de Capitais.<sup>106</sup>

Sempre que estiver com dúvidas ou problemas, o cidadão e o investidor poderão solicitar o apoio do PRODIN, através de diversos canais de atendimento, seja pela *internet*, correspondência, canais telefônicos, atendimento pessoal nos Centros de Consulta e nas gerências de orientação aos investidores do Rio de Janeiro e de São Paulo. Contudo, a própria CVM destaca, que a melhor forma de se proteger de decisões societárias inadequadas é a informação.<sup>107</sup>

Tal programa mostra-se eficaz na medida em que a Lei confere à Comissão de Valores Mobiliários instrumentos judicantes e investigativos, para aplicação de sanções em desfavor daqueles que atuem de forma contrária ao estabelecido por Lei e pelas normas emitidas pela própria autarquia, inclusive dispensando provocação para início de procedimento administrativo para investigação de irregularidades.<sup>108</sup>

<sup>106</sup> <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaBoletim.html>

<sup>107</sup> <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaBoletim.html>

<sup>108</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do*

### 5.1.3 Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (Antigo Fundo de Garantia das Bolsas de Valores)

Por força da Instrução CVM 461/07, foi instituído o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos em substituição ao Fundo de Garantia das Bolsas de Valores, anteriormente previsto pela Resolução n 2690 do Conselho Monetário Nacional. Segundo a instrução publicada pela CVM, impõe-se a entidade administradora da bolsa que mantenha um mecanismo de ressarcimento de prejuízos próprio, no âmbito de operações de valores mobiliários, com vistas a garantir os interesses dos investidores, nas hipóteses de seu artigo n° 77, *in verbis*:

Art. 77 A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

I - inexecução ou infiel execução de ordens;

II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários;

III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;

IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência;

V – intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e

VI - encerramento das atividades.

O pedido de solicitação de ressarcimento deverá ser formulado com todos os dados do evento lesivo e dos envolvidos, nos termos da Instrução CVM 461/07. O pleito deverá ser realizado dentro do prazo máximo de 18 meses, a contar da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido, destacando-se que o valor máximo a ser resgatado será de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais) por investidor reclamante em cada ocorrência a que se refere o *caput*, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores.<sup>109</sup>

---

*mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

109 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 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. (...).*

A decisão sobre o pedido de ressarcimento deve ser imediatamente comunicada às partes, sendo que pode o reclamante apresentar recurso à CVM da decisão que tiver negado o ressarcimento. Esta, por sua vez, poderá manter a decisão ou reformá-la, determinando para tanto, a realização de novas diligências e, inclusive, a tomada de depoimentos. Importa salientar que a discussão em torno do direito de regresso contra a pessoa autorizada a operar, que tenha dado causa aos prejuízos objeto do ressarcimento devido ao reclamante, não pode obstar o pagamento ao reclamante, no prazo previsto no regulamento.

Essa previsão normativa se mostra de muita pertinência, porém, não é aplicada aos investimentos realizados no âmbito das aplicações mediante Fundo de Investimento, uma vez que por determinação normativa, não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC

#### 5.1.4 Termo de Compromisso

O Termo de Compromisso representa uma tentativa de solução administrativa consensual, e, portanto, teoricamente mais rápida e efetiva. O instituto será aplicado pela CVM de acordo com seus critérios de conveniência, porém, desde que atendidos os requisitos previstos na lei.

O instituto foi introduzido no Brasil, seguindo o modelo norte-americano do *consent decree* adotado pela SEC, e está previsto na Lei nº 6.385/76, § 5º ao 8º, com as alterações introduzidas pela Lei nº 9.457/97, 10.303/01 e pelo Decreto nº 3.995/01. Tal previsão legislativa determina a possibilidade específica de a CVM celebrar compromissos para ajustamento de conduta, nos seguintes termos:<sup>110</sup>

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a: (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001) (vide Art. 3º da Lei nº 9.873, de 23.11.1999)  
I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

---

<sup>110</sup> WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários*. Interesse Público [recurso eletrônico], Porto Alegre, v. 11, n. 53, p. 137-149, jan./fev. 2009. Disponível em: <<http://dSPACE/xmlui/bitstream/item/10401/PDIexibepdf.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 29 abr. 2014.

