

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

ALEX DE SOUZA ABREU

Fraude ao Mercado de Capitais e a Responsabilidade Civil Objetiva da Companhia
perante os seus Investidores

SÃO PAULO
2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

ALEX DE SOUZA ABREU

Fraude ao Mercado de Capitais e a Responsabilidade Civil Objetiva da Companhia
perante os seus Investidores

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Pontifícia Universidade Católica
de São Paulo, como exigência para a
obtenção do título de Mestre em Direito,
pelo Núcleo de Direito Comercial, sob a
orientação do Prof. Dr. Marcelo Guedes
Nunes.

SÃO PAULO

2022

ALEX DE SOUZA ABREU

Fraude ao Mercado de Capitais e a Responsabilidade Civil Objetiva da Companhia
perante os seus Investidores

BANCA EXAMINADORA

PROF. DR. MARCELO GUEDES NUNES

PROFA. DRA. MARIA EUGÊNIA
FINKENLSTEIN

PROFA. DRA. UINIE CAMINHA

AGRADECIMENTOS

Muitas foram as pessoas que, a seu modo, contribuíram para a realização deste trabalho:

Agradeço em primeiro lugar ao Prof. Marcelo Guedes Nunes, por ter me acolhido como orientando e possibilitar essa realização, inclusive, por me apoiar nos meus primeiros passos rumo à docência.

À Profa. Maria Eugênia Finkelstein pela acolhida inicial quando, na época, me admitiu como seu aluno especial e me possibilitou perceber o horizonte à frente. Sem saber, me fez perceber que era possível.

À minha mãe, Socorro Abreu, por me transmitir valores tão sólidos e caros e sempre me apoiar e me fazer acreditar e seguir a diante.

À Luciana da Silva Paggiatto Camacho que me apoiou desde o início, inclusive a dar o primeiro passo nessa jornada.

À Damares Pereira de Souza que sempre esteve ao meu lado, me apoiando e lembrando do quanto somos fortes e capazes.

Aos meus amigos e colegas de mestrado pela parceria durante esta caminhada, em especial ao Frederico Augusto Cavalheiro E Carmelo Nunes, Melina Martins Merlo Fernandes, Gustavo Deucher Brollo e Rodrigo D. Zirpoli.

A todos, meu muito obrigado.

RESUMO

O ordenamento jurídico brasileiro, especialmente a Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Capitais), a Lei das Sociedades Anônimas (LSA) e regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), apesar de disporem de complexo sistema de responsabilização por atos ilícitos, não prevê a responsabilização direta da companhia em relação aos investidores. O objetivo da presente pesquisa é verificar os limites dos danos em relação à companhia *versus* o acionista ou o terceiro; analisar o espectro de danos diretos e indiretos; e entender se há e quais os elementos necessários para a verificação desses danos e igualmente se podem ser afetados diretamente. A metodologia a utilizar-se neste estudo é dedutiva, mediante uma abordagem bibliográfica e documental, por meio da leitura de obras, artigos científicos, dissertações e teses sobre o tema, bem como a revisão da legislação que se aplica à matéria. O estudo traz como resultados e conclusões de que sem excluir o sistema de responsabilidade dos administradores e demais órgãos da companhia, é desta o dever de indenizar os prejuízos causados aos investidores do mercado de capitais, pois os primeiros são meros instrumentos de manifestação de sua vontade.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Responsabilização de companhias abertas. Danos aos investidores.

ABSTRACT

The Brazilian legal system, especially Law n. 6,385, December 7, 1976 (Capital Market Law), the Corporate Law (LSA) and regulations of the Securities and Exchange Commission (CVM), although they have a complex system of accountability for illegal acts, do not provide for accountability company in relation to investors. The objective of this study is to verify the limits of damages in relation to the company versus a shareholder or a third part; analyze the spectrum of direct and indirect damages; and understand if there are and what elements are necessary to verify these damages and can also be directly affected. The methodology to be used in this study is deductive, through a bibliographic and documentary approach, by reading works, scientific articles, dissertations and theses on the subject, as well as the revision of the legislation that applies to the subject. The study brings as results and conclusions that without excluding the system of responsibility of the administrators and other bodies of the company, it is the duty of this to indemnify the damages caused to the investors of the capital market, since the former are mere instruments of manifestation of their will.

Keywords: *Capital Market. Accountability of publicly held companies. Damage to investors.*

SUMÁRIO

1.	AS COMPANHIAS E A CAPTAÇÃO PÚBLICA DE CAPITAL.....	13
1.1.	HISTÓRIA: DO REGIME DE PRIVILÉGIOS AO REGIME ADMINISTRATIVO. 14	
1.2.	A NATUREZA JURÍDICA DA CONSTITUIÇÃO DAS COMPANHIAS.....	18
1.3.	AS COMPANHIAS NO BRASIL	18
2.	O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	26
2.1.	OS VALORES MOBILIÁRIOS.....	30
2.1.1.	Aspectos gerais dos valores mais comuns emitidos pelas companhias	34
2.1.2.	As Debêntures.....	34
2.1.3.	O Bônus de subscrição.....	37
2.1.4.	As Ações	37
3.	A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)	39
3.1.	Aspectos Gerais.....	39
4.	A ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA	44
4.1.	DEVER DE DILIGÊNCIA.....	45
4.2.	DEVER DE LEALDADE	47
4.3.	DEVER DE INFORMAÇÃO.....	47
4.4.	A RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR	48
4.5.	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	49
5.	OS INVESTIDORES	54
5.1.	A INFORMAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO E DECISÃO ...	56
5.2.	AS ESCOLHAS EFICIENTES.....	58
6.	A PERSPECTIVA EXTERNA DA COMPANHIA E SEUS ADMNISTRADORES VERSUS A FRAUDE NO MERCADO DE CAPITAIS.....	61
6.1.	A PERSONALIDADE JURÍDICA E SEUS ÓRGÃOS	61
6.2.	A FRAUDE AO MERCADO.....	66

7. A RESPONSABILIZAÇÃO DA COMPANHIA.....	69
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	74
REFERÊNCIAS.....	76

INTRODUÇÃO

Todas as companhias – como qualquer sociedade - têm o dever de atuar no mercado sob o regime da boa-fé objetiva na consecução de seu objeto social. Esse dever ganha maior relevância quando as companhias optam pelo financiamento de sua atividade a partir da abertura de seu capital, ou seja, com a emissão de valores mobiliários e sua oferta pública no mercado.

Ao longo dos últimos anos, testemunhou-se a veiculação na mídia dominante de fraudes a envolver grandes companhias emissoras de ações, cuja exposição foi seguida de desvalorização de suas ações no Mercado de Valores Mobiliários, o que causou prejuízos aos seus investidores como ocorreu no caso da Operação Lava Jato (com acusação de atos de corrupção) e mais recentemente com a Vale¹ (acusação de crimes ambientais) no caso da barragem de Brumadinho, cujas ações voltadas à condução de seu escopo social foram omitidas de seus investidores, em violação ao dever geral de informação, i.e., o Art. 157, da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), cuja conduta foi capaz de manipular o mercado de valores mobiliários, ocultando de seus investidores os reais riscos envolvidos nos títulos das respectivas companhias.

O ordenamento jurídico brasileiro, em destaque a Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Capitais), a Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a Lei das Sociedades Anônimas (LSA) e os regulamentos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dispõem de sistema de responsabilização individual por atos ilícitos²; entretanto, falha por dispor de mecanismo de responsabilização direta

¹ Segundo matéria publicada no G1 por Luísa Melo e Luiz Guilherme Gerbelli, o valor de mercado da Vale caiu drasticamente logo no pregão seguinte à tragédia de Brumadinho. Perda de 70 bilhões de Reais. “As ações obviamente despencaram porque não poderia nem ser considerado acidente, já que aconteceu pela segunda vez”, diz a analista Gabriela Cortez, do Banco do Brasil, que acompanha as ações da mineradora, em referência ao rompimento da barragem da Samarco em Mariana, em 2015.” (MELO, Luísa; GERBELLI, Luiz Guilherme. Um ano após a tragédia de Brumadinho Vale recupera valor de mercado e volta a ver lucro. G1. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/01/25/1-ano-apos-a-tragedia-de-brumadinho-vale-recupera-valor-de-mercado-e-volta-a-ver-lucro.ghtml>. Acesso em: 1 abr. 2022.)

² A Resolução nº. 400, da CVM, regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e dispõe sobre algumas situações de responsabilização de alguns agentes por falhas informacionais como: a) na oferta pública de valores mobiliários, no prospecto, a responsabilidade fica atribuída ao emissor quanto à adequação, quantidade e qualidade da informação (art. 56). Quanto à instituição líder, suas hipóteses constam do Art. 37 combinado com o Art. 56, § 1º; Aos administradores destas

adequada da companhia em relação aos investidores lesados em razão de fraudes praticadas no mercado. Isso por que, apesar de a companhia ser dotada de personalidade jurídica, cuja vontade é manifestada por seus órgãos sociais, a regra geral eleita pelo legislador é direcionar para estes a responsabilidade (responsabilização individual), em especial ao seu administrador por violação aos seus deveres fiduciários, conforme o Art. 158, da LSA. Não obstante, o mecanismo de reparação/responsabilização para essa situação observa ao disposto no Art. 159, da LSA, o qual prevê dois sistemas distintos: a ação social, buscando a reparação dos danos causados à companhia, cujo procedimento demanda mediante prévia deliberação da assembleia geral (§ 1º) que, se autorizado, deverá ser proposta em até 3 (três) meses (§ 3º). Mas, se não proposta, qualquer acionista poderá dar início em substituição à companhia. Quando a deliberação social for por não propor a ação social, àquele que tiver interesse em fazê-la, deverá ter representação de 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social (§ 4º). A outra e singela previsão é da ação que pode ser proposta por acionistas ou terceiros prejudicados por ato de administrador; contudo, o legislador condicionou essa hipótese às situações de constatação de danos diretos, conforme previsão do § 7º.

A discussão que gravita até o presente momento refere-se aos limites dos danos em relação à companhia *versus* o acionista ou o terceiro, sob o fundamento de que a primeira seria vítima direta dos atos praticados pelos administradores (danos diretos), enquanto o acionista ou o terceiro poderia, conforme o caso, ser afetado indiretamente (danos indiretos). Neste evento, a reparação dos danos à companhia teria indiretamente igual reflexo sobre os acionistas ou os terceiros, ocorrendo o tratamento de danos indiretos ou em ricochete, o que não legitima o investidor à respectiva demanda.

A metodologia a utilizar-se neste estudo é dedutiva, mediante uma abordagem bibliográfica e documental, por meio da leitura de obras, artigos científicos, dissertações e teses sobre o tema, bem como a revisão da legislação que se aplica à matéria.

O escopo do presente estudo trata acerca da possibilidade de a companhia responsabilizar-se direta e objetivamente por fraudes no mercado de capitais e identificar se os danos patrimoniais aos seus investidores têm natureza direta, de

estão previstas nos Arts. 56-A, 56-B, e 56-C.

modo que sejam individualmente indenizáveis.

Antes de avançar no desenvolvimento do estudo, contudo, destaca-se preceder importante corte à pesquisa. Primeiramente sobre o tipo societário: em que pese a LSA prever a classificação das companhias fechadas e abertas, cuja classificação consiste basicamente em diferenciar entre as que captam (abertas) ou não (fechadas) recursos do Mercado de Valores Mobiliários (Art. 4º, da LSA) - a análise deter-se-á apenas em relação às companhias fechadas devidamente registradas junto à CVM e detentoras de valores mobiliários em circulação no Mercado de Valores Mobiliários (Art. 4º., da LSA).

Em segundo plano, sobre o tipo de valor mobiliário: que a despeito da existência de diversos tipos de valores mobiliários possíveis de circulação no mercado de valores mobiliários, o estudo considerará apenas as ações, dentre os mais comuns emitidos pelas companhias, por serem o mais comum e o principal valor mobiliário³ para a captação pública de recursos. A justificativa reside na capacidade sensível desse instrumento à variação de seu valor de mercado a partir da divulgação de informações acerca da condução dos negócios sociais.

Em terceiro plano, em que pese a propriedade de uma ou mais ações da companhia conferir ao seu titular a condição de acionista, o presente estudo tem por foco de análise o titular como investidor, como sendo aquele aplica a sua poupança em ações das companhias emissoras de ações no Mercado de Valores Mobiliários, cuja decisão de investimento basicamente tem por foco primordial os acréscimos ou rendimentos que o seu capital pode retornar; e não a participação efetiva na condução dos negócios da sociedade; ou seja, o investidor não participa dos mecanismos de tomada de decisão da companhia.

Em quarto lugar, não se buscará analisar a mensuração no tempo do valor eventualmente devido ao investidor que se manteve aderido às ações da companhia fraudadora, a qual – a partir de planos de novas condutas – tenha logrado êxito em restabelecer o valor de mercado de suas ações equivalentes (ou até superiores) ao momento *pré-fraude*⁴.

³ CARVALHOSA, 2018, p. 153.

⁴ O aprofundamento deste tema ultrapasse o escopo deste trabalho e até mesmo da análise jurídica da teoria da fraude ao mercado. Sobre o tema, trata o Prof. Marcelo Guedes Nunes, que acredita ser o cálculo dos danos “uma função da diferença entre o valor factual e o valor contrafactual da ação, multiplicado pela quantidade de ações negociadas”, sendo o valor factual correspondente ao valor de mercado do ativo inflado pelo ilícito e o valor contrafactual aquele estimado do ativo quando ignorado

Ao superar os contornos da pesquisa, seguir-se-á em apresentar os conceitos e estrutura geral das companhias, mercado de capitais e valores mobiliários. Depois, iremos abordar os principais contornos orientadores do mercado de capitais, a captação pública de capital como critério determinante de submissão às obrigações de informação adequada aos investidores, de modo a orientar as suas escolhas de investimentos e a legítima expectativa de boa-fé na condução dos negócios sociais para promover o retorno financeiro de seu investimento. Por fim, apresentar-se-á os principais aspectos acerca da responsabilidade civil das companhias por seus atos ilícitos contra o mercado de capitais capazes de lesar os seus investidores, dada a sua dotação de personalidade jurídica que lhe confere autonomia e oportunidade de contrair direitos e obrigações, cuja responsabilidade não se confunde com àquela prevista aos seus órgãos internos (administradores, fiscais e acionistas entre outros).

os efeitos do ilícito. Tal raciocínio não está adstrito apenas a ações, sendo aplicável a quaisquer valores mobiliários em igual situação. (NUNES, Marcelo Guedes. Como medir prejuízo de acionistas de empresas corruptas. In: *JOTA*, reportagem de 30 de maio de 2017. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/como-medirprejuizo-de-acionistas-de-empresas-corruptas-30052017. Acesso em: 2 nov. 2021).

1. AS COMPANHIAS E A CAPTAÇÃO PÚBLICA DE CAPITAL

O mercado está em constante evolução. A livre iniciativa foi elevada a fundamento do Estado brasileiro, conforme art. 1º, IV da Constituição Federal. As novas tecnologias digitais representam importante elemento disruptivo na economia. O mercado eletrônico⁵, caracterizado pelas facilidades de onipresença, de acesso à informação e baixo custo de transação, que decorre da “intermediação eletrônica” têm contribuído com considerável avanço na forma de como as pessoas empreendem.

Contudo, a despeito da larga evolução dos mercados modernos, todas as sociedades seguem compartilhando uma necessidade básica: capital. Esses recursos, de forma geral, podem ter como fonte basicamente: seus sócios, os bancos ou o público em geral, basicamente pela emissão de valores mobiliários disponibilizados a esse público - os investidores - no mercado que, em troca, esperam acréscimo patrimonial ao valor aplicado. As duas primeiras modalidades de captação de recursos - o financiamento pelos próprios sócios que injetam parcela de seu próprio patrimônio da sociedade, ou a obtenção de empréstimos por banco e outras instituições financeiras – não guardam grandes complexidades, sendo elegíveis para essa captação todas as sociedades.

No entanto, situação diversa é a captação ou financiamento público, cuja necessidade nasce com os empreendimentos frente a possibilidade de tomada de capital em condições mais vantajosa que as demais. No entanto, essa abertura envolve uma mais valia que ultrapassa os interesses da companhia, como mercado eficiente a partir da conjugação entre os interesses dos investidores; como agentes superavitários que empregam as suas poupanças no mercado e esperam a valorização de seu patrimônio; e as sociedades, os deficitários que buscam esse tipo de investimento, sem olvidar atender os anseios do primeiro. A confluência entre

⁵ Alberto Luiz Albertin, em seu trabalho, define da seguinte forma “O comércio eletrônico (CE) pode ser definido como sendo a compra e a venda de informações, produtos e serviços através de redes de computadores.¹⁰ ...envolve mais do que apenas comprar e vender. Ele inclui todos os tipos de esforços de pré-vendas e pós-vendas, assim como um conjunto de atividades auxiliares, que, por sua vez, incluem novos enfoques para pesquisa de mercado, geração de condução qualificadas de vendas, anúncios, compra e distribuição de produtos, suporte a cliente, recrutamento, relações públicas, operações de negócio, administração da produção, distribuição de conhecimento e transações financeiras. Essas atividades afetam o planejamento estratégico, oportunidades empreendedoras, projeto e desempenho organizacional, leis de negócio e políticas de taxaço.

esses dois fatores demanda a tutela e a fiscalização do Estado, que o faz a partir de uma sequência de comandos especiais de modo a aproximar os interesses dos agentes⁶ e zelar pela confiança do mercado.