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)

Nesse sentido, o termo de compromisso nada mais é do que um acordo, que poderá ser firmado em qualquer fase, através do qual o investigado se compromete a cessar as práticas das atividades que deram azo à investigação, com o pagamento de quantia determinada pela CVM. Em contrapartida, a autarquia concorda com o encerramento consensual das investigações ou da persecução referentes ao fato em questão.<sup>111</sup>

O instituto representa um grande avanço, uma vez que viabiliza uma reparação de ressarcimento mais ágil, para os investidores eventualmente lesados, sem que seja necessário o processamento de demanda judicial. Com efeito, a aceitação e busca pela assinatura do termo é crescente, haja vista que a CVM possui acordo de coordenação com o Ministério Público Federal no combate a ilícitos cometidos no âmbito do Mercado de Capitais, o que possibilita a solução mais rápida e efetiva dentro da seara administrativa e, ao mesmo tempo, desestimula a prática de ilícitos.<sup>112</sup>

Contudo, cabe destacar que a celebração de Termo de Compromisso perante a Comissão de Valores Mobiliários, não exclui a possibilidade da celebração de Termo de Ajustamento de Conduta perante o Ministério Público Federal em momento simultâneo, caso a conduta praticada possua indícios de crime contra o Mercado de Valores Mobiliários.<sup>113</sup>

Portanto, conclui-se que no âmbito administrativo, especificamente no caso de aplicações mediante fundos de investimento, são instrumentos de resolução de conflitos aptos a reparação de danos o trabalho desenvolvido pela Câmara de arbitragem do Mercado, ligada à Bm&FBovespa, bem como reclamação junto a Comissão de Valores Mobiliários, com intuito de se firmar Termo de Compromisso que lhe possibilite a cessação da prática lesiva,

---

111Ibid.

112 Ibid.

113Ibid.

além da prestação de indenização. Excluída, no entanto, a possibilidade de valer-se do mecanismo de ressarcimento, antigo Fundo Garantidor, uma vez referente a operação através de Fundo de Investimento.

## **5.2 Solução Judicial de Litígios**

A demanda administrativa não afasta a apreciação do judiciário de lesão ou ameaça de lesão a bem juridicamente tutelado pelo ordenamento. Portanto, ainda que haja processo administrativo, o interessado poderá demandar judicialmente, na proteção de seus direitos.

Sobre esse assunto, faz-se necessário fazer uma ressalva com relação a propositura de ação social, a ser proposta pela companhia, em desfavor de seu administrador. Isso porque, para que esta possa ser proposta, é necessário que haja deliberação por assembléia geral ordinária. Caso a deliberação decida pela não propositura da demanda, ela apenas poderá ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.

O quórum de 5% (cinco por cento) pode ser tido como excessivo, uma vez que inviabiliza o acesso ao judiciário pelo acionista minoritário, principalmente quando o acionista controlador detém parcela grande de ações, ou quando o capital encontra-se pulverizado.<sup>114</sup>

### **5.2.1 A Lei nº 7.913/89 Ação Civil Pública**

Cumprе assinalar que, a Lei nº 7.913/89 confere ao Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, competência para adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de

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

---

<sup>114</sup> RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;  
III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.<sup>115</sup>

Contudo, insta destacar que isso não prejudica o direito do investidor lesado pleitear a sua indenização. Ademais, as importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo. A estes será concedido o prazo de dois anos, contados da data da publicação do edital de convocação do investidor. Caso não haja levantamento do valor, a quantia correspondente deverá ser recolhida ao Fundo a que se refere o [art. 13 da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985](#).

### 5.2.2 Jurisprudência dos Tribunais

Conforme estudado no capítulo anterior, a jurisprudência dos Tribunais é uníssona em reconhecer a aplicação do Código de Defesa do Consumidor na relação entre investidor e intermediário financeiro. Contudo, ainda assim, a responsabilidade objetiva não é aplicada quando o investidor ostente a condição de experiente, de tal sorte que mesmo comprovada a lesão ao direito de informação, bem como a propaganda enganosa, ou, ainda, a má execução do serviço prestado, ainda assim poderá não haver reparação de danos.