A par disso, dentre algumas limitações importantes impostas pelo Estado está o tipo societário credenciado para esse tipo captação: a companhia, cuja evolução histórica lança ideia inicial das razões que levaram a essa nova tecnologia jurídica, conforme exploraremos a seguir.

1.1. HISTÓRIA: DO REGIME DE PRIVILÉGIOS AO REGIME ADMINISTRATIVO.

A evolução histórica das companhias comporta uma trajetória que pode ser classificada em três períodos distintos: (i) período dos privilégios, cuja constituição das companhias dependia de outorga do Estado, o qual lhes conferia tratamento específico; (ii) período de liberdade, em que se promovia a liberdade de constituição de companhias às pessoas, cuja constituição não ocorria por ato soberano, mas de autorização administrativa; e (iii) o período administrativo, em que os interessados, sob a autodeterminação de suas vontades, poderiam constituir uma companhia e faziam-na a partir do registro no órgão competente em observação ao respectivo regime legal⁷.

O primeiro aspecto percebeu-se durante a expansão das companhias marítimas dos séculos XVI, XVII e XVIII, somadas à descoberta do Novo Mundo e à consequente necessidade de progressivos investimentos para essas empreitadas, que levou as pessoas a organizarem-se de forma continuamente mais sofisticada, posto que a formação simples não era mais suficiente, como os pequenos agrupamentos familiares que “eram organizados em nome do próprio comerciante ou, alternativamente, em torno de alguns de seus familiares mais próximos, de modo que as sociedades em nome coletivo e as comanditas simples eram aptas a satisfazer e

⁶ CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros; KUYVEN, Fernando. Sociedades anônimas. In: *Tratado de Direito Empresarial*, v. III, 2. ed. rev. e atual. (Coord.) Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters, 2018, p. 148.

⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, v. 2, 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018, p. 60.

organizar unidades coletivas”⁸ .

A constituição deste tipo de sociedade estava restrita às companhias colonizadoras, cujo escopo era a exploração de riquezas econômicas do Oriente e do Novo Mundo. Em melhor síntese sobre a evolução da sociedade anônima, Coelho trata acerca das primeiras conformações que integram a história desse tipo societário:

[as] sociedades anônimas foram as companhias de colonização, organizadas pelos Estados Modernos, nos séculos XVII e XVIII, para viabilizar os empreendimentos de conquista e manutenção de colônias, bem como o desenvolvimento do comércio ultramarino. Na Era Colonial, havia, por exemplo, sete diferentes ‘Companhia das Índias Orientais’, sendo a primeira e mais famosa a organizada pelo Estado holandês, de 1602. ‘Companhia das Índias Ocidentais’ eram quatro: a francesa, a sueca, a dinamarquesa e a holandesa, esta última, constituída em 1621 com o propósito específico de empreender a conquista do território brasileiro, foi a responsável pelas invasões de Salvador, em 1624, e de Recife e Olinda, em 1630. ⁹

As atividades de colonização e exploração eram de alta relevância e interesse do Estado, pois eram consideradas atividades próprias de Estado, e por este motivo havia uma forte intervenção sua na exploração social das companhias. Naquele primeiro momento histórico, dada a relevância, a sua constituição não era decorrente da vontade das partes, mas de ato soberano, no qual o Estado intervinha não apenas na constituição, como também determinada o seu objeto no ramo de indústria ou comércio alvo dos privilégios. A intervenção do Estado era intensa a ponto de este determinar sobre a continuidade ou não das companhias; ou seja, poderia simplesmente dissolver a companhia e cassar o respectivo ato de outorga. Carvalhosa¹⁰ aponta como exemplo dessa situação o caso da Companhia das Índias Ocidentais, a qual foi dissolvida por Luís XIV, em 1674, por incorporação das posses coloniais da companhia, embora aos acionistas restituíra-se o seu capital. A companhia pertencia ao Direito Público¹¹

Obviamente, essa extrema intervenção do Estado na constituição das companhias tornava o processo constitutivo altamente burocrático; contudo, esse ato

⁸ SILVA, Rodrigo Tellechea. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. São Paulo: USP/Faculdade de Direito, 2015, p. 168.

⁹ COELHO, 2018, p. 59.

¹⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Vol. 2. São Paulo, Saraiva, 1998. p. 59.

¹¹ *Ibid.*, p. 59.

era considerado um privilégio. Primeiramente porque conferia às companhias um regime especial e aos exploradores da atividade uma proteção legal às intempéries dessa exploração, o que limitava a responsabilidade da sociedade em relação aos seus sócios; ou seja, estes não responderiam pessoalmente pelas dívidas decorrentes do insucesso de sua empreitada. Em segundo lugar, conferia a possibilidade do fracionamento e da circulação de seu capital social por meio de ações, de modo a fomentar o estímulo à atividade pelo financiamento a partir da participação das classes detentoras da riqueza que participassem do empreendimento. Tratava-se de uma estratégia para alcançar mais investimento, cujo

caráter negociável das ações representava, de certa maneira, uma compensação pela impossibilidade de os acionistas exigirem o reembolso dos aportes já realizados. Essa característica permitia que o acionista tivesse o direito de vender sua participação societária e recuperar o investimento aportado a qualquer momento. Esse traço denota, também, a importância da estabilização dos aportes realizados em torno de um fundo social, porque sustenta a possibilidade de mobilizar os direitos dos acionistas, baseados, justamente, nos aportes realizados. A sistemática funcionava da seguinte forma: a qualidade de sócio se incorporava a um título, denominado de ação, de livre transferência, cujo valor em dinheiro era facilmente realizável. As vantagens de poder participar dos benefícios do comércio sem assumir os respectivos riscos, que já existia no modelo das sociedades em comandita, foram incrementadas com a possibilidade de dispor da participação societária como se fosse um bem móvel. Assim, por meio de uma ação de emissão da companhia, a participação do sócio se convertia num valor em si mesmo, uma nova forma de riqueza mobiliária, muito mais atrativa que as outras concebidas até então.¹²

Observava-se a dupla feição: de um lado havia a garantia gradativa de captação de investimentos para as atividades colonizadoras de exploração de riquezas; e de outro, havia o estímulo dos investidores que passavam a contar com um sistema de financiamento que os remunerava a partir da exploração da atividade¹³.

Em verdade, a circulação de ações consistia em uma nova forma de investimento na época, como os minérios e as pedras preciosas, pois dependiam do desempenho da companhia em realizar o seu objeto social, o que poderia determinar que ações específicas fossem mais atrativas que outros investimentos, mas igualmente considerados de risco.

¹² TELLECHEA, 2015, p. 172.

¹³ ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, p. 148.

Diferentemente das demais formas de investimento da época – como o ouro e as pedras preciosas – as ações têm a possibilidade de produzir renda (consubstanciada nos dividendos); muito embora elas não oferecessem a garantia da estabilidade do valor, dependendo este do desempenho da sociedade emissora, em certa medida os atrativos das ações eram (e ainda o são) superiores aos demais investimentos, mormente em razão da sua liquidez. As ações eram, portanto, um instrumento societário que permitia mobilizar recursos financeiros acumulados e provenientes de outros setores sociais (e.g. proprietários de terras, nobreza, clero, altos funcionários, etc.) em favor da classe burguesa. A grande vantagem dessa nova forma de financiamento em comparação aos instrumentos de financiamento da época era evidente: o capital aportado pelos acionistas é, diferentemente dos recursos que advêm de banqueiros ou outros financiadores, um capital de risco; logo, verificada a quebra da empresa e a perda do montante aportado, nada se deve aos acionistas, os quais, na condição de sócios, devem suportar os riscos do empreendimento; da mesma forma inexistente a cobrança de juros prefixados e com vencimentos rígidos, como ocorre nos empréstimos em geral; isso sem mencionar a figura do dividendo, que corresponde a um rendimento peculiar do investimento em ações, cuja periodicidade de sua distribuição dependerá das contingências do negócio explorado pela sociedade.¹⁴

Inaugurada a segunda fase histórica, verificou-se a partir do pensamento liberal francês e da ascensão ao poder da burguesia, fruto da Revolução Francesa de 1789, o processo de desburocratização, o que ocorreu por meio da edição do Código Comercial francês, em 1807, o qual passou a prever a livre constituição das companhias pelos particulares, que apesar de ser necessária a observação de determinadas normas e de autorização governamental, esta apresentada apenas um caráter administrativo¹⁵. Passando a pertencer ao Direito Privado¹⁶

Na terceira fase, também na França, inaugurou-se, a partir de 1863, o regime de regulamentação, em que o Estado passava a expedir normas sobre o processo de constituição e de funcionamento das companhias para que fosse reconhecida a sua existência. Esse sistema previa a demonstração na via administrativa pelos interessados de que cumpriram os aspectos formais dispostos nas normas, cuja chancela administrativa (o ato governamental) prestava-se apenas a essa verificação e não mais de constituição de direito. O Estado passava a atribuir a responsabilidade aos fundadores e administradores das companhias à observância das normas. Posteriormente, dada a evolução mais recente, passou-se a responsabilizar também o acionista controlador.

¹⁴ TELLECHEA, 2015, p. 172.

¹⁵ ASCARELLI, 1947, p. 455.

¹⁶ CARVALHOSA, 1998, p. 60.

Esse último sistema, em substituição aos anteriores, o Estado continuou a promoção da livre constituição de companhias, mas passou a ocupar a posição meramente passiva de registrar os respectivos atos sociais e analisar unicamente os aspectos formais e não o mérito. O ônus da observância das leis atinentes às companhias conferiu-se aos fundadores, acionistas controladores e administradores das companhias, bem como o dever de condução dos negócios sob o princípio da boa-fé¹⁷.

1.2. A NATUREZA JURÍDICA DA CONSTITUIÇÃO DAS COMPANHIAS

A definição da natureza jurídica das coisas em geral tem importância para que seja possível estabelecer as suas especificidades e os elementos fundamentais que as compõem, conforme as lições de Gomes¹⁸, ao asseverar que “todo instituto jurídico tem no sistema seu lugar próprio. Encontrá-lo é determinar-lhe a natureza. A localização (sedes materiae) ajuda a compreensão e a aplicação das regras agrupadas”

O critério de determinação do conjunto de regras a ser aplicado excede a simples eleição do tipo societário, pelo qual se constituirá e operará uma sociedade. Cada tipo societário tem a sua natureza e regulamento jurídico específico.

A doutrina diverge sobre a natureza jurídica do ato constitutivo da companhia dentre as teorias do contrato, do ato coletivo, do ato complexo, do contrato plurilateral e da instituição¹⁹.

1.3. AS COMPANHIAS NO BRASIL

No Brasil, a constituição das sociedades anônimas também dependia de autorização estatal, conforme verifica-se no Decreto nº. 575, de 10 de janeiro de 1849, ao prever em seu Art. 1º. que “nenhuma sociedade anônima poderá ser incorporada sem autorização do Governo e sem que seja por ele aprovado o contrato que a

¹⁷ CARVALHOSA, 1998, p. 60.

¹⁸ GOMES. Orlando. Introdução do Direito Civil. 19ª Ed. Revista, atualizada e Aumentada de acordo com o código civil de 2002. Forense, Rio de Janeiro, 2009, p. 12.

¹⁹ CARVALHOSA, 1998, p. 64.

constitui”²⁰.

Essa necessidade de outorga para a constituição da sociedade anônima pelo Estado brasileiro estendeu-se até 1882, pela Lei nº. 3.150, de 4 de novembro do mesmo ano, época em que a autorização de constituição passou a ser reservada apenas para atividades específicas como bancos, seguradoras e sociedades

²⁰ O Decreto nº 575, de 10 de Janeiro de 1849 trazia consigo fortes traços da tradicional necessidade de autorização do Estado para constituição de companhias, i.e.: “Art. 2º As pessoas que quizerem fundar huma Sociedade anonyma dirigirão sua petição, na Côrte ao Ministro competente, e nas Provincias aos respectivos Presidentes. Esta petição será assignada por todos os interessados, salvo o caso em que o Contracto constitutivo da Sociedade dê para esse fim poderes a hum ou mais d'entre elles. Art. 3º Para ser admittida deverá a petição ser acompanhada dos Estatutos e Contracto constitutivo da Sociedade, em que se expresse clara e positivamente a obrigação, que contrahir cada hum dos socios, de realisar suas entradas nas epocas, que forem determinadas, sem a existencia de clausulas, que por qualquer modo a possão tornar illusoria. Art. 4º Nesses documentos deve declarar-se: 1º, o negocio ou negocios que a Sociedade se propõe emprehender: 2º, o domicilio da Sociedade: 3º, o tempo que deve durar: 4º, a importancia do fundo social: 5º, a maneira por que ha de ser formado: 6º, os prazos em que deve ser realisado; e 7º finalmente, o modo de administração da Sociedade. Art. 5º Os Presidentes de Provincia transmittirão as petições, que lhes forem entregues, com os documentos precedentemente indicados, ao Ministro competente, ajuntando-lhes informações circunstanciadas sobre os seguintes pontos: 1º, se a empresa apresenta alguma cousa que pareça contraria ás Leis, á boa fé do Commercio, ou aos iternesses da iudustria em geral: 2º, se tem probabilidade de ser bem succedida: 3º, se as qualidades e moralidade dos subscriptores dão sufficientes garantias, e se tem elles meios de realisar suas entradas nas epocas que forem determinadas. Art. 6º O Governo decidirá, á vista dos documentos e informações, de que tratão os Artigos antecedentes, se deve ou não conceder autorisação e approvação para incorporar a Sociedade, a que se referirem, excepto todavia se lhe forem requeridos privilegios, ou faculdades, cuja concessão seja da competencia do Corpo Legislativo, porque em tal caso ser-lhe-hão remettidos os referidos documentos e informações. Art. 7º Depois de obtida a approvação do Governo, nenhuma mudança poderá fazer-se, quer nos Estatutos, quer no Contracto constitutivo da Sociedade, nem estenderem-se suas operações á objectos que não estejam nelles comprehendidos, sem previa autorisação do mesmo Governo. Art. 8º Os Administradores ou Directores das Sociedades anonymas responderão pessoal e solidariamente a terceiros, que com ellas contractarem antes de ser autorisadas pelo Governo, e publicada essa autorisação pelos Jornaes, ou por Editaes no respectivo domicilio. Art. 9º A installação da Sociedade anonyma que tiver por fim fazer operações bancaes, só poderá ser autorisada quando se tenha realisado a quarta parte das acções; mas se não for completado o numero total dellas no prazo marcado no Contracto constitutivo, será a Sociedade dissolvida, salvo se obtiver do Governo autorisação para fazer suas operações com numero menor de Accionistas, do que o marcado no mesmo Contracto. Art. 10. O Governo nomeará, todas as vezes que entenda conveniente, hum ou mais Agentes para fiscalisarem as operações das Sociedades, de que trata o Artigo antecedente; e poderá declara-las dissolvidas, quando se verificar que não cumprem as condições, a que se sujeitárão. Art. 11. Pelo Ministerio dos Negocios da Fazenda se expedirão todas as providencias relativas ás Sociedades, de que trata o Artigo nono.

Joaquim José Rodrigues Torres, do Meu Conselho, Senador do Imperio, Ministro e Secretario d'Estado dos Negocios da Fazenda, e Presidente do Tribunal do Thesouro Publico Nacional, assim o tenha entendido, e faça executar.” (BRASIL. *Decreto nº. 575, de 10 de janeiro de 1849*. Estabelece regras para a incorporação de quaesquer Sociedades anonymas. Disponível em <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-575-10-janeiro-1849-559714-publicacaooriginal-82062-pe.html>. Acesso em: 22 jul 2022).

estrangeiras, dentre outras^{21 22}, e passou-se a adotar o regime de regulamentação²³.

Art. 1º. As companhias ou sociedades anônymas, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer **sem autorização do Governo**. Tanto umas como outras sociedades são reguladas por esta lei.

§ 1º Não se podem constituir Bancos de circulação sem prévia autorização legislativa.

²¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10. ed. rev., aum. e atual.. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 154.

²² No mesmo sentido apresenta BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

²³ Desde a Lei nº. 3.150 de 04 de novembro de 1882 o Estado brasileiro passou a adotar o sistema de regulamentação, passando a determinar os elementos mínimos para sua constituição, cujo papel do Estado era de verificar o cumprimento de suas formalidades (BORBA, 2007, p. 154), vide: "Art. 2º. As companhias ou sociedades anônymas são determinadas ou por uma denominação particular ou pela designação do seu objecto. A designação ou denominação deve ser diferente da de outra sociedade. Si fôr identica ou semelhante, de modo que possa induzir em erro ou em engano, a qualquer interessado assiste o direito de fazel-a modificar e de demandar perdas e danos, causados pela identidade ou semelhança. § 1.º Não lhes é permittido ter firma ou razão social. § 2º Os socios são responsaveis sómente pela quota de capital das acções que subscrevem, ou lhes são cedidas. § 3º São da exclusiva competencia do Juizo Commercial as questões relativas á existencia das companhias, aos direitos e obrigações dos socios entre si ou entre elles e a sociedade, á dissolução, liquidação e partilha. Art. 3º As sociedades anônymas não se podem definitivamente constituir senão depois de subscripto o capital social todo, e de effectivamente depositada em algum Banco ou em mão de pessoa abonada, á escolha da maioria dos subscriptores, a decima parte em dinheiro do valor de cada acção. Para a formação das sociedades anônymas é essencial, pelo menos, o concurso de sete socios. § 1º As sociedades anônymas ou companhias constituem-se: 1º. Ou por escriptura publica assignada por todos os subscriptores, que conterà: A declaração da vontade de formarem a companhia; As regras ou estatutos pelos quaes se tenham de reger; A transcripção do conhecimento do deposito da decima parte do capital social. 2º. Ou por deliberação da assembléa geral tomada na conformidade do art. 15 § 4º, sendo apresentados e lidos os estatutos, préviamente assignados por todos os subscriptores, e exhibido o documento do deposito da decima parte do capital. § 2º. As prestações ou entradas, que consistirem, não em dinheiro, mas em bens, cousas, ou direitos, só serão admittidas pelo valor, em que forem estimadas por tres louvados nomeados pela assembléa geral dos accionistas na primeira reunião. A sociedade anônima não se reputará legalmente constituída senão depois de approvada pela assembléa geral a dita avaliação. No caso de fraude ou lesão enorme os louvados serão responsaveis pelas perdas e danos resultantes. § 3º. E' licito, depois de constituída a sociedade, estabelecer-se em favor dos fundadores ou de terceiros, que hajam concorrido com serviços para a formação da companhia, qualquer vantagem consistente em uma parte dos lucros liquidos. § 4º As sociedades anônymas devidamente constituídas não poderão entrar em funcções e praticar validamente acto algum, senão depois de archivados na Junta Commercial, e, onde não houver, no registro de hypotheca da comarca: 1. O contrato ou estatutos da sociedade; 2. A lista nominativa dos subscriptores com indicação do numero de acções e de entradas de cada um; 3. A certidão do deposito da decima parte do capital; 4. A acta da installação da assembléa geral e nomeação dos administradores. § 5º Antes das companhias entrarem em exercicio, serão, sob a mesma comminação do paragrapho antecedente, publicados nos jornaes do termo ou do logar mais proximo e reproduzidos, na Côrte no Diario Official, e nas provincias na folha que der o expediente do Governo, os estatutos ou a escriptura do contrato social, com declaração da data em que foram archivados e dos nomes, profissões e moradas dos administradores.No registro de hypotheca da comarca da séde da sociedade será archivado um exemplar da folha, em que se fizerem as ditas publicações, e as de que trata o art. 6º, sendo permittido a quem quer que seja lel-as e obter certidões, pagando o respectivo custo. Art. 4º Nenhum contrato ou operação terá logar por conta da sociedade ou companhia senão depois de constituída ella pela fórma que determina o artigo antecedente e preenchidas as formalidades dos §§ 4º. e 5º. do mesmo artigo.

§ 2º Continuam a depender de autorização do Governo para que se possam organizar:

1º As associações e corporações religiosas;

2º Os monte-pios, os montes de socorro ou de piedade, as caixas economicas e as sociedades de seguros mutuos;

3º As sociedades anonyms, que tiverem por objecto o commercio ou fornecimento de generos ou substancias alimentares.

Continuam tambem a depender de autorização do Governo, para funcionarem no Imperio, as sociedades anonyms estrangeiras. (grifamos)

Na Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976²⁴, originou-se o projeto e conseqüentemente a LSA, que atualmente rege as companhias²⁵

A companhia é classificada como fechada, conforme o Art. 4º., da LSA²⁶. Com isso, as companhias podem ser classificadas segundo a distribuição ou não de seus títulos no mercado. São nomeadas como fechadas ou abertas²⁷.

Ao abordar o tema da classificação das empresas no Direito Societário, esclarece que a referida classificação tem relevante importância, conforme explica o Prof. Fábio Uihôa Coelho:

fundamental para o direito societário, atende à necessidade de um modelo organizacional da empresa que possibilite a alavancagem de grande volume de capital. Em outros termos, há atividades econômicas que, pelo seu porte, exigem uma alta soma de recursos, e a sua exploração, por isso, depende de um mecanismo jurídico que viabilize a captação deles junto aos investidores em geral. Empresas pequenas ou médias podem ser constituídas e exploradas com recursos relativamente menores, obtidos pela conjugação de esforços de pessoas que se conhecem e nutrem, em certa medida, mútua confiança. Grandes empreendimentos, entretanto, reclamam elevados aportes de capital e a indispensável mobilização de disponibilidades econômicas de muitas pessoas. O regime jurídico da companhia aberta está voltado a atender essa necessidade de proporcionar a captação dos

²⁴ BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em https://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em: 23 abr. 2021.

²⁵ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.); LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e reform. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 159

²⁶ “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.” (BRASIL. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 1 set. 2021).

²⁷ BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO, (2017, p. 98).estabelece que “a distinção tem origem no fato de que, embora o modelo de companhia tenha sido inventado como instrumento para captar poupanças no mercado, difundiu-se, em todas as economias de livre empresa, a utilização do tipo de companhia sem valores negociados nos mercados de capitais, e, a partir do século XX, foi reconhecida pelas leis sobre companhias após a intervenção do Estado nos mercados de capitais para regular a distribuição de títulos mediante oferta pública e a circulação dos valores mobiliários”.

consideráveis recursos econômicos reclamados pelos grandes empreendimentos.²⁸

O movimento de ingresso e saída (cessão de quotas/ações) de sócios pela negociabilidade de suas ações e sem a anuência dos demais sócios é um marco representativo histórico, dada a inovação jurídica tecnológica que rompia com a necessária afinidade e confiança entre os sócios que orientava a constituição, a operação e a continuidade de sociedades empresárias²⁹.

Essa modalidade de financiamento pela captação pública de recursos é a sua principal característica. Mecanicamente, importa na livre negociabilidade de partes de seu capital social, partilhado em porções menores (as ações) que podem ser ofertadas no mercado para a captação de recursos; ou seja, uma sociedade capitalista dotada de independência das características subjetivas de seus sócios.

Esse cenário tem alta relevância jurídica, pois a negociação de seus títulos no mercado de capitais transcende os interesses da companhia, eis que interessa coletivamente, cuja ordem cabe ao Estado. Segundo Carvalhosa³⁰ a abertura de capital das companhias importa em verdadeiro interesse coletivo que deve ser tutelado pelo Estado, que o exerce a partir de uma série de comando legais desde a organização ao funcionamento da companhia, justificado por seu interesse nitidamente institucional. A ingerência do Poder Público deve ser permanente em homenagem ao pressuposto geral de proteção da poupança privada investida em operações e em investimentos de terceiros ou administrados por esses entes privados.

Partindo das considerações, todavia, ainda no âmbito histórico, as companhias passam a revestir-se de instrumentos hábeis, ou seja, de instrumentos de gestão. Nesse sentido, são as companhias voltadas ao mercado de capitais, instruídas a implantarem programas de controle de risco.

Importante aspecto a ser considerado foi o surgimento de programas de *compliance* no setor financeiro.

²⁸ COELHO, 2018, p. 71.

²⁹ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.); LAMY FILHO, Alfredo. (Coord.). Direito das companhias. 2. ed. atual. e reform. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 4.

³⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. São Paulo, Saraiva, 2013.

Historicamente as companhias marítimas dos séculos XVI, XVII e XVIII foram às precursoras desse mercado. Foi no século XVI, que as sociedades anônimas surgiram, e o seu objetivo naquele momento era de minimizar os riscos mediante a sua dispersão entre muitas pessoas, assim como o fracionamento do capital em quantidades que permitiam o agrupamento de várias cifras³¹.

Com isso os Estados se fortaleceriam, podendo para tanto competirem com mais liberdade e menos riscos.

Neste momento, a antiga concepção de mercado, ou seja, o escambo deixa lugar para uma concepção macro.

Frente à chamada globalização, “deve-se pensar em mercado como uma convergência de mercados para consumidores, bens e serviços, recursos naturais, bens de capital e trabalho, todos interligados e formando um complexo econômico global”³².

Ademais, a capitalização das sociedades empresárias, é um mercado que viabiliza e contribui para a eficiência do sistema de emissão de títulos, de modo a lhes conferir liquidez. Para que essas duas ações sejam executadas, é imprescindível um sistema articulado de distribuição e de circulação de valores mobiliários, como as bolsas de valores e as sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

No mais, o mercado de capitais tem como função permitir às sociedades empresárias captar recursos de terceiros e, conseqüentemente, compartilhar ganhos e riscos. Desse modo, como o mercado de capitais reflete a economia e permite o acesso ao capital, ele é imprescindível para o desenvolvimento de uma economia livre e democrática³³. O mercado de capitais tem por objetivo captar recursos para financiar a exploração do objeto social da entidade empresarial.

Há, portanto, a intermediação de recursos para operações de longo prazo, ou de prazo determinado, por meio de emissão de valores mobiliários.

Em conformidade com tendências internacionais, o Brasil, por meio do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BACEN), através

³¹ IGLESIAS PRADA, Juan. Administración y delegación de facultades em la sociedad anónima. Madrid: Tecnos, 1971.

³² GASTALDI, J. Petrelli. Elementos de economia política. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

³³ BARROS, Benedicto Ferri de. Mercado de capitais e ABC de investimentos. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1969.

da Resolução CMN n. 2.554/1998³⁴ estabeleceu programas de cumprimento de deveres e dispôs sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos.

O legislador brasileiro, ainda que timidamente, dispôs acerca dos elementos estruturais de programas de *compliance*, com a edição da Circular BACEN n. 3.461/1999³⁵, contribuindo, portanto, com as regras sobre os procedimentos a serem adotados na prevenção e combate às atividades relacionadas com os crimes previstos na Lei n. 9.613/1998³⁶.

Em momento posterior, através da Circular BACEN n. 3.542/2012³⁷, a autarquia disponibilizou a relação de operações e situações que podem configurar indícios de ocorrência dos crimes previstos na Lei n. 9.613/1998, passíveis de comunicação ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF)³⁸.

Deste modo, é nítida a introdução de programas de controle de riscos internos como o *compliance*.

Mais recentemente o legislador brasileiro por meio da Lei n. 12.846/2013 (Lei de Integridade das Pessoas Jurídicas ou Lei Anticorrupção Empresarial) em seu artigo 7º, VIII³⁹, consagra de maneira nítida a noção de *compliance*, dispondo acerca

³⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2554_v3_P.pdf. Acesso em: 23 jul 2022.

³⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47555/Circ_3461_v1_O.pdf. Acesso em: 10 jul. 2021.

³⁶ PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998. Dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF), e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9613.htm. Acesso em: 23 jul 2022.

³⁷ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49233/C_Circ_3542_v1_O.pdf. Acesso em: 10 jul. 2021.

³⁸ O Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf) tem como missão produzir inteligência financeira e promover a proteção dos setores econômicos contra a lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo. O Coaf recebe, examina e identifica ocorrências suspeitas de atividade ilícita e comunica às autoridades competentes para instauração de procedimentos. Além disso, coordena a troca de informações para viabilizar ações rápidas e eficientes no combate à ocultação ou dissimulação de bens, direitos e valores. O Conselho aplica penas administrativas nos setores econômicos para os quais não exista órgão regulador ou fiscalizador próprio. RECEITA FEDERAL. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/coaf>. Acesso em: 10 jul. 2021.

³⁹ Art. 7º Serão levados em consideração na aplicação das sanções: i) a gravidade da infração; ii) a vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; iii) a consumação ou não da infração; iv) o grau de lesão ou perigo de lesão; v) o efeito negativo produzido pela infração; vi) a situação econômica do infrator; vii) a cooperação da pessoa jurídica para a apuração das infrações; viii) a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica; ix) o valor dos contratos mantidos pela pessoa jurídica com o órgão ou entidade pública lesados; e Parágrafo único. Os parâmetros de avaliação de mecanismos e procedimentos previstos no inciso VIII do caput serão estabelecidos em

da responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

A partir da abordagem acima, os programas de *compliance* integram a estrutura normativa de forte controle na circulação de ativos pelo sistema financeiro e pelas companhias.

2. O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O mercado de ações busca a promoção do desenvolvimento econômico; é responsável pela propagação de informações, distribuição e operações de valores mobiliários, e concentra os agentes interessados em negociação. Esse mercado é dotado de algumas funções precípua que consistem em:

assegurar a constituição de um 'mercado livre', no qual são asseguradas a 'entrada' e a 'saída' espontâneas de emitentes e demandantes de títulos; promover liquidez aos ativos, de modo que ocorram transações subsequentes mediante conversão de títulos em dinheiro (liquidez); e formar um sistema de precificação para os títulos financeiros.⁴⁰

O mercado não é apenas um fato social, é uma necessidade econômica dada a sua relevante função de desenvolvimento; entretanto, insta identificar a alocação do mercado de valores mobiliários, de modo que se possa tratá-lo adequadamente conforme as normas do Direito brasileiro.

Define-se o Sistema Financeiro Nacional como o “conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia”⁴¹, o qual pode ser analisado sob três estruturas básicas: os seguros privados; os seguros de previdência fechada; e, a moeda, o crédito, o câmbio e os capitais. Cada uma dessas estruturas observa uma hierarquia que transita entre órgãos normativos, supervisores e operadores.

A estrutura de seguros privados tem como órgão normativo o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPIC), cuja supervisão fica a cargo da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), em que são operadores as entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

Os seguros privados têm como órgão normativo o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) como

⁴⁰ BERLE, A. A.; MEANS, G.C., 1984, p. 233-237 apud SILVA, Mauro Santos. Governança corporativa: argumentos teóricos e recomendações de política associadas à abordagem de agência. In: Boletim de Análise Político-Institucional, n. 19, dez. 2018. Disponível em <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8891>. Acesso em: 23 jul 2022.

⁴¹ BRASIL. Sistema Financeiro Nacional (SFN). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 1 abr. 2021.

supervisora das operações realizadas pelas seguradoras e resseguradoras, entidades abertas de previdência e sociedades de capitalização.

O último grupo (mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais) deve observância comum ao CMN, embora os seus operadores comportem supervisores distintos, como no caso dos bancos e caixas econômicas, administradoras de consórcios, cooperativas de crédito, corretoras e distribuidoras – que a depender de suas atividades corretoras e distribuidoras também são fiscalizadas pela CVM – e demais instituições não bancárias. A cúpula do Sistema Financeiro Nacional, o CMN, tem importante função no desenvolvimento econômico social do Brasil, a quem compete o poder normativo sobre a moeda, o crédito e as instituições financeiras.

Integra ao que se denomina de mercado financeiro que, segundo Assaf Neto⁴², nada mais é do que um ambiente de intercâmbio de ativos financeiros⁴³, determinando os preços entre os seus respectivos agentes. Caracteriza-se, no entanto, como um ambiente de aplicação e captação de recursos entre pessoas, é

segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos⁴⁴.

Apesar de os conceitos tenderem a ser confundidos em razão da já mencionada característica marcante de ambiente de intercâmbio de ativos financeiros, cada um deles observa as suas particularidades, especialmente quanto às suas operações, conforme observa-se a seguir.

O mercado monetário é um ambiente de operações de curto e curtíssimo prazos, de prazos reduzidos e de alta liquidez. O Tesouro Nacional é o principal emissor dos papéis que circulam nesse mercado, embora os estados-membros e os municípios também possam figurar como emissores. São títulos voltados para o financiamento do orçamento público, dentre eles os Certificados de Depósitos

⁴² ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 44. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597028171/>. Acesso em: 1 maio 2022.

⁴³ *Ibid.*, p. 44.

⁴⁴ BRASIL. Mercado de valores mobiliários brasileiro. *Livro TOP*. Disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 20 abr. 2022.

Interfinanceiros (CDI), os Certificados de Depósitos Bancários (CDB) e as Debêntures⁴⁵.

O mercado de crédito é marcado pelas operações por instituições financeiras bancárias voltadas a atender as necessidades de créditos de curto e médio prazos, em que basicamente capta recursos de poupadores e empresta-os aos tomadores; assume os riscos dessas operações e são renumeradas pelo denominado *spread*, a diferença entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. São exemplos comuns dessa concessão de crédito à pessoa física e financiamento de pessoa jurídica o crédito direito ao consumidor (CDC), as contas garantidas e os créditos rotativos entre outros⁴⁶.

O mercado de câmbio, por outro lado, tem suas operações voltadas à compra e à venda de moedas internacionais conversíveis e trocas entre agentes com residência em outros Estados⁴⁷.

Os mercados monetário, de crédito e de câmbio integram o Sistema Financeiro Nacional⁴⁸, cuja regulação e fiscalização cabem ao Banco Central do Brasil (BACEN), uma autarquia federal constituída pela Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, dotada de autonomias técnica, operacional, administrativa e financeira (Lei Complementar (LC) nº. 179, de 24 de fevereiro de 2021), observando-se a seguinte formação:

é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É por meio do sistema financeiro que as pessoas, as empresas e o governo circulam a maior parte dos seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos. O SFN é organizado por agentes normativos, supervisores e operadores. Os órgãos normativos determinam regras gerais para o bom funcionamento do sistema. As entidades supervisoras trabalham para que os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos. Os operadores são as instituições que ofertam serviços financeiros, no papel de intermediários.

O mercado de valores mobiliários funda-se no desenvolvimento econômico; e canaliza publicamente os recursos de médio e longo prazos de investidores para agentes deficitários por meio de negociações e operações de títulos e valores

⁴⁵ ASSAF NETO, 2021, p. 65)

⁴⁶ *Ibid.*, p. 76.

⁴⁷ *Ibid.*, p. 85.