A nosso ver, tal assertiva mostra-se no todo incontroversa. Uma vez reconhecida a aplicação do Código de Defesa do Consumidor, faz-se necessário a aplicação da responsabilidade objetiva, principalmente em ocasiões em que o fornecedor do serviço o execute de forma contrária ao esperado, ferindo o princípio da informação, cometendo publicidade enganosa.

Noutro giro, nota-se que a reparação por danos morais não está ligada ao mero descumprimento contratual, de forma que necessita comprovar uma circunstância adicional, conseqüente fática capaz de acarretar dor ou sofrimento indenizável ao investidor, diante de sua gravidade.

---

<sup>115</sup> BRASIL, [Lei nº 7.913, de 7 de Dezembro de 1989](#). *Dispõe sobre ação civil pública por danos causados aos investidores no mercado de valores imobiliários*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm) . Acesso de março a setembro de 2014.

## CONCLUSÃO

A partir da análise realizada, conclui-se que o Mercado de Capitais constitui instrumento útil à circulação de capital, com vistas a conceder crédito ao ramo empresarial, e uma opção de investimento para o poupador. As aplicações apresentam-se como uma forma mais econômica para a companhia aberta captar recursos, ao passo que transforma o investidor em sócio e não possui a necessidade de pagar juros. Por estes e outros motivos, é considerado como reflexo da evolução da economia, de forma que quanto mais aperfeiçoado for o seu Mercado de Capitais, melhor será a economia de determinado país.

Levando em consideração o crescimento econômico do Brasil, percebe-se que, no mundo jurídico, pouco se aborda a relação entre Direito, Política Econômica e Desenvolvimento. Entretanto, tais pontos mostram-se interligados e conexos, uma vez que a combinação entre uma regulação adequada, com uma política econômica pertinente, certamente resulta na evolução de determinado setor, conforme ocorreu no âmbito do Mercado de Capitais.

Quanto mais o Mercado de Capitais evolui, maior é a sua demanda e procura pelo Setor, tanto de empresas interessadas em abrir capital, quanto de investidores, buscando aplicar. Tal fato incentivou o estudo restrito aos Fundos de Investimento, exatamente por serem os mais ofertados ao pequeno investidor. Isso porque, os Fundos de Investimento constituem forma coletiva de aplicação, em que determinado grupo de pessoas, unidas com objetivos e características semelhantes, principalmente no que tange à expectativa de lucro e ao grau de conforto, juntam seus recursos sob a administração de terceiro, para possibilitar operações mais diversificadas, de maior vulto, e em determinados campos em que sozinhos não conseguiriam realizar.

Ocorre que, os Fundos de Investimento constituem forma de aplicação regida por normas específicas, em que se exclui, por exemplo, a possibilidade de se pleitear o ressarcimento de prejuízo (antigo fundo garantidor), junto à Bm&FBovespa. Infelizmente, essa exceção faz com que a reparação de danos eventualmente sofrida, apenas venha a ser reparada por força de termo de compromisso ou por demanda judicial..

Neste ponto, analisando a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, percebe-se a tendência em reconhecer a aplicação do Código de Defesa do Consumidor na

relação entre investidor e intermediário financeiro, inclusive por força da sumula 297. Contudo, a responsabilidade objetiva independente de culpa, tal qual descrita pelos artigos 12, 14 e 20 do Código de Defesa do Consumidor, resta afastada quando o investidor ostente situação de experiência, hipótese em que mesmo comprovada lesão ao direito de informação, a propaganda enganosa, ou, ainda, a má execução do serviço prestado, impõem a responsabilização.

Ademais, observa-se uma tendência jurisprudencial crescente, no sentido de afastar a condenação por dano morais, por mero descumprimento contratual, sendo necessária a existência de um *plus*, uma conseqüência fática capaz, essa sim, de acarretar dor e sofrimento indenizável pela sua gravidade.

Portanto, conclui-se que os fundos de investimentos são modalidade de investimento extremamente atrativa, principalmente ao pequeno investidor. No entanto, ao contrario de determinados investimentos, não possui o resguardo do antigo fundo garantidor, sendo que eventual prejuízo poderá ser ressarcido a de pender do caso concreto; Quando tratar de investidor consumidor, o ressarcimento poderia advir do malferimento ao dever de informação, conduta negligente das sociedades, do administrador do fundo e do administrador da própria companhia aberta; por outro lado, tratando-se de investidor experiente, o ressarcimento advém de nas hipóteses de negligência do administrador do fundo ou da Companhia aberta; em ambos os caso, materializa-se por meio de determinação administrativa – Termo de Compromisso – ou por Ação de Responsabilização e Reparação de Danos.

## REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2010.

AFONSO DA SILVA, JOSÉ. Parecer emitido nos autos do Resp. nº 1.094.218/DF

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos fundos de investimento. In: MUSSI, Jorge;

SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto, SP: Migalhas, 2012. v. 3. (Cesar Asfor Rocha – 20 anos de STJ). p. 286-302.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro* – 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2005.

BM&FBOVESPA <http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL, [Lei nº 4.595, DE 31 de Dezembro de 1964](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm). *Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências*. [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm). Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL, Lei nº [LEI nº 4.728, de 14 de Julho de 1965](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm). *Disciplina o Mercado de Capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm). Acessado de Março a Setembro de 2014.

BRASIL, [Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL, [Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). *Dispõe sobre o Mercado Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm) Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL. [Lei nº 10.214, de 27 de Março de 2001](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm). *Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm). Acessado de Março a Setembro de 2014.

BRASIL. Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967. *Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL, [Lei nº 7.913, de 7 de Dezembro de 1989](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm). *Dispõe sobre ação civil pública por danos causados aos investidores no mercado de valores imobiliários*. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm) . Acesso de março a setembro de 2014.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. REsp 1164235/RJ, Terceira Turma, Rel. Ministra Nancy Andrighi, julgado em 15/12/2011, DJe 29/02/2012

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. REsp 799.241/RJ, Quarta Turma, Rel. Ministro Raul Araújo, julgado em 14/08/2012, DJe 26/02/2013,

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. REsp 1187365/RO, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 22/05/2014, DJe 25/08/2014.

BRASIL, Supremo Tribunal Federal. ADI 2591/DF, rel. orig. Min. Carlos Velloso, rel. p/ o acórdão Min. Eros Grau, 07.06.2006. (ADI-2591).

BRONZATTO, Thiago. Um mercado com muito a explicar. Revista Exame, Edição 1072. Ano 48. Nº16 de 03.09.2014.

BRONZATTO, Thiago. Crime na Bolsa. Revista Exame, Edição 1072. Ano 48. Nº16 de 03.09.2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso de março a setembro de 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM N.º 306, de 05 de Maio de 1999. *Dispõe sobre a administração da carteira de valores mobiliários e revoga as instruções CVM nºs 82, de 19 de setembro de 1988; 94, de 4 de janeiro de 1989 e 231, de 16 de janeiro de 1995.*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM N.º 391, de 16 de julho de 2003. *Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 403, de 30 de Janeiro de 2004. *Dispõe sobre a contratação de terceiros para a prestação de serviços, diretamente pelos Fundos de Investimento Financeiro - FIFs; nos Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro - FAQ-FIF; nos Fundos de Investimento no Exterior - FIEX, e nos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários – FITVM.*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM N.º 409, de 18 de Agosto de 2004. *Dispõe sobre a constituição, administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento.*

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. (...).*

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM nº 538, de 05 de Março de 2008. *Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.*

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

[http://www4.bcb.gov.br/NXT/gateway.dll?](http://www4.bcb.gov.br/NXT/gateway.dll?f=templates&fn=default.htm&vid=nmsSecreCRSFN:idxSecreCRSFN)

[f=templates&fn=default.htm&vid=nmsSecreCRSFN:idxSecreCRSFN](http://www4.bcb.gov.br/NXT/gateway.dll?f=templates&fn=default.htm&vid=nmsSecreCRSFN:idxSecreCRSFN). Acesso de março a setembro de 2014.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 2690, de 28 de janeiro de 2000. *Altera e consolida as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2690>

CORDEIRO FILHO, Ari. *Ações e Reações no Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1977.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão De Valores Mobiliários E Os Principais Instrumentos Regulatórios Do Mercado De Capitais Brasileiro*. Porto Alegre : Sérgio Antonio Fabris Editora, 2006.

EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1987.

FERNANDES, Jhone Bruce Lee. *Principais Elementos nas Operações de Investimento Financeiro para a Pessoa Física*. Orientador: Prof. Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente. Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, Florianópolis, 2008.