⁴⁸ BRASIL, 2021.

mobiliários. Os seus operadores são as companhias, os investidores e os intermediários, como os bancos, as corretoras e as distribuidoras⁴⁹, cuja fiscalização cabe à CVM e ao BACEN, conforme o Art. 3º., §1º., da Lei de Mercado de Capitais.

Esse mercado presta-se como o principal ambiente para as transações relativas à poupança privada; e estimulam investimentos entre agentes, além da estruturação de uma sociedade que permita a participação coletiva na riqueza e nos resultados econômicos⁵⁰. É considerado como uma alternativa de menor custo aos produtos comercializados no mercado de crédito (a título de exemplo os bancos) ou monetário (a título de exemplo o Governo), o que possibilita o acesso direto ao público (investidores) para a propagação de valores mobiliários, e promovem e melhoram o fluxo de riquezas entre os agentes econômicos. São transações entre agentes superavitários (investidores) que emprestam dinheiro aos deficitários e fazem-no ao adquirirem títulos representativos de condições específicas, os denominados valores mobiliários.

A operação nesse mercado demanda a observância de alguns critérios básicos. Em geral, as companhias que pretendam distribuir ou negociar os seus valores mobiliários no mercado de valores mobiliários (conforme sejam companhias abertas, Art. 4º., §1º., da Lei de Mercado de Capitais) devem necessariamente registrar-se junto à CVM, que manterá os respectivos registros (Art. 21, §1º., da Lei de Mercado de Capitais), bem como deverá submeter-se aos seus regulamentos, controle e fiscalização, conforme disposto no Art. 19 e alínea “b”, da Lei de Mercado de Capitais, que dispõem que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão [CVM]”.

Esse registro inicial credencia a companhia a operar no mercado de balcão. Nesse mercado, segundo Sacramone⁵¹ ocorre a oferta de valores mobiliários diretamente aos particulares/investidores. São operações realizadas por intermédio do sistema de distribuição, como sociedades corretoras ou instituições financeiras autorizadas, conforme explica:

seja por meio de um mercado de balcão organizado, o qual é no Brasil integrado pela Sociedade Operadora do mercado de Acesso (Soma). A Soma, no Brasil, é a companhia criada para manter um sistema que permita

⁴⁹ CARVALHOSA, 2018, p. 148.

⁵⁰ PINHEIRO, J. L. *Mercado de capitais*. Fundamentos e técnicas. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 606.

⁵¹ SACRAMONE, 2020, p. 220.

as operações de compra e venda de valores mobiliários, conforme autorização da CVM.

As operações dos títulos de propriedade dos investidores são realizadas nesse segundo ambiente, na Bolsa de Valores, ao qual foram outorgados poderes e obrigações, podendo, inclusive, exigir de seus participantes a observância de normas, embora esteja sob a supervisão da CVM.

2.1. OS VALORES MOBILIÁRIOS

A complexidade das negociações e a necessidade de transportar-se dinheiro de forma segura, mas que mantivesse as características de transmitir-se direitos, foram propulsores da origem do primeiro instrumento com natureza de valor mobiliário: a cambial⁵².

Sobre as importantes tentativas de determinar-se o que sejam “valores mobiliários” no mundo, Carvalhosa⁵³ aponta para o cenário dos Estados Unidos da América de 1933-1934, época em que se editou duas leis federais relevantes que disciplinavam o mercado de capitais e traziam consigo o conceito de algumas tentativas para delimitar o que seriam tais valores. Para o Autor, ao invés de conceituá-lo, o legislador estadunidense trouxe um rol exemplificativo e conceitos abertos deixando ao encargo dos tribunais a análise do caso concreto para determinar-se em adequar ou não ao regramento federal, da seguinte forma:

SEC.2. (a) (1) O termo 'título' significa qualquer nota, ação, ações em tesouraria, títulos futuros, swap baseado em títulos, títulos, debêntures, evidência de endividamento, certificado de participação ou participação em qualquer lucro contrato de compartilhamento, certificado de garantia fiduciária, certificado de pré-organização ou subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de voto fideicomisso, certificado de depósito para um título, participação fracionária indivisa em petróleo, gás ou outros direitos minerais, qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio sobre qualquer título, certificado de depósito ou grupo ou índice de títulos (incluindo qualquer participação nele ou com base no valor do mesmo), ou qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio celebrado em títulos nacionais câmbio relacionado a moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como "título", ou qualquer

⁵² MATTOS FILHO, A. O. O conceito de valor mobiliário. RAE-Revista de Administração de Empresas, [S.l.], v. 25, n. 2, p. 37-51, 1985. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/39109>. Acesso em: 23 jul. 2022.

⁵³ CARVALHOSA, 2018, p. 149.

certificado de interesse ou participação, certificado temporário ou provisório para, recibo, garantia ou garantia ou direito para assinar ou comprar, qualquer um dos anteriores.

Sec. 3 (a) (10) O termo 'título de crédito significa qualquer nota, ação, ações em tesouraria, título futuro, swap baseado em títulos, títulos, debêntures, certificados de juros ou participação em qualquer acordo de participação nos lucros ou em qualquer petróleo, gás, ou outro royalty ou arrendamento mineral, qualquer certificado de garantia fiduciária, certificado de pré-organização ou subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de fideicomisso com direito a voto, certificado de depósito para um título, qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio em qualquer título, certificado de depósito, ou grupo ou índice de valores mobiliários (incluindo qualquer participação nele ou com base em seu valor), ou qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio celebrado em uma bolsa de valores nacional relativa a moeda estrangeira, ou em geral, qualquer instrumento comumente conhecido como garantia; ou qualquer certificado de interesse ou participação, certificado temporário ou provisório para, recibo ou garantia ou direito de subscrever ou comprar qualquer um dos anteriores; mas não deve incluir moeda ou qualquer nota, saque, letra de câmbio ou aceitação bancária que tenha vencimento no momento da emissão não superior a nove meses, excluindo dias de carência, ou qualquer renovação dos mesmos cujo vencimento seja igualmente limitado. (CARVALHOSA, 2018, p. 151)⁵⁴

O caso Securities Exchange Commission (SEC) versus J. W. *Howey Co.* julgado pela Corte estadunidense que estabeleceu um importante marco sobre os critérios definidores do que seriam os valores mobiliários. Esse caso envolveu a análise das operações da J. W. *Howey Co.*, que envolviam o sistema de *sale lease-back*, no qual o comprador adquiria lotes de exploração agrícola da J. W. *Howey Co* e arrendá-los-ia a outra companhia do mesmo grupo, a quem competia todo o

⁵⁴ Texto original em inglês: SEC.2. (a) (1) The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or Other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

"Sec. 3 (a) (10) The term 'security means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profitsharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a security; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.

trabalho, e o investidor seria remunerado com base nos lucros dessa atividade. A Corte entendeu que essa operação seria, na verdade, uma *security*, conforme o *Securities Act* de 1933 e, por este motivo, deveria submeter-se às normas e à finalização da SEC. Na ocasião, aquela corte estabeleceu alguns critérios determinantes para a sua conclusão: Entenderam tratar-se de a) investimento de recursos de alguém; b) em um empreendimento conjunto; c) na expectativa de retorno financeiro; e d) a partir dos esforços do empreendedor ou de terceiros⁵⁵.

Esses critérios tornaram-se posteriormente conhecidos como *Howey test* e foram utilizados para determinar-se o que seriam os valores mobiliários. Alguns tribunais estadunidenses entendiam que a definição de valor mobiliário não dependia da verificação cumulativa de todos os critérios do teste.

A importância dessa definição é de relevante interesse⁵⁶, inclusive coletivo; uma vez considerado como valor mobiliário, há obrigatoriamente a observância das normas da CVM, que as fiscalizará, além do dever de prestar informações em razão da abertura de seu capital (oferta ou captação pública).

No Brasil, a Lei do Mercado de Capitais introduziu em seu Art. 2º. um rol exemplificativo do que se consideravam “valores mobiliários”:

- 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.

Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Ao longo dos anos, o Conselho Monetário Nacional (CMN) expediu diversas resoluções que apresentaram definições dos títulos que poderiam ser considerados

⁵⁵ Segundo CARVALHOSA (2018, p. 150) o caso julgado pela Corte Norte-Americana envolveu a subsunção das operações da J. W. Howey Co. ao conceito de *security* proposto pelo *Securities Acts* de 1933 e, por isso, deveria se submeter às normas e finalização da SEC. A operação envolvia o sistema de *sale lease-back* onde basicamente o “investidor” adquiria lotes de exploração agrícola da J. W. Howey Co e os arrendaria à outra companhia do grupo, a quem competia todo o trabalho e o investidor seria remunerado com base nos lucros dessa atividade.

⁵⁶ A definição da natureza jurídica das coisas em geral tem importância para que seja possível estabelecer as suas especificidades e os elementos fundamentais que as compõem, conforme as lições de Orlando Gomes, ao asseverar que “todo instituto jurídico tem no sistema seu lugar próprio. Encontrá-lo é determinar-lhe a natureza. A localização (*sedes materiae*) ajuda a compreensão e a aplicação das regras agrupadas” (2009, p. 12).

valores mobiliários⁵⁷, as quais – dada a dinâmica comercial – mostraram-se insuficientes à realidade das transações. A par disso, o legislador brasileiro introduziu o primeiro conceito legal do que seriam esses títulos, o qual, conforme Art. 1º., da Lei nº. 10.198 de 14 de fevereiro de 2001, passou a ser:

Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

O conceito em estudo foi parcialmente incorporado ao Art. 2º., da Lei nº. 6.385/1976 pela alteração proposta pela Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001, em que houve apenas a substituição da expressão “os títulos ou contratos de investimento coletivo” por “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo”, sendo a seguinte redação final que até finalização deste trabalho segue vigente:

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Para Carvalhosa⁵⁸ essa definição foi inspirada na jurisprudência da Suprema Corte dos Estados Unidos da América do *Howey test*. Pondera-se que a redação do Inciso IX, por se tratar de apresentação aberta e genérica do que seja valor mobiliário, é completa e abrange todos os incisos anteriores, bem como a sua tecnologia jurídica

⁵⁷ Seguindo CARVALHOSA (2018, p. 151) foram resoluções que definiram “valores mobiliários” a Res. CMN 1.723 de 1990; Res. 1.907 de 1992; Res. 2.517 de 1998 e Res. 2.405 de 1997.

⁵⁸ CARVALHOSA, 2018, p. 152.

avita a sua constante atualização, como se verificou ao longo dos anos.

Em maior importância, ao considerar a versatilidade desse conceito e os poderes atribuídos à CVM, permite-se que esta decida em casos concretos à subsunção ou não ao conceito de valor mobiliário, não só permitindo a evolução desse conceito à realidade e dinâmica do mercado como também, uma vez considerado como tal, vincula o emissor às normas e regulamentos da CVM. Não por menos, no Brasil os valores mobiliários podem ser classificados como típicos, ou seja, quando o valor estiver expressamente previsto no rol do Art. 2º., da Lei do Mercado de Capitais; e atípicos todos os demais direcionados à captação popular⁵⁹.

2.1.1. Aspectos gerais dos valores mais comuns emitidos pelas companhias

Os aspectos gerais a seguir apresentados tem o condão de contextualizar nosso tema; não sendo, pois, escopo da nossa pesquisa o aprofundamento desses valores mobiliários. A intenção, entretanto, é demonstrar que a despeito do tipo, todos são emitidos pela companhia que, de certo a representam e podem sofrer influência (como oscilação de valor de mercado) a partir das informações acerca da condução de seu objeto social.

Pois bem. As ações são primordialmente o mais comum e o principal valor mobiliário⁶⁰ para a captação pública de recursos, os quais são emitidos pelas companhias, mas não são os únicos. Segundo Fábio Ulhôa Coelho⁶¹, são emitidos pelas companhias, dentre outros, debêntures, os bônus de subscrição, a parte beneficiária e as ações, as quais conforme cada tipo, podem gerar aos respectivos titulares o direito de participação, de parceria ou de remuneração.

2.1.2. As Debêntures

⁵⁹ *Ibid.*, p. 153.

⁶⁰ *Ibid.*, p. 153.

⁶¹ Conforme explica o Autor, “esta relação não esgota todos os tipos existentes. Assim, são definidos, formalmente, como valores mobiliários os certificados de depósito de ações (CDA), as opções de compra e venda de valores mobiliários, os certificados a termo de energia elétrica, os certificados de investimentos para a produção de obras audiovisuais, os contratos de investimento coletivo (“engorda de boi”), os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e outros”. COELHO, 2018, p. 200.

As debêntures, historicamente, são obrigações ao portador. São verdadeiros empréstimos constantes de título de crédito extrajudicial, no qual contém a obrigação assumida, a data do pagamento, os juros e a correção monetária⁶².

Para o Autor, como estratégia de financiamento público às companhias, o Decreto nº. 8.821 de 30 de dezembro de 1882, passou a autorizar a emissão de debentures observados os requisitos legais⁶³.

“A emissão de debêntures observa, com efeito, a estrutura de um mútuo pulverizado mediante uma série de títulos que representam frações de um mesmo empréstimo que a sociedade emissora contrai junto ao público investidor. Contudo, não se trata, necessariamente de um mútuo, tanto que, embora as debêntures possam se destinar, efetivamente, à tomada de um empréstimo junto ao público – e normalmente é a isso que elas se destinam – podem também ter outras destinações, tais como a dação em pagamento de uma dívida anterior da sociedade, ou mesmo a constituição de um penhor que garantirá obrigações da emissora. Poderão até mesmo se destinar, por exemplo, a doação a uma fundação de empregados. As debêntures são, pois, obrigações com a natureza de valores mobiliários, que as sociedades por ações têm a prerrogativa de criar. Assim como os Governos criam obrigações do tesouro, as sociedades anônimas criam debêntures, destinando-se umas e outras, em princípio, a financiar as necessidades de caixa ou os investimentos dos respectivos emissores”⁶⁴.

Da atual previsão do Art. 52, da LSA, as debêntures são valores mobiliários de renda fixa, emitidos pelas companhias para a captação de recursos. São alternativas aos contratos de empréstimos, mas de captação da poupança pública, geralmente por longos prazos e juros mais interessantes que àquelas praticados pelos bancos. Esses títulos podem conceder garantia real sobre determinados bens da companhia, verdadeiros privilégios gerais sobre os bens sociais⁶⁵.

Quanto ao seu valor, a debênture observa a parcela do empréstimo

⁶² CARVALHOSA, 2018, p. 202.

⁶³ Previsão legal: Art. 21. É permitido às sociedades anonymas contrahir emprestimo por via de obrigações (debentures) ao portador. § 1º O titulo da obrigação, além das clausulas proprias dos instrumentos desta natureza, deverá conter: 1º A serie das obrigações; 2º O numero de ordem; 3º A somma total do emprestimo, a cuja serie pertencer. § 2º A somma do emprestimo, ou emprestimos, não poderá exceder o capital subscripto. § 3º Os portadores das obrigações poderão nomear um fiscal para collaborar com os de que tratam os arts. 54 e seguintes, com iguaes direitos. § 4º É licito aos mesmos portadores assistirem ás reuniões da assembléa geral e tomar parte nas discussões, sem voto deliberativo. § 5º Os emprestimos por obrigações não podem ser contrahidos senão por virtude de autorização expressa nos estatutos, ou de deliberação da assembléa geral. (BRASIL. *Decreto nº. 8.821, de 30 de dezembro de 1882*. *Dá Regulamento para a execução Lei nº 3150 de 4 de Novembro 1882*. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/historicos/dim/dim8821.htm. Acesso em: 24 maio 2022).

⁶⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares e BORBA Rodrigo Rabelo Tavares. *Debêntures e bônus de subscrição*. In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Tratado de Direito Comercial: sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 87-88.

⁶⁵ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 1, 25. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 107.

assumido, sobre o qual incidirão juros e observar-se-á o prazo estabelecido.

Os debenturistas têm direito de um crédito contra a companhia decorrente desse empréstimo, cujo valor mobiliário não confere ao titular a condição de sócio da companhia. A característica principal está no fato de que esses valores, conforme a sua classificação, poderão ser conversíveis em ação da companhia, situação que o confere os direitos conforme as condições do valor. Além disso, “têm assegurado o concurso com os demais credores quirografários na hipótese de concurso falimentar de credores da sociedade anônima emissora”. Noutra lado, também confere a preferência sobre os acionistas da sociedade anônima emitente em caso de falência da companhia para o caso das debentures subordinadas⁶⁶.

Quanto a sua classificação, elas variam de acordo com a garantia ofertada pela companhia ao investidor na eventual possibilidade de o título vir a ser inadimplido, quando de seu vencimento, conforme a disposição do Artigo 58 da LSA, observando basicamente as seguintes hipóteses: as com garantia real; com garantia flutuante; quirografária; e as subordinadas, conforme disposição legal:

Art. 58. A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia.

§ 1º A garantia flutuante assegura à debênture privilégio geral sobre o ativo da companhia, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo.

§ 2º As garantias poderão ser constituídas cumulativamente.

§ 3º As debêntures com garantia flutuante de nova emissão são preferidas pelas de emissão ou emissões anteriores, e a prioridade se estabelece pela data da inscrição da escritura de emissão; mas dentro da mesma emissão, as séries concorrem em igualdade.

§ 4º A debênture que não gozar de garantia poderá conter cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia.

§ 5º A obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade, assumida pela companhia na escritura de emissão, é oponível a terceiros, desde que averbada no competente registro.