FILHO, Ary Oswaldo Mattos. *O Conceito de Valor Mobiliário*. Revista de Administração de Empresas. Abril/junho 1985.

FORTUNA, EDUARDO. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. 16ª Ed. – Rio de Janeiro : Qualitymark Ed. 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Regulação no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. RDE nº 27 – julho/Agosto – Assunto Especial – Doutrina 31. Disponível em <http://www.iob.com.br/ntzrje/ipext.dll/infobase/c4f81/c4fab/c508d?f=template&fn=doc...> Acesso de março a setembro de 2014.

IZAWA, Bruna Chieko Magana. *Valores Mobiliários – Direito Brasileiro*. Artigo disponível em: <http://www.dantas-juridico.com/BR/artikelen.html> . Acesso de março a setembro de 2014.

JANTALIA, Fabiano. *Sistema A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional / Organizador Fabiano Jantalia – Rio de Janeiro : Editora Lumen Jurris, 2009.*

KERECKI, Márcio e SANTOS, Miguel dos. *Programa De Ação Econômica Do Governo (Paeg): Do Milagre Econômico Ao Fim Do Sonho*. Revista Historiador. Número 02. Ano 02. Dezembro de 2009. Disponível em: <http://www.historialivre.com/revistahistoriador>. Acesso de março a setembro de 2014.

KUMPEL, Sigfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução – Rio de Janeiro: Renovar, 2007.*

LAGIOIA, Umbelinda Cravo Teixeira. *Fundamentos do Mercado de Capitais – 3ª Edição – São Paulo : Atlas, 2011.*

MIRANDA, Gabriel Garbui Pereira de. *Evolução Do Mercado De Capitais No Brasil - Aspectos da Governança Corporativa*. Monografia Apresentada como requisito parcial para a conclusão do MBA em Finanças Empresariais. Prof. Orientador Benedito Machado. Universidade Tuiuti Do Paraná, Curitiba, 2010.

MELO, Nehemias Domingos de. *Da culpa e do Risco: como fundamentos da responsabilidade civil* – 2ª edição, revista, atualizada e aumentada. – São Paulo : Editora Atlas, 2012.

MONTEIRO, Rogério. *Responsabilidades Do Administrador De Fundos De Investimento*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 30 | p. 283 | Out / 2005 DTR\2005\631

[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobil\\_arios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobil_arios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html). Acesso de março a setembro de 2014.

[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/introducao\\_geral/introducao\\_mercado.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/introducao_geral/introducao_mercado.html). Acesso de março a setembro de 2014.

PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 4 nº11 janeiro-março de 2001, coordenação Arnaldo Wald, Editora Revista dos Tribunais.

RIZZARDO, Arnaldo. *Responsabilidade Civil: Lei nº 10.406, de 10.01.2002*. Rio de Janeiro : Editora Forense, 2009.

RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro* / Ana Carolina Rodrigues - 2011.

RUAS, Celiana Diehl. *Responsabilidade Civil nas Intermediações de Operações no Mercado de Capitais*. Orientadora Vera Maria Jacob. Monografia apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2011.

SOARES, Mauricio Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários : Instrumentos de Regulação e Auto-regulação* - Rio de Janeiro : Editora Juarez de Oliveira, 2003.

TORRES, Ricardo Lobo. *Curso de Direito Financeiro e Tributário* / Ricardo Lobo Torres, - 11ª Ed. Atualizada até a Emenda Constitucional nº 42, de 19/12/2003. – Rio de Janeiro : Renovar, 2004.

VIEIRA, Adriana Carvalho Pinto. *Responsabilidade Civil dos Estabelecimentos Bancários*. Revista da Faculdade de Direito de Sete Lagoas, volume I, número I, pg.45 a 56, 2º semestre de 2002.

VIEIRA, Solange Paiva e MENDES, André Gustavo Salcedo. Governança Corporativa : *Uma análise de sua evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V, nº 22, Pgs. 103/122, Dezembro de 2004.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. *O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários*. Interesse Público [recurso eletrônico], Porto Alegre, v. 11, n. 53, p. 137-149, jan./fev. 2009. Disponível em: <<http://dspace/xmlui/bitstream/item/10401/PDIexibepdf.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 29 abr. 2014.