§ 6º As debêntures emitidas por companhia integrante de grupo de sociedades (artigo 265) poderão ter garantia flutuante do ativo de 2 (duas) ou mais sociedades do grupo.

⁶⁶ Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. RDB VOL. 90 (outubro - dezembro 2020). CVM e Mercado de Capitais “Stop Order” da CVM em Emissão de Debêntures. Disponível em <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/periodical/93329455/v20200090/page/RR-6.5>. Acesso em 24 Jul 2022.

2.1.3. O Bônus de subscrição

Os bônus de subscrição são valores mobiliários, de renda variável, que outorgam o direito ao titular de subscrever ações da companhia, conforme as condições do certificado e, certamente, do pagamento do preço, o direito de subscrever ações do capital social, que será exercido mediante a apresentação do título à companhia e ao pagamento do preço de emissão das ações, conforme disposição do Art. 75, § Único, da LSA.

Esse valor, para a companhia, pode prestar-se tanto em obter recursos como para facilitar a disposição de outros valores no mercado, conforme descrição do respectivo título. Para o investidor, a titularidade desse valor outorga-lhe a posição de credor de obrigação de fazer perante a companhia; ou seja, de emitir as respectivas ações para que, uma vez realizada, possa exercer o seu de adquirir os títulos emitidos conforme as condições preestabelecidas em seu bônus de subscrição.

O ponto relevante refere-se ao seu valor, pois diversamente das ações, não há determinação legal na precificação desse título⁶⁷.

2.1.4. As Ações

A ação consiste em um importante mecanismo de catalisador econômico das empresas e um sistema de socialização do risco, dado o seu potencial multiplicador de participantes em fomento à atividade⁶⁸. São valores mobiliários e consistem em frações do capital social da companhia negociadas no mercado financeiro que conferem a participação dos resultados da companhia; logo, são títulos de renda variável e que dependem dos resultados desta; são considerados bens móveis e conferem ao titular a sua propriedade.

As ações são classificadas como ordinárias e preferenciais. As ordinárias são frações do capital que, por definição, conferem ao titular os direitos comuns dos acionistas, como o direito a voto entre outros. As ações preferenciais têm como

⁶⁷ CARVALHOSA, 2018, p. 191.

⁶⁸ LAMY FILHO; BULHÕES PEREIRA, 2017, p. 159.

elemento marcante do perfil de seu titular como investidor, cujo interesse é primordialmente a vantagem patrimonial e que não pretende ter envolvimento na condução dos negócios sociais⁶⁹.

Especificamente no que diz respeito aos valores mobiliários de renda variável, é sua característica, segundo Justen Filho⁷⁰, que na condução da companhia, de seu objeto social, possa haver reflexos positivos ou negativos no valor de seus títulos em circulação, em que prevalece o dever de manter os seus investidores informados.

⁶⁹ CARVALHOSA, 2018, p. 156.

⁷⁰ JUSTEN FILHO (2018, p. 227)

3. A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

No Brasil, segundo Carvalhosa⁷¹, a atividade da bolsa de valores foi conferida à B3, constituída em 2017, é uma entidade que acumula além da atividade da bolsa de valores, como também da MB&FBOVESPA, as mercadorias e os futuros, com a CETIP (empresa prestadora de serviços financeiros no mercado de balcão organizado). Segundo o Autor, é entidade que, apesar de não se subordinar à CVM, é por esta supervisionada, o que lhe garante a independência de suas atividades.

3.1. Aspectos Gerais

A inegável influência na economia exercida pelas companhias abertas, além de seu relevante poder econômico, que grandes empreendimentos exercem em determinados mercados e do potencial danoso que a manipulação desse mercado pode gerar somado às experiências históricas, elevaram a tônica do Estado para fiscalizar as companhias e demais agentes que operam no mercado de valores.

Dentre os marcos históricos importantes, destacam-se os eventos propulsores da queda da Bolsa de Nova Iorque, em 1929, seguida da Grande Depressão, os quais expuseram os flagelos de um cenário sem regulamentação eficiente ante o cenário de especulação excessiva influenciada pela ausência de informações sobre os emissores dos títulos mobiliários comercializados no mercado. Até aquela época, por conta do sistema federativo adotado pelos Estados Unidos, competiam aos estados-membros o tratamento legislativo do mercado de valores mobiliários e da tutela dos investidores, as denominadas *Blue sky laws*.

A questão dessa regulação a partir dos estados-membros residia em sua ineficiência na tutela do mercado ou dos investidores; a expressão *Blue sky laws* fazia referência a literalmente “Leis do Céu Azul, aparentemente em referência a esquemas especulativos tão solícitos como alguns metros de céu azul”⁷².

Dados os claros sinais de ineficiência, levaram aos Estados Unidos da

⁷¹ CARVALHOSA, 2018, p. 65.

⁷² CARVALHOSA, 2018, p. 148.

América a tratar da matéria em âmbito federal para legislar sobre a proteção dos investidores contra fraudes e ofertas de mercado, como medidas do processo de reestruturação conhecido por *New Deal*, ao que se verifica do discurso do ex-Presidente Franklin D. Roosevelt, em 29 de março de 1933:

Recomendo ao Congresso a legislação para fiscalização federal do tráfego de títulos de investimento no comércio interestadual. Apesar de muitos estatutos do Estado, o público no passado sofreu graves perdas por meio de práticas nem éticas nem honestas por parte de muitas pessoas e empresas que vendem títulos. Evidentemente, o Governo Federal não pode e não deve tomar qualquer medida que possa ser interpretada como aprovação ou garantia de que os títulos recém-emitidos são sólidos no sentido de que seu valor será mantido ou que as propriedades que eles representam gerarão lucro. Há, no entanto, uma obrigação sobre nós de insistir que toda emissão de novos valores mobiliários a serem vendidos no comércio interestadual seja acompanhada de publicidade e informações completas e que nenhum elemento essencialmente importante relacionado à emissão seja ocultado do público comprador. Esta proposta acrescenta à antiga regra de advertência emissor, a doutrina adicional 'que o vendedor também tome cuidado. Ele coloca o ônus de dizer toda a verdade sobre o vendedor. Deve dar ímpeto à negociação honesta de valores mobiliários e, assim, trazer de volta a confiança do público. O objetivo da legislação que sugiro é proteger o público com a menor interferência possível nos negócios honestos. Este é apenas um passo em nosso amplo propósito de proteger investidores e depositantes. Deve ser seguido por legislação relativa à melhor fiscalização da compra e venda de todos os bens negociados em trocas e por legislação para corrigir práticas antiéticas e inseguras por parte de dirigentes e diretores de bancos e outras sociedades. O que buscamos é um retorno a uma compreensão mais clara da antiga verdade de que aqueles que administram bancos, corporações e outras agências que detêm ou usam o dinheiro de outras pessoas são administradores que atuam em nome de outras pessoas.⁷³ (Nossa tradução)

⁷³ Texto original em inglês: “I recommend to the Congress legislation for Federal supervision of traffic in investment securities in interstate commerce. In spite of many State statutes the public in the past has sustained severe losses through practices neither ethical nor honest on the part of many persons and corporations selling securities. Of course, the Federal Government cannot and should not take any action which might be construed as approving or guaranteeing that newly issued securities are sound in the sense that their value will be maintained or that the properties which they represent will earn profit. There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine 'let the seller also beware. It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business. This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt with on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations. What we seek is a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manage banks, corporations and other agencies holding or using other people's money are trustees acting for others.” (EUA. UC SANTA BARBARA. *The American Presidency Project*. Disponível em: <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/message-congress-federal-supervision-investment-securities>. Acesso em: 23 jul 2022.

Dentre as medidas desse pacote de reestruturação da economia estadunidense, observou-se um foco intenso na busca de mitigar a assimetria de informações entre as companhias e os seus investidores, sendo esta (o direito à informação) a principal ferramenta regulatória no período pós-crise⁷⁴.

Em primeiro ato, em 1933, houve o *Securities Act*, no qual se passou a *registration statement com full disclosure*, o que primou pela divulgação de informações pelas companhias acerca dos títulos negociados a partir de registros das ofertas, de modo a possibilitar aos investidores e demais agentes do mercado eventuais incongruências entre o valor negociado nas emissões e a correspondência econômica do valor mobiliário ofertado.

Em segundo, em 1934, houve a *Securities Exchange Act*, cujo ato trata acerca das exigências aplicáveis às companhias e a sua prestação de informações contínua e periódica, além de constituir o principal órgão regulador e responsável pela fiscalização do mercado de valores mobiliários, a *Securities and Exchange Commission* (SEC)⁷⁵ cuja missão “...é proteger os investidores; manter mercados justos, ordenados e eficientes; e facilitar a formação de capital. A SEC se esforça para promover um ambiente de mercado digno da confiança do público.”⁷⁶, dentre outros regulamentos direcionados à proteção do mercado e dos investidores⁷⁷.

⁷⁴ Pitta, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*. v. 68. a. 18. p. 137-167. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-3235>. Acesso em: 28 mar. 2022.

⁷⁵ Andrezzo, Andrea F. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. v. 80, p. 139 – 158, abr./jun., 2018, DTR\2018\14378.

⁷⁶ Texto original em inglês: is to protect investors; maintain fair, orderly, and efficient markets; and facilitate capital formation. The SEC strives to promote a market environment that is worthy of the public's trust .” (EUA. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. About the SEC. Disponível em: <https://www.sec.gov/about.shtml>. Acesso em: 24 maio. 2021)

⁷⁷ os Estados Unidos seguiram executando diversas reformas, apontando como as mais significativas: a) Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX) focada em assegurar a confiança do sistema de contabilidade, auditoria, controles internos e governança corporativa das companhias e seus agentes por meio de avaliação de administradores, registro, regulamentação e fiscalização dos auditores de companhias abertas, proibições e restrições aos auditores independentes, comitê de auditoria por membros independentes do conselho de administração em todas as companhias dentre outras. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act) em resposta “à crise financeira de 2008 que teve início quando os preços do mercado imobiliário sofreram quedas significativas e diversas hipotecas, principalmente aquelas que haviam sido concedidas a credores com alto risco de inadimplência (“subprime mortgage”), deixaram de ser pagas, o que afetou de maneira substancial o sistema financeiro. As novas regras se referem principalmente ao mercado financeiro, mas algumas delas afetam o mercado de capitais” como a necessária informação se exploração de minerais como a cassiterita, ouro, volframite, columbita-tantalita e seus derivados tântalo, tungstênio e estanho especialmente quando “tais minerais são oriundos da República

O Estado brasileiro, ante a promulgação da Lei nº. 3.150/1882, lançou sinais dessa questão ao apresentar algumas medidas mitigadoras desses ilícitos capazes de manipular o mercado, em especial o dever de informação das companhias emissoras de títulos mobiliários aos investidores, tais como as suas principais alterações estatutárias, balanços, transferências de ações dentre outras informações ao público, cujo ato não ficou isolado, pois em 1965, promulgada a Lei nº. 4.728, que reforçava o dever de informar e exigia o registro das companhias e das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

“A regulação de mercado de capitais abrange um amplo leque de medidas que tem, progressivamente, se alargado [...]. Sua origem histórica e, ainda hoje, seu denominador comum encontram-se na necessidade de enfrentamento das assimetrias informacionais existentes quando da aquisição de valores mobiliários. Tendo em vista a posição fragilizada do investidor ante outros agentes – como o acionista controlador ou os administradores da companhia, por exemplo – a regulação de mercado de capitais é baseada (i) na prestação de informações, em tempo hábil, de modo a nivelar o conhecimento de todos os agentes de mercado (o que se convencionou chamar de full disclosure) e (ii) em regras de conduta que impeçam, àqueles agentes privilegiadamente posicionados, o uso das informações antes da divulgação (a vedação ao insider trading). Com isso, se procura criar um mercado confiável e um processo de formação de preços dos ativos mais legítimo.⁷⁸”

Em 1976, mediante a promulgação da Lei de Mercado de Capitais, instituiu-se no Brasil a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que recebeu a natureza de autarquia federal, embora integre a administração pública, e não está sujeita à subordinação hierárquica ao Ministério da Fazenda, órgão a quem está vinculada. Essa sujeição importa em um controle ministerial ao cumprimento das finalidades. Dentre seus objetivos centrais, cabem a promoção do desenvolvimento; a eficiência do mercado; e a proteção dos investidores contra fraudes ao mercado de capitais, bem como também cumula o poder disciplinar, regulamentar e fiscalizar⁷⁹.

Os objetivos centrais da CVM constam do Art. 4º., da Lei do Mercado de

Democrática do Congo e nove países vizinhos ou não. Essa nova exigência teve como base a crença que a exploração desses minerais nessa região tem sido feita mediante a grave violação de direitos humanos e tem financiado conflitos regionais”. Além dessa, também houve a Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 (JOBS Act) que tratou, dentre outros temas, de incentivos às novas aberturas de capital das companhias. E vários outros atos.

⁷⁸ YAZBEK, Otávio. Mercado de Capitais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Tratado de Direito Comercial: sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 241-242.

⁷⁹ CARVALHOSA, 2018, p. 100.

Capitais:

Art . 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

4. A ADMINISTRAÇÃO DA COMPANHIA

O Código Civil brasileiro prevê que “a sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador”, conforme Artigo 1.022. Em similar expressão, a LSA dispõe que a “administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria”, conforme disposição do seu Artigo 138, *caput*. Além disso, há as previsões do Código Civil que, conforme o caso, se presta supletivamente à outra quando da análise do tema de deveres e responsabilidades dos sócios.

Neste último caso, o que se observa é um sistema dual de administração, obrigatório para as companhias abertas, conforme Artigo 138 § 2.º da LSA, composto por dois órgãos criados por lei, de natureza e com funções distintas, o Conselho de Administração e a Diretoria.

De um lado, o Conselho de Administração tem função precípua de deliberativa, não executando ou representando a companhia. Como órgão colegiado, sua atuação é sempre conjunta⁸⁰ e suas deliberações ocorrem por maioria dos votos. Noutro lado, a diretoria acumula a atividade de gestão da companhia, quem manifesta a vontade da companhia, não são mandatários ou procuradores dela. Sua atuação, geralmente, é exercida de modo individual, ressalvada disposição diversa no estatuto.

Sua eleição é realizada conforme seus atos constitutivos e pode ser realizado tanto no ato de criação ou mesmo posteriormente, por meio de assembleia de sócios, observando o quórum de maioria dos votos, observada a participação societária.

Suas atribuições não são passíveis de delegação à terceiros, ressalvada constituição de mandatários com poderes específicos, conforme previsão do Art. 1.018 do Código Civil, o qual dispõe que “ao administrador é vedado fazer-se substituir no exercício de suas funções, sendo-lhe facultado, nos limites de seus poderes, constituir mandatários da sociedade, especificados no instrumento os atos e operações que poderão praticar”.

⁸⁰ Responsabilidade Civil de Administradores e de Acionistas Controladores Perante a Lei das S/A. Revista dos Tribunais, vol. 699/1994, p. 36 - 43, Jan/1994, Doutrinas Essenciais de Responsabilidade Civil, vol. 3, p. 175 - 188, Out / 2011, DTR\1994\82.

De toda forma, o legislador conferiu ao administrador alguns poderes, dentre os quais a prática de todos os atos necessários ao funcionamento regular da sociedade⁸¹; além de seus deveres, como previsto no Artigo 153 (dever de diligência), 154 (dever de cumprimento das finalidades da companhia), 155 (dever de lealdade), 156 (dever de evitar situações de conflito de interesses) e 157 (dever de informar) da Lei das S.A, muito embora a doutrina elenque outros deveres dos administradores, como os seguinte⁸²:

... além dos deveres previstos a partir do art. 153, a Lei das S.A. elenca tantos outros deveres, como, por exemplo, o de divulgar os documentos da administração com certa antecedência à assembleia geral ordinária (art. 133), convocar a assembleia geral ordinária (art. 123), providenciar a elaboração das demonstrações financeiras (art. 176), preparar laudo demonstrativo da incompatibilidade de distribuição dos dividendos obrigatórios (art. 202, § 4.º).⁹ Esses deveres são objetivos, relativos a uma conduta específica esperada dos administradores, cuja inobservância configura responsabilidade tanto quanto os padrões de conduta mencionados acima. Adicionalmente aos deveres gerais e amplos de conduta e aos deveres específicos, cabe mencionar também a existência dos deveres implícitos, ou seja, que são dedutíveis das normas e princípios societários, tais como o dever de cumprir com as deliberações válidas da assembleia geral ou do conselho de administração. A quebra desses deveres também enseja a responsabilidade dos administradores e gera o dever de indenizar.

4.1. DEVER DE DILIGÊNCIA

Sobre o dever de diligência, este se equipara ao *bonus pater familias*, já que deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios, conforme expressão do Artigo 153, da LSA.

A palavra de ordem, conduto, faz alusão à boa-fé, a qual comporta algumas funções básicas no ordenamento jurídico, como a integrativa, para a qual os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. (Artigo 113, do Código Civil). A função de controle, que considera também ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes (Artigo 187, Código Civil). Por fim, a função integrativa, a qual guarda o preceito de que os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como

⁸¹ CARVALHOSA, 1998, p. 166

⁸² LEGITIMIDADE PARA A PROPOSITURA DE AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DE ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS ABERTAS. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 67/2015 | p. 133 - 160 | Jan - Mar / 2015, DTR\2015\7987

em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé (Artigo 422, Código Civil). Sobre essa última, guarda particular relevância, pois dela se extrai o *standard* ou padrão de comportamento, como “*arquétipo social adequado, para limitação do exercício abusivo ou disfuncional de direitos*” [...] “*postura proativa, traduzida em esmero, dedicação e cooperação na relação obrigacional, enfim, tudo o que se espera de uma fraterna convivência*”.⁸³

A premissa geral, que derivada da legislação anglo-americana, o *business judgment rule*, admitindo que o administrador, respeitando os limites da lei e dos estatutos, ao praticar atos regulares para cumprimento de sua gestão, estará investido de discricionariedade na condução de sua função, desde que o faça de boa-fé e visando ao melhores interesses da companhia (Artigo art. 154, §2º, incisos a, b e c, e §4º da LSA) e sem sobrepor seus interesses aos da companhia (conflito de agência), conforme disposição do Artigo 156, da LSA.

Essa discricionariedade tem por vetor o escopo social da companhia. Nesse sentido, temos a valiosa contribuição⁸⁴:

O objeto social é, portanto, limite específico da relativa discricionariedade que desfrutam os administradores na condução dos negócios sociais. Atos que excedem o objeto social (atos ultra vires) são, em princípio, nulos sem prejuízo da responsabilidade pessoal do diretor que os realizou.

O mesmo não se dá com atos praticados por administradores exorbitando de seus poderes estatutários, os quais, não obstante, podem ser ratificados por assembléias gerais, como afirmou o Min. Cunha Peixoto em seu voto na decisão proferida no RE 85.100:

"Os atos praticados por um diretor, mesmo extravasando de seus poderes, não são nulos nem anuláveis, mas condicionais, e, conseqüentemente, suscetíveis de confirmação. Tivemos oportunidade de escrever, ao examinar a extensão dos poderes dos diretores e dos atos praticados em desconformidade com a lei: "Não há dúvida de que estes atos, inexistentes para sociedade, são, entretanto, passíveis de confirmação, sendo, pois, condicionais. O negócio se torna eficaz e se a ratificação vier, expressa ou tacitamente" (Sociedade por Ações, III/27, n. 903).

O Min. Rodrigues Alckmin, quando Desembargador em São Paulo, teve oportunidade de sustentar a mesma tese: "Os atos praticados pelos diretores como excesso de poderes, ou sem poderes suficientes, podem, em princípio, ser ratificados pela assembléia-geral de acionistas. Esta ratificação entretanto, não precisa ser expressa. Basta que a assembléia, tomando conhecimento do ato ou de seus efeitos, nenhuma medida tenha deliberado contra o diretor" (RTJ 92/183-189).

A regra geral, é que o administrador não é pessoalmente responsável pelas

⁸³ EHRHARDT JÚNIOR, Marcos. Boa-fé Objetiva e sua Aplicação no Direito Societário. In SILVA, Michael Cesar (Coordenação) at ali. Estado Democrático de Direito e Solução de Conflitos: Diálogos e Repercussões na Sociedade Contemporânea. Belo Horizonte: Editora Newton Paiva, 2018, p. 95-112

⁸⁴ Responsabilidade Civil de Administradores e de Acionistas Controladores Perante a Lei das S/A. Revista dos Tribunais, vol. 699/1994, p. 36 - 43, Jan/1994, Doutrinas Essenciais de Responsabilidade Civil, vol. 3, p. 175 - 188, Out / 2011, DTR\1994\82.

obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão.

4.2. DEVER DE LEALDADE

O dever de lealdade dos administradores emana do Artigo 156, da LSA e Artigo 1.013, §2º e 1.017, §Único do Código Civil que tem por escopo reprimir condutas do administrador eventualmente voltadas ao seu próprio interesse, ou melhor, veda o comportamento de usurpação de oportunidades da Companhia em proveito próprio⁸⁵. Trata-se, pois, de dever voltado à companhia, pois, fala-se em administração de bens de terceiros, a qual comporta dupla orientação⁸⁶: dever de atuar sempre no interesse da companhia e, noutro lado, o veda de comportamentos contrários a ela.

4.3. DEVER DE INFORMAÇÃO

O dever de informação do administrador da companhia tem previsão no Artigo 157 da LSA combinado com o Artigo 1.011 do Código Civil. Esse dever prestigia a transparência (*disclosure*) sobre informações que tenham o potencial, ainda que indiretamente, repercutir na esfera dos acionistas, observados, contudo, dever de sigilo.

Diversas normas da CVM disciplinam esse dever da informação, expressamente visto na Instrução CVM 476/09:

“Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.

§1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput.

§ 2º Informações fornecidas aos investidores procurados, por emissor com o registro na CVM, devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado, nos termos da regulamentação específica.

Art. 10-A. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.

⁸⁵ CORDEIRO, António Barreto Menezes. Doutrina das oportunidades societárias (corporate opportunities doctrine). Parte II, p. 769

⁸⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Deveres de cuidado e lealdade dos administradores e interesse social, p. 22.

Art. 10-B. Os administradores da emissora, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas à emissora por esta Instrução”.

4.4. A RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR

O administrador responde quando causar prejuízos ao atuar em situações que mesmo dentro de suas atribuições ou poderes, agir com culpa ou dolo, igualmente quando suas ações ou omissões violem lei ou do estatuto, conforme Artigo 158, da LSA. Além disso, a mesma Lei prevê:

§ 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles.

§ 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres.

§ 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável.

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.

O princípio geral de direito informador da teoria da responsabilidade, e constante de todos os ordenamentos jurídicos, é aquele que impõe a quem causa danos a outrem o dever de repará-lo.

Os pressupostos da responsabilidade civil são, pois, a ação ou omissão do agente o prejuízo efetivo e a relação de causalidade entre eles, além de ser normalmente exigido o elemento culpa.

A lei brasileira de sociedades anônimas, Lei 6.404/76, a exemplo de outras, expressa essa tendência universal de agravamento da responsabilidade dos administradores, especialmente em se tratando de companhias abertas.

Isto porque, tais companhias apresentam um acentuado caráter institucional, contrastando com aquele contratual das companhias fechadas.

A responsabilidade civil, geralmente, demanda a verificação de três elementos essenciais: o dano, o nexo de causalidade entre a ação ou omissão e o resultado (dano), e a culpa do agente.

A regra, no direito brasileiro, é a irresponsabilidade pessoal do administrador por atos regulares de gestão, cuja responsabilidade é individual e não coletiva, respondendo, pois, por culpa própria, jamais de terceiro⁸⁷. Noutra dizeira, segundo Carvalhosa⁸⁸, em que pese a contratação de bons colaboradores e fiscalização destes estar incluída no dever de diligência do administrador, nas hipóteses de culpa *in eligendo* (contratação de funcionários) e *in vigilando* (dever de fiscalização dos funcionários) deve ser verificado o vínculo hierárquico do administrador e o funcionário, nível de conhecimento dos atos praticados de modo seja possível atribuir a responsabilidade ao administrador, pois, caso haja situação de impossível verificação não há que se falar em imputação de responsabilidade.

Nesse prisma, o que se verifica, contudo, conforme análise do Artigo 1.016 do Código Civil e do Artigo 158 da LSA, para Carvalhosa, se trata de responsabilidade civil objetiva, qual seja, dispensa a verificação de dolo ou culpa do administrador, haja vista se tratar de cumprimento da lei quanto ao funcionamento normal da companhia⁸⁹.

4.5. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Contudo, de modo a prevenir conflito de interesses, a legislação tem evoluído para sistemas permitam a adoção de procedimentos de controle e prestigiar a circulação de informações ao processo de tomada de decisões⁹⁰, por meio de políticas de *compliance* e risco operacional, através de procedimentos de governança corporativa.

A CVM, na consecução de seus objetivos institucionais, realizou a audiência pública em 7 de dezembro de 2016 submeteu à discussão a proposta de alteração da então vigente Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, com vistas a incorporar às suas normas, o dever dos emissores de divulgar informações comparando suas práticas de governança corporativa com aquelas recomendadas no Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas. A justificativa

⁸⁷ LSA. Art. 158 - ... § 3º. Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2.º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4.º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres".

⁸⁸ CARVALHOSA, v. 3, p. 318

⁸⁹ CARVALHOSA, v. 3, p. 317

⁹⁰ BAINBRIDGE, Stephen M. Director primacy: the means and ends of corporate governance. Northwestern University Law Review. vol. 97, 2003, p. 551.

apresentada pela CVM consistiu no seguinte⁹¹:

(...) a CVM entende que é importante garantir, com base no art. 22, §1º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o disclosure necessário para que os investidores e outras partes interessadas tenham acesso aos comentários do emissor, informando quais dessas práticas são por ele adotadas e o motivo pelo qual ele não adota ou adota de forma parcial as recomendações do Código. O Código Brasileiro de Governança também propiciará às companhias, por esse motivo, uma importante oportunidade de reflexão sobre seus sistemas de governança e de avaliação de suas práticas, possibilitando a identificação de eventuais pontos que podem ser objeto de aperfeiçoamento. Ao serem incorporados às normas da CVM, os comentários da administração deverão observar as regras previstas no art. 14 da Instrução CVM nº 480, de 2009, que se impõem a todas as informações divulgadas pelos emissores. Tais informações deverão ser verdadeiras, completas, consistentes e não podem induzir o investidor a erro. A supervisão a ser exercida pela CVM sobre essas informações será feita com base nesta perspectiva, não se propondo avaliar as escolhas feitas pelo emissor quanto à adoção ou não das práticas recomendadas.

A Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 foi revogada pela Resolução CVM nº 80 de 29 de março de 2022) na qual incorpora o dever de observâncias as normas do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa consiste em um sistema de gestão integrando os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas, mais bem expressado da seguinte forma:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

São, pois, métodos e procedimentos para dirigir, monitorar e incentivar empresas em seu desenvolvimento, dando grande relevo às pessoas que têm poder, influência, interesses, direitos e obrigações com a empresa: sócios, acionistas,

⁹¹ Comissão de Valores Mobiliários. Edital de Audiência pública SDM Nº 10/16 Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm1016edit_al.pdf. Acesso em: 23 jul de 2022.

conselheiros, diretores e os demais órgãos de controle e fiscalização, como o conselho consultivo⁹², com vistas a coibir abusos.

Seu foco é proteger todos aqueles que possam ser atingidos pela atividade empresarial (*stakeholders*), ou seja, atinge além dos *shareholders*, os sócios, o que leva esse sistema atingir a um sem-número de pessoas, exercendo o importante de responsabilidade social, conforme disposição da Comissão Das Comunidades Europeias (COM) de Bruxelas realizada em 2001⁹³, vejamos:

Item 2.2. A responsabilidade social de uma empresa ultrapassa a esfera da própria empresa e estende-se à comunidade local, envolvendo, para além dos trabalhadores e acionistas um vasto espectro de outras partes interessadas: parceiros comerciais e fornecedores, clientes, autoridades públicas e ONG que exercem a sua atividade junto das comunidades locais ou no domínio do ambiente.

Todos os países que desejam participar da economia globalizada, estão inclinados a aderir as medidas de segurança e conseqüentemente implantar regras ou programas que conferem controle de risco.

Nesse sentido, cumpre observar que além da diversidade de legislações pertinentes e aplicáveis ao tema, há ainda uma tendência lógica na imposição de obrigações relacionadas à implantação de programas de controle de riscos, tais como o *compliance* e a governança corporativa.

Isto porque, dessas políticas decorrem conseqüências econômicas e reputacionais que uma situação de não *compliance*, *por exemplo*, pode acarretar para as companhias, cujos resultados, são extremamente indesejáveis.

O termo *compliance* decorre do verbo *to comply*, que significa cumprir, estar em conformidade, executar, obedecer, observar o que é imposto.⁹⁴ É a adoção de regras e processos intraempresarias, com o objetivo de garantir o cumprimento do Direito.

Trata-se de movimento que se originou nos Estados Unidos e vem crescendo

⁹² NEVES, Edmo Colnagli. **Compliance empresarial**. O tom da liderança: estrutura e benefícios do programa. São Paulo: Jurídicos Trevisan, 2018, p. 169.

⁹³ COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (COM). Livro verde: promover um quadro europeu para a responsabilidade social das empresas. Bruxelas: COM, 2001. p. 36. Disponível em [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20021111/com\(2002\)347_PT.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/empl/20021111/com(2002)347_PT.pdf). Acesso em: 23 Jul. 2022.

⁹⁴ SARCEDO, Leandro. Compliance e responsabilidade penal da pessoa jurídica. São Paulo: LiberArs, 2016, p. 44.

exponencialmente. Historicamente, no mercado de valores, mais precisamente em 1930 com a criação da Securities Exchange Commission (SEC)⁹⁵ passaram a ser exigido das companhias o maior rigor no controle interno (self-policing), com o objetivo inibir informações privilegiadas. Dito isto, a maioria das corretoras de valores e intermediários financeiros no final da década de 1950 haviam adotado programas de compliance.

A partir desse momento a SEC na década de 1980 passou a exigir de das corretoras de valores que operavam em bolsa a supervisão de seus agentes e empregados. Tal postura passou a ser compulsória e a primeira delas, consagrada, foi a Insider Trading and Securities Enforcement.

No sentido mais amplo, o termo *compliance* conforme dispõe o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), representa a adoção de políticas de boa governança corporativa destinadas à diminuição dos riscos da companhia⁹⁶. Nesse sentido, como instrumento de gestão o termo *compliance* é predominantemente utilizado pelas instituições financeiras.

Com isso, o programa de *compliance* deve estar inserido, no contexto governança corporativa. Ademais, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), dispõe dessa maneira para designar um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.

O dever do *compliance*, ou seja, quando da implantação do programa de *compliance*, seu êxito está intrinsecamente ligado ao cumprimento de obrigações, seja na sua aplicação imperativa quanto às regras assumidas de forma voluntária.

Por outro lado, a governança corporativa⁹⁷ assegura aos envolvidos equidades, (*disclosure*), responsabilidade pelo resultado (*accountably*) e obediência as legislações dos países (*compliance*).

⁹⁵ Bolsa de Valores Mobiliários norte-americana (*Securities Exchange Commission*).

⁹⁶ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21826>. Acesso em: 23 Jul 2022.

⁹⁷ Governança Corporativa é um sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício de controle. A boa governança corporativa garante a equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21826>. Acesso em: 23 de jul de 2022.

A governança corporativa⁹⁸ é destinada a proteger não apenas os sócios (shareholders), mas todas as pessoas que possam ser afetadas pela atividade da pessoa jurídica, decorrente, pois, obrigação normativa⁹⁹, sujeitando a companhia e seus órgãos e/ou representantes.

Esse sistema tem seus traços normativos iniciais em 1999 quando a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) publicou os princípios de governança corporativa (OCDE), os quais apresentam as diretrizes básicas de uma administração responsável em obediência às normas e políticas locais, buscando a prevenção de riscos, inseridos entre os objetivos da boa governança corporativa¹⁰⁰. Esses princípios foram, contudo, revisitados em 2002 e 2004 dado o natural dinamismo e evolução do ambiente corporativo.

De maneira pragmática, conclui-se que a experiência norte-americana aprimorou a cultura de governança corporativa, dispondo que os programas de *compliance* é um poderoso instrumento de gestão apto a prevenir e minimizar os riscos da ocorrência de fraudes, no mercado de capitais.

A adoção de programas de *compliance*, seja de forma facultativa ou compulsória e os avanços nas legislações nacionais e transnacionais, acabam por corroborar com a simetria informacional, resultando em escolhas eficientes. Isso porque, entre os objetivos da governança corporativa e a implantação de programas de *compliance*, é impor que as pessoas ligadas ao mercado de capitais, por exemplo, exerçam suas atividades com credibilidade, transparência e ética, muito embora a implantação de programa de *compliance per se* não seja suficiente para eliminar necessariamente defeitos organizacionais da pessoa jurídica.

No Brasil, como antecipado, a CVM incorporou às suas normas a obrigação das companhias emissoras de valores mobiliários a observância das normas do Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas, criando a

⁹⁸ Não existe apenas um modelo de Governança Corporativa. Melhores práticas eleitas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21826>. Acesso em: 23 de jul de 2022.

⁹⁹ BLANCO CORDERO, Isidoro. Eficacia del sistema de prevención del blanqueo de capitales. Estudio del cumplimiento normativo (Compliance) desde una perspectiva criminológica. Cuadernos del Instituto Vasco de Criminología. v. 23. San Sebastian, 2009, p. 120.

¹⁰⁰ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21826>. Acesso em: 23 de jul de 2022.

obrigação acessória da entrega anual do “Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas” documento periódico anual em formato eletrônico com parâmetros informativos da companhia à CVM acerca do cumprimento das normas de governança corporativa, cuja entrega é obrigatória e sua omissão tem pena de multa.

5. OS INVESTIDORES

A ampliação dos mercados em âmbito global no pós-guerra¹⁰¹ deu ensejo à internacionalização do capital e à descentralização dos meios de produção¹⁰², assim como a propensão da prática de abusos de mercado “através dos novos produtos, das novas tecnologias, de um número cada vez maior de atividades transfronteiriças e da utilização da internet”¹⁰³, o que expôs a estabilidade dos mercados e causou prejuízos inclusive aos investidores, a quem as informações adequadas são expostos à riscos além do desejado, quem, segundo, a Carvalhosa¹⁰⁴ é a parte mais frágil desse cenário.

Como menciona Mattos Filho¹⁰⁵ (1985), os investidores têm a expectativa de que o seu patrimônio investido gere lucros. Cabe à companhia a gestão de seus negócios na busca de atender essa expectativa, afinal – ao abrir seu capital e operar no mercado de capitais por meio da oferta pública seus títulos – vincula-se à essa expectativa.

¹⁰¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Ato de preenchimento de órgão de administração: natureza jurídica da relação entre o administrador e a sociedade anônima. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi:10.11606/T.2.2012.tde-18022013-111713. Acesso em: 2022-07-23.

¹⁰² O termo “globalização” tem associação direta à ausência de barreiras entre Estados quanto às operações entre os mercados mundiais, especialmente quanto à realização de transações simultâneas entre estes sem se importar com limitações geográficas. Esse movimento, quando iniciado nos anos 80, transpunha-se ao controle de qualquer agência. “Globalização”. (Dicionário do Pensamento Social do Século XX. *Globalização*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1996, p. 340).

¹⁰³ UE. Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 28 de Janeiro de 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado). Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=FR>. Acesso em: 15 out 2021.

¹⁰⁴ CARVALHOSA, 2018, p.115.

¹⁰⁵ MATTO FILHO, 1985.

De acordo com o relatório da B3 intitulado *Pessoas Físicas: Uma análise da evolução dos investidores na B3*, de agosto/2021, o número de investidores pessoas físicas que passaram a operar no mercado financeiro para negociar (compra ou venda) valores mobiliários

[...] aumentou consideravelmente nos últimos anos, desde 2020 a média de investidores que fazem ao menos um negócio no mês está acima de 1 milhão. Esses investidores também ganharam participação no volume negociado e hoje são responsáveis por mais de 25% do volume na B3, na prática, tem se verificado 500 mil novos investidores por semestre¹⁰⁶.

As operações havidas no mercado de valores mobiliários observam o seguinte critério: os deficitários (as companhias) são aqueles que buscam financiamento, cujas operações costumam ser viabilizadas pelos intermediários (bancos, corretos e distribuidoras) aos superavitários (os investidores), aqueles que emprestam ao primeiro¹⁰⁷, sendo estes últimos os hipossuficientes da relação, a quem cabe ao Estado proteger.

Cada investidor tem os seus objetivos específicos orientadores à aplicação ou não de seu patrimônio em um valor mobiliário específico, que vão desde assegurar suporte para eventuais emergências até poupar para realizarem uma viagem, comprar imóveis, garantir renda extra ou mesmo para aposentadoria. A depender desses objetivos, o investidor pode escolher submeter-se a correr mais riscos, fazer aporte em valores mobiliários considerados como arriscados quando as suas projeções nutrirem a expectativa de retorno mais alto de seus investimentos.

Nesta perspectiva, a CVM editou diversas normas de observância obrigatória pelos agentes desse mercado, especialmente às corretoras e às companhias, de modo a adequar a oferta dos valores mobiliários ao considerar as características de cada tipo de investidor. Para isso, em exemplo mais recente, a CVM editou a Resolução nº. 30, de 11 de maio de 2021, que dispôs sobre o processo de *suitability*, que consiste no

[...] dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. De acordo com a norma, o processo de *suitability* deve cumprir algumas etapas, como a identificação do perfil do cliente, adequação

¹⁰⁶ BRASIL. B3. Uma análise da evolução dos investidores na B3. (2021). Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/51/F2/A8/FD/7763B71027085EA7AC094EA8/Book_PF_1_semestre_21%20_site_.pdf. Acesso em: 30 abr. 2022.

¹⁰⁷ CARVALHOSA, 2018, p. 148.

dos produtos e serviços a esse perfil, a atualização das informações dos investidores, a identificação de possíveis divergências entre o perfil identificado e os produtos e serviços contratados, e a consequente tomada de providências daí decorrente.¹⁰⁸

Os investidores nos mercados financeiros atuais, especialmente os diretores de investidores institucionais, devem ter conhecimento de uma variedade de produtos e serviços financeiros e os seus respectivos riscos. As informações que lhe forem prestadas devem ser claras:

[...] à medida que proliferam demandas por regulação, os stakeholders, aumentam suas expectativas acerca das decisões empresariais tanto em relação ao ambiente interno da corporação, quanto em relação aos consumidores, fornecedores e agências governamentais de fiscalização, diante do impacto nos objetivos de desempenho que já não são mais direcionados exclusivamente para a performance financeira” e, ainda, explica que “o dever geral de boa-fé é atendido quando as partes desempenham suas condutas de modo honesto, leal e correto, evitando causar danos ao outro (dever de proteção) e garantindo o conhecimento de todas as circunstâncias relevantes para a negociação (dever de informação) – comportamento que faz florescer laços de confiança entre os contratantes. A boa-fé, por conseguinte, exige a adoção de uma postura proativa, traduzida em esmero, dedicação e cooperação na relação obrigacional, enfim, tudo o que se espera de uma fraterna convivência.¹⁰⁹

A figura do investidor demanda atenção que igualmente perpassa por sua posição como principal usuário da financeirização da economia, a qual, ilustrada sob o prisma dos fundos de investimento, enaltece uma ordem de relativa contradição entre a dinamicidade e a proteção contratual.

5.1. A INFORMAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO E DECISÃO

Na sua atuação, os atores do mercado tendem a avaliar os riscos e os valores dos títulos com base em probabilidades, num esforço de antecipar os resultados positivos ou negativos. A presença de informações abundantes e tempestivas (*full disclosure*) no mercado propicia uma maior aproximação do valor da avaliação dos títulos (feita pelos investidores no mercado) em relação ao valor real deles, o que diminui os riscos do investimento e os custos de transação.

¹⁰⁸ BRASIL. *Suitability o processo de adequação dos investimentos ao perfil do investidor*. Disponível em https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/Suitability.html. Acesso em: 30 abr. 2021.

¹⁰⁹ EHRHARDT JR., 2018, p. 1053.

O investimento em títulos mobiliários importa em risco, pois a sua lucratividade depende de inúmeras variáveis, como a conjuntura macroeconômica, a segurança jurídica, a estabilidade bélica e econômica do País, o bom desempenho e os fundamentos da companhia emissora dos títulos, além de outras variáveis não tão lógicas como o "sentimento do mercado" e os movimentos de manada que influenciam diretamente o preço dos títulos em razão da lei de oferta e de procura, o que acarreta variações de preços nem sempre previsíveis. Entretanto, em que pese a existência de tais variáveis características do risco desse tipo de investimento, não se pode admitir a pura álea, a simples loteria.

Para a correta tomada de decisão sobre a compra ou a venda de títulos mobiliários (e o seu valor) no mercado, é necessária a disponibilidade contínua de informações sobre os referidos papéis e as companhias que os emitem.

De forma a prevenir eventuais violações ao direito difuso e coletivo à informação pública do mercado, a partir do lançamento público das ações, inicia-se o dever de informar. Ao emitir os títulos, a companhia e a instituição financeira autorizada (que coloca os papéis no mercado primário) têm o dever de prestar informações claras, precisas e acessíveis para a avaliação dos títulos pelos investidores. Posteriormente, caberá apenas às sociedades anônimas o dever de continuar a informar de forma regular e tempestiva os fatos relevantes que eventualmente influenciem a variação do valor dos títulos mobiliários no mercado secundário; evita-se, assim, a manipulação do mercado pelos atos ou omissões da empresa que tenderiam a ocultar ou impedir uma estimativa real de seus títulos.

A definição de ato ou fato relevante ao mercado é fornecida pelo Art. 157, § 4º., da LSA, e o Art. 2º., da Instrução CVM nº. 358/2002, e consiste em qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários ou de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Assim, estes fatos e atos deverão ser comunicados diretamente à CVM e simultaneamente ao mercado por meio de qualquer forma de comunicação, como informação à imprensa (em jornal de grande circulação usualmente utilizado

pela companhia e notícias veiculadas na rede mundial de computadores – Internet), reuniões com entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, tudo a fim de tornar pública a informação e preservar a igualdade de oportunidades aos investidores externos à empresa.

A responsabilidade pela divulgação de tais informações ao mercado pela companhia é do diretor de relações com os investidores, e em caso de sua omissão, dos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, constituídos por disposição estatutária, que tenham conhecimento do ato ou fato relevante, segundo os ditames do Art. 3º., da Instrução CVM nº. 358/2002.

5.2. AS ESCOLHAS EFICIENTES

Nos mercados eficientes as informações sobre os ativos estão à disposição do mercado e seus preços refletem esse cenário, de modo que não seja possível a obtenção de vantagens anormais pelos agentes, presumindo-se, de certa forma, a simetria de informação entre estes.

O PAPEL PRINCIPAL do mercado de capitais é a alocação da propriedade de capital da economia. Em termos gerais, o ideal é um mercado em que os preços forneçam sinais precisos para alocação de recursos: ou seja, um mercado em que as empresas possam tomar decisões de produção-investimento e os investidores possam escolher entre os títulos que representam a propriedade das atividades da "Arm's" sob a suposição de que os preços dos títulos a qualquer momento "refletem totalmente" todas as informações disponíveis. Um mercado em que os preços sempre "refletem totalmente" as informações disponíveis são chamadas de "eficiente".^{110 111} (Nossa tradução)

A teoria dos mercados eficientes, encampada por Eugene Fama, teve por base teórica três argumentos:

¹¹⁰ FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25. Cambridge, 1970, p. 383.

¹¹¹ Texto original em inglês: THE PRIMARY ROLE of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of Arms' activities under the assumption that security prices at any time "fully reflect" all available information. A market in which prices always "fully reflect" available information is called "eficiente".

[...] investidores são assumidos como racionais e, conseqüentemente, avaliam e precificam ativos de forma racional;
 a medida que alguns investidores não são racionais, suas participações no mercado (negociações) são assumidas como aleatórias, cancelando-se e não produzindo efeitos nos preços praticados pelo mercado;
 a medida que esses investidores irracionais o são de maneira similar entre si, a presença de uma maioria de arbitradores racionais, no mesmo mercado, elimina sua influência nos preços. (*apud* RABELO JUNIOR *et ali*, 2011)

O papel da informação nesse cenário é fundamental, pois os investidores têm nela a base de suas decisões. Essa chamada racionalidade deduz que esses agentes superavitários tendem a atribuir um preço a cada ativo pelo que se atribuiu como valor fundamental, ou seja, correspondendo ao racional de trazer os seus fluxos de caixa futuro deduzidos do risco ao valor presente.

A par desse cenário, para Eugene Fama, a informação acerca da condução dos negócios societários pode ter implicações diretas nos valores mobiliários da companhia. Essa variação de valor poderá ser tanto positiva ou negativas, tudo a depender do tipo de informação. Para ele, o preço desses valores mobiliários se adere

[...] quando qualquer informação que implique alteração dos fundamentos desse ativo é descoberta, os investidores respondem imediatamente, aumentando o preço do ativo se as informações forem positivas e diminuindo-o se forem negativas. Logo, os preços dos ativos incorporam todas as informações quase que imediatamente, ajustando-se a novos níveis correspondentes aos novos valores presentes dos fluxos de caixa. Conforme Ross (2002), em sua forma extrema, a teoria de mercados eficientes diz que todos os títulos sempre são corretamente precificados, o que significa que o mercado como um todo é realmente sábio. (Eugene Fama *apud* RABELO JUNIOR *et ali*, 2011)

Essa teoria propõe que o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários deve observar o seguinte equilíbrio entre três premissas¹¹²:

- (i) não existem custos de transação no processo de compra e venda de valores mobiliários;
- (ii) toda informação disponível, está disponível sem nenhum custo e de maneira equitativa para todos os participantes de mercado; e

¹¹² A teoria dos Mercados Eficientes tem recebido diversas contribuições e críticas ao longo dos anos. Para melhor aprofundamento acerca dessa evolução sugerimos a leitura: Rabelo Junior, Tarcísio Saraiva e Ikeda, Ricardo Hirata. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças* [online]. 2004, v. 15, n. 34. Acesso em: 23 Jul 2022, pp. 97-107. RABELO JÚNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças* [online]. 2004, v. 15, n. 34, p. 97-107. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000100007>. Epub 09 Jun 2011. ISSN 1808-057X. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000100007>. Acesso em: 23 de jul de 2022.

(iii) todos os participantes de mercado agem de maneira racional concordando com as implicações das informações correntemente disponíveis para o preço atual dos valores mobiliários, assim como, com distribuição de preços futuros de cada ativo. (Eugene Fama apud RABELO JUNIOR *et ali*, 2011)

Os investidores, ao disporem de todas as informações das companhias emissoras e seus títulos disponíveis no mercado, seriam capazes de decidir de forma mais eficiente e consciente acerca da alocação de sua poupança no mercado de valores mobiliários.

A omissão, a falsidade ou a manipulação de informações relevantes pelas companhias induz no mercado condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários, o que pode resultar em operações, por exemplo, de aquisição de ações com preços superiores ou alienações a valores inferiores; entretanto, isto não ocorreria caso o investidor tivesse conhecimento de todo o cenário sem a manipulação.

O desafio está em orientar adequadamente os investidores sobre os produtos ou valores mobiliários disponíveis no mercado, especialmente quanto a fatos relevantes das companhias, as suas decisões tanto em relação ao ambiente interno da corporação, quanto em relação aos consumidores, fornecedores e agências governamentais de fiscalização. A expectativa dos investidores de que a companhia esteja empenhada à consecução de seu objeto social com a finalidade de gerar lucro é absolutamente legítima.

6. A PERSPECTIVA EXTERNA DA COMPANHIA E SEUS ADMINISTRADORES VERSUS A FRAUDE NO MERCADO DE CAPITAIS

Segundo F. C. PONTES DE MIRANDA. “quando o órgão da pessoa jurídica pratica o ato, que há de entrar no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, não há representação, mas apresentação. O ato do órgão não entra, no mundo jurídico, como ato da pessoa, que é órgão, ou das pessoas que compõem o órgão. Entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, porque o ato do órgão é ato seu”.

Trata-se da teoria orgânica da companhia, cujo sistema teve forte influência do direito alemão, a Aktiengesetz de 1937, quando incorporada ao ordenamento jurídico brasileiro, pelo Decreto Lei 2.627/1940, depois LSA¹¹³.

A par dessa teoria, os administradores (como os demais órgãos), quando investidos da posição institucional, são instrumentos que se prestam a expressão da vontade da companhia. Metaforicamente, é a companhia quem fala.

Sobre esses aspectos, abordaremos a seguir:

6.1. A PERSONALIDADE JURÍDICA E SEUS ÓRGÃOS

As pessoas jurídicas, segundo as lições de Pontes de Miranda, são frutos de tecnologias jurídicas que não apenas a distingue das pessoas físicas ou naturais, como lhe confere capacidade de contrair direitos e obrigações. Para o Autor¹¹⁴, dada

¹¹³ COELHO, 2018, p. 234.

¹¹⁴ PONTES DE MIRANDA, F.C. *Tratado de Direito Privado* – Parte Geral, t. I - Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas, 4. ed. São Paulo, RT, 1974, p. 280: “As pessoas jurídicas, como as pessoas físicas, são criações do direito; é o sistema-jurídico que atribui direitos, deveres, pretensões, obrigações, ações e exceções a entes humanos ou a entidades criadas por êsses, bilateral, plurilateral (sociedade, associações), ou unilateralmente (fundações). Em tôdas há o suporte fático; e não há qualquer ficção em se ver pessoa nas sociedades e associações (personalidade) e nas fundações: não se diz que são entes humanos; caracteriza-se mesmo, em definição e em regras jurídicas diferentes, a distinção entre pessoas físicas e pessoas jurídicas. Nem sempre todos os homens foram sujeitos de direito, nem só êles o foram e são. A discussão sôbre serem reais, ou não, as pessoas jurídicas é em tórno de falsa questão: realidade, em tal sentido, é conceito do mundo fático; pessoa jurídica é conceito do mundo jurídico. O que importa é assentar-se que o direito não as cria ex nihilo; traz, para as criar, algo do mundo fático. Se há realidades espirituais (E. I. BEKKER, Was sind geistige Realitäten?, Archiv für Rechts – und Wirtschaftsphilosophie, I, 185-193), ou se não as há, constitui problema que se há de ter resolvido, ou dado como resolvido, antes de se entrar no mundo jurídico. As teorias sôbre a pessoa jurídica aí se situam; são perspectivas do mundo fático, que apanham parte do mundo jurídico, mas sômente porque o conceito de pessoa jurídica é conceito do mundo jurídico.”

a sua capacidade, a pessoa jurídica não necessita de representação legal para expedir a sua vontade¹¹⁵.

A constituição das pessoas jurídicas demanda a confluência de alguns elementos essenciais, os quais, segundo Pereira¹¹⁶, consistem na vontade criadora, na observância das condições legais para a sua formação e, por fim, que seu escopo seja lícito.

Ressalvadas algumas restrições¹¹⁷, o Estado brasileiro promove a liberdade econômica e assegura a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei, conforme a expressão do § Único do Art. 170, da Constituição da República de 1988.

Os empreendedores que pretendam explorar determinada atividade empresária poderão fazê-lo sozinhos, em exploração direta e em nome próprio, ou por intermédio da constituição de um novo ente personalizado, uma pessoa jurídica. Esta escolha incumbe aos sócios; contudo, esta escolha está limitada apenas a determinados tipos societários, o que se dá por conta do atual sistema fechado adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro, que limita a constituição de sociedades empresárias apenas àquelas predefinidas em Lei¹¹⁸. O escopo central dessa

¹¹⁵ *Ibid.*, 1974, p. 282-283.

¹¹⁶ PEREIRA, 2007, p. 298.

¹¹⁷ Por se tratar de atividades de interesse ou segurança nacional, determinadas atividades estão sujeitas a condições e critérios específicos para a exploração, cuja relevância fizeram com que constassem da Constituição Federal do Brasil, como nos seguintes casos, i.e.:

Art. 176. As jazidas, em lavra ou não, e demais recursos minerais e os potenciais de energia hidráulica constituem propriedade distinta da do solo, para efeito de exploração ou aproveitamento, e pertencem à União, garantida ao concessionário a propriedade do produto da lavra. § 1º A pesquisa e a lavra de recursos minerais e o aproveitamento dos potenciais a que se refere o "caput" deste artigo somente poderão ser efetuados mediante autorização ou concessão da União, no interesse nacional, por brasileiros ou empresa constituída sob as leis brasileiras e que tenha sua sede e administração no País, na forma da lei, que estabelecerá as condições específicas quando essas atividades se desenvolverem em faixa de fronteira ou terras indígenas. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995) § 2º É assegurada participação ao proprietário do solo nos resultados da lavra, na forma e no valor que dispuser a lei. § 3º A autorização de pesquisa será sempre por prazo determinado, e as autorizações e concessões previstas neste artigo não poderão ser cedidas ou transferidas, total ou parcialmente, sem prévia anuência do poder concedente. § 4º Não dependerá de autorização ou concessão o aproveitamento do potencial de energia renovável de capacidade reduzida.

¹¹⁸ A "adoção de um modelo fechado (numerus clausus) representa a impossibilidade de os indivíduos adotarem outras figuras que não aquelas expressamente previstas no sistema, sendo, contudo, permitida a inclusão de novas estruturas, por meio de iniciativa legislativa. Assim, tem-se que esse sistema de tipos legais exaustivos não leva, necessariamente, à paralisação definitiva e à impossibilidade de inclusão de novas formas nos quadros tipificados. Todavia, essa iniciativa deve partir do Estado, não podendo resultar de atos autorregulamentativos dos particulares. Nesses sistemas fechados, manifesta-se uma espécie de tipicidade estrita, de características rígidas, menos

sistemática é a previsibilidade; ou seja, os indivíduos, ao operarem dentro de determinados parâmetros legais, além de “proteger interesses de terceiros, aqueles que não participam do negócio jurídico típico, de garantir maior grau de segurança ao tráfico mercantil e de preservar instituições sociais relevantes”¹¹⁹, é também uma medida de segurança jurídica, dado que os agentes devem operar conforme o regramento de cada tipo societário.

Assim, os sócios devem eleger o formato de empresa que melhor atender às suas necessidades, observando-se vários critérios, como o modelo e a estrutura do negócio a ser explorado, o grau de relevância quanto as características dos demais sócios, a possibilidade de captação de recursos e financiamento público (ou não), a dinâmica de controle e vários outros elementos para posteriormente levá-lo a registro. Acerca da constituição da personalidade jurídica, Pereira explica:

Na criação da pessoa jurídica, há, pois, duas fases: a do ato constitutivo e a da formalidade administrativa do registro. Na primeira fase, ocorre a constituição da pessoa jurídica, por ato inter vivos nas associações e sociedades, e por ato inter vivos ou causa mortis nas fundações. É, sempre, uma declaração de vontade, para cuja validade devem ser presentes os requisitos de eficácia dos negócios jurídicos [...]. A segunda fase configura-se no registro. Com o propósito de fixar os principais momentos da vida das pessoas, o direito institui o sistema de registro civil para as pessoas naturais, onde se assentam o seu nascimento, casamento e morte, onde se averbam as ocorrências acidentais como a interdição, o divórcio, a alteração do nome, etc. Também para as pessoas jurídicas foi criado o sistema de registro, por via do qual ficam anotados e perpetuados os momentos fundamentais de sua existência (começo e fim), bem como as alterações que venham a sofrer no curso de sua vida. Ontologicamente, porém, há uma diferença radical entre o registro das pessoas naturais e o das pessoas jurídicas. O das primeiras tem uma função exclusivamente probatória, de vez que simplesmente importa em anotar aqueles atos da vida civil ligados ao estado (status), sem qualquer função atributiva, pois não decorrem do registro as diversas situações jurídicas dele constantes. [...] A personalidade, a capacidade, a restrição que esta sofre advêm de um acontecimento, que o registro patenteia. O das pessoas jurídicas, ao revés, tem força atributiva, pois que, além de vigorar ad probationem, recebe ainda o valor de providência complementar da aquisição da capacidade jurídica.¹²⁰

O registro é o elemento que confere a personalidade ao ente e integra o sistema fechado acima explorado¹²¹.

maleáveis, cuja ocorrência se dá em áreas jurídicas em que o objeto tutelado exige um grau de zelo mais próximo e específico, como ocorre em matérias relacionadas ao Direito Público – Penal, Tributário, etc.” (Hindemburgo Chateaubriand Filho apud SILVA, 2015, p. 145).

¹¹⁹ SILVA, 2015.

¹²⁰ PEREIRA, 2007, p. 345-34.)

¹²¹ Código Civil. Art. 967. É obrigatória a inscrição do empresário no Registro Público de Empresas

Art. 46. O registro declarará: I - a denominação, os fins, a sede, o tempo de duração e o fundo social, quando houver; II - o nome e a individualização dos fundadores ou instituidores, e dos diretores; III - o modo por que se administra e representa, ativa e passivamente, judicial e extrajudicialmente; IV - se o ato constitutivo é reformável no tocante à administração, e de que modo; V - se os membros respondem, ou não, subsidiariamente, pelas obrigações sociais; VI - as condições de extinção da pessoa jurídica e o destino do seu patrimônio, nesse caso.

Dentre os vários critérios e classificações internas das pessoas jurídicas, destaca-se os relacionados ao vínculo entre os seus sócios. De forma geral, as sociedades dividem-se em dois grupos: primeiramente, a sociedade de pessoas, de caráter *intuitus personae*, na qual haveria relação contratual e personalista entre as partes integrantes; e, em segundo, as sociedades de capitais, que são *intuitus pecuniae* ou *intuitus rei*, uma instituição cuja preponderância é o capital, pouco importando os demais elementos da pessoa, sendo livre a cessão das ações. Hauriou definiu a instituição como

uma organização social, estável em relação a ordem geral das coisas, cuja permanência e assegurada por um equilíbrio de forças ou por uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito" [...]. "Uma característica fundamental distingue, na exposição de Hauriou, a instituição do contrato. Na primeira, o consentimento dos membros se restringe a aceitação da disciplina, sem preocupação imediata dos resultados de sua atividade; no segundo, o consentimento tem por objeto os atos dos contratantes e implica os resultados. "Não é bastante dizer que a conservação de situação contratual está subordinada a execução dos atos que cada um dos contratantes prometeu e uma condição resolutiva e para esse fim subentendida nos contratos sinalagmáticos. Ao contrário, na instituição a existência da organização criada não está subordinada a execução de tais ou tais atos que um dos membros poderia ter prometido." Desta forma, nos contratos admite-se a resolução pela inexecução das obrigações, o que não ocorre na instituição; sendo, além disso, mais estáveis as situações institucionais, que não podem ser bruscamente resolvidas ou dissolvidas, porque aliam ao seu poder de duração um poder de evolução e adaptação as condições novas da vida que as situações contratuais não possuem. Hauriou considera a sociedade por ações como instituição, pois tem essa adaptabilidade as condições novas e poder de evolução, mas não aplica a teoria as demais sociedades.¹²²

De acordo com Coelho¹²³, ao considerar o grau de dependência da sociedade em relação às qualidades subjetivas dos sócios, elas podem ser classificadas em

Mercantis da respectiva sede, antes do início de sua atividade.

¹²² REQUIÃO, 204, p. 468.

¹²³ COELHO, 2018, p. 200.

sociedade de pessoas ou de capitais. Basicamente, a distinção é: “em algumas sociedades, a realização do objeto social depende fundamentalmente dos atributos individuais dos sócios, ao passo que, em outras, essa realização não depende das características subjetivas dos sócios”

Na prática, os sócios subordinam-se aos tipos societários previstos em lei, conforme a disposição dos Arts. 980-A, 1.039 a 1.092 do Código Civil. Registra-se que a eleição do tipo não é imutável, ao contrário disso, é possível a realização de diversas operações societárias capazes de alterar o tipo societário, como as transformações, as cisões, as fusões ou as incorporações, embora as suas características intrínsecas possam determinar uma natureza jurídica diversa¹²⁴, ao que se denomina de sociedade heterotípica¹²⁵.

São sociedades de pessoas as sociedades em nome coletivo e em comandita simples (Art. 1.003, do Código Civil). A sociedade limitada, por outro lado, pode ser tanto de pessoas quanto de capital, observados os registros do contrato social.

As sociedades em comandita por ações são sempre de capital, assim como as sociedades anônimas que compartilham uma característica básica: são eminentemente capitalistas; ou seja, a relação pessoal ou mesmo a afeição entre os sócios é elemento irrelevante para a operação da sociedade. A primazia é pelo capital e pelo financiamento dessas sociedades.

Dotada de capacidade de direito, vontade e responsabilidades distintas de seus sócios, as pessoas jurídicas manifestam as suas vontades a partir de seus atos por meio de centros institucionalizados de poder, haja vista que a pessoa jurídica *per se* não poderia manifestar a sua vontade e perseguir o escopo social para o qual foi constituída.

A corporação exerce seus direitos por meio de representante: *magister* ou *curator* eram as designações de seus representantes permanentes; *actor* ou *defensor*, as denominações de seus representantes especiais (assim, quando uma associação ingressa em juízo para a defesa de seus direitos subjetivos, o representante especial para esse fim é o *actor* ou *defensor*), os quais, no direito pós-clássico, passaram a ser indicados pelo vocábulo bizantino *syndicus*. Note-se que a necessidade de a pessoa jurídica servir-se

¹²⁴ Embora não seja objeto do escopo do presente trabalho, não se pode negar a existência e relevância do fenômeno cunhado pelo Professor Doutor Marcelo Guedes Nunes em sua tese de doutoramento ao observar com maestria que a algumas sociedades passam, na prática, a comportar-se ou assumir características diversas das previstas pelo legislador; não se trata de ilegalidade, mas de mutação idiossincrática que leva à aplicação subsidiária de regramento diverso naquele que lhe foi originalmente desenhado. São as sociedades heterotípicas (GUEDES NUNES, 2011).

¹²⁵ GUEDES NUNES, 2011.

de representante (pessoa física) para exercer seus direitos não quer dizer que ela não tem capacidade de fato. Toda pessoa jurídica é capaz de fato, pois à sua vontade (que é a vontade da maioria dos associados revelada nas assembléias) não podem aplicar-se os fatores que retiram ou diminuem a capacidade de fato das pessoas físicas (a idade, o sexo, a alienação mental e a prodigalidade).¹²⁶

De acordo com Gastão¹²⁷ “tanto os órgãos internos deliberativos e executivos, quanto os órgãos externos encarregados da atividade jurídica de relação com terceiros, desenvolvem uma atividade que deve imputar-se diretamente ao ente jurídico que integram”. Para o Autor, a relação será sempre orgânica. A companhia detém capacidade plena de agir por meio de seus órgãos e experimenta na sua esfera jurídica os efeitos da atividade, que é sua, mas desenvolvida pelos órgãos sociais, não havendo, pois, espaço para distinção das vontades.

6.2. A FRAUDE AO MERCADO

Situações de queda no valor das ações das companhias somada a repercussão negativa no mercado por ocasião da propositura de ações judiciais contra companhias envolvidas em falhas informacionais, é possível verificar que os riscos aos acusados e as suas possíveis perdas são significativas e irreparáveis¹²⁸.

A SEC, dentre os seus primeiros atos voltados à reestruturação do mercado de valores estadunidense no plano *New Deal* foi estabelecer condições de confiança dos investidores e garantir não só que as companhias emissoras passassem a fornecer informações periódicas, como também coibir a prática desleal do que se

¹²⁶ ALVES, 2003, p. 135.

¹²⁷ Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Da remuneração dos membros dos conselhos de administração in Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas, RT, 1989, p. 182, SS.

¹²⁸ Segundo levantamento realizado por ARAÚJO et ali, teve impacto negativo no valor das ações das companhias que foram citadas como envolvidas em esquemas de corrupção. De acordo com esse estudo foi possível verificar que a “o combate à corrupção e a divulgação de fatos apurados pela Operação Lava Jato resultou em perda de valor de mercado para as companhias citadas, e em ganho de valor de mercado para as empresas do mesmo segmento de companhias citadas. Em outras palavras, a divulgação de operações anticorrupção contribui para a redução de discrepâncias de precificação inerentes à corrupção praticada pelas empresas envolvidas nas respectivas operações. Tal ajuste de precificação pode estar associado à correção feita pelo mercado mediante os prejuízos trazidos pela concorrência desleal à competitividade.” (ARAÚJO, Eduardo Carvalho Correa de, RODRIGUES, Victor Rangel dos Santos, MONTE-MOR, Danilo Soares, CORREIA, Rogério Dias. Corrupção E Valor De Mercado: Os Efeitos Da Operação Lava Jato Sobre O Mercado De Ações No Brasil. Revista Catarinense da Ciência Contábil, ISSN 1808-3781 - eISSN 2237-7662, Florianópolis, SC, v. 17, n. 51, p. 41-58, maio/ago. 2018).

denominou *insider trading* com a edição do *Rule 10b-5*:

Regra 10b-5: Emprego de Práticas Manipulativas e Enganosas. Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer meio ou instrumento de comércio interestadual, ou dos correios ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional, (a) empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício fraudar, (b) fazer qualquer declaração falsa de fato relevante ou omitir a declaração de fato relevante necessária para que as declarações prestadas, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganosas, ou (c) para se envolver em qualquer ato, prática ou curso de negócios que funcione ou funcionaria como uma fraude ou engano sobre qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de qualquer título.¹²⁹ (Nossa tradução)

A figura do *insider trading* consiste na situação de alguém que, aproveitando-se de sua ocupação na companhia, apropria-se de informações relevantes e, antes de estas serem publicadas ou tornem-se públicas e influenciem o mercado e o valor das ações da companhia, o agente realiza operações de compra e/ou venda de valores no mercado antes do impacto da informação. Noutros termos, seriam operações desleais no mercado de valores mobiliários¹³⁰.

A proteção da confiança deixou de estar apenas relacionada à promessa do que fora pactuado e passou a obedecer a um conceito de razoabilidade não apenas intrínseco ao prometido. Como sintetiza Atiyah (1986, p. 87-88):

A confiança desenvolveu-se como uma fonte de responsabilidade no direito dos seguros, no direito de representação legal, em casos de responsabilidade pelo produto, em casos comuns de negligência e, é claro, para perda causada por confiança justificável na linguagem ou conduta que não pode de modo algum ser vista como promissória ('estoppel') e pela perda do direito em razão da promessa feita que levou a outra parte a praticar um ato ('promissory estoppel').

Ao basear-se na disposição da norma que proibia as companhias integrantes

¹²⁹ Texto original em inglês: "Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security." (EUA. U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. 17 CFR 240.10B-5 - Employment of manipulative and deceptive devices. Disponível em: <https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>. Acesso em: 23 jul 2022).

¹³⁰ EIZIRIK, 1983, p. 43.

do mercado de capitais de prestarem declarações falsas, omissas ou distorcidas de fatos do mercado, sobre os quais estivesse envolvida, alguns investidores levantavam a tese de prejuízo, afinal estava-se diante de fornecimento deficitário de informações. Contudo, como a presunção era de que todas as informações deveriam estar disponíveis e, além disso, serem verídicas, conforme a *Rule 10b-5* emitida pela SEC. Logo, sua falta ou omissão dava força à tese dos prejuízos.

Esse cenário, conduziu a formação da teoria *Fraud-On-The-Market Theory* pelos tribunais dos Estados Unidos da América. A premissa básica dessa tese consistia em dispensar a comprovação dos danos pelos investidores quando fosse verificada qualquer situação de falha informacional, seja pela omissão ou mesmo distorção, pelas companhias. A presunção era que a distorção no preço da ação poderia estar correlacionada a esse fato, o que legitimava a todos os investidores portadores dos títulos dessas companhias, os quais se socorriam basicamente por meio das chamadas *class action*. Estas, na verdade, integram procedimento coletivo, previsto na *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos que, conforme a *Rule 23*¹³¹, admite que vários prejudicados demandem em uma espécie de litisconsórcio e em um único processo, sob um representante, vejamos:

Rule 23. Class Actions (...) (b) TYPES OF CLASS ACTIONS. A class action may be maintained if Rule 23(a) is satisfied and if: (...) (3) the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy. The matters pertinent to these findings include: (A) the class members' interests in individually controlling the prosecution or defense of separate actions; (B) the extent and nature of any litigation concerning the controversy already begun by or against class members; (C) the desirability or undesirability of concentrating the litigation of the claims in the particular forum; and (D) the likely difficulties in managing a class action.

A proposita dessa *class action* visando o ressarcimento sob a tese da *Fraud-On-The-Market Theory*, demanda a demonstração de alguns pontos, como o conhecimento público da informação falsa veiculada pela companhia como se verificasse; o conteúdo material dessas informações; as ações de emissão da companhia eram negociadas em um mercado eficiente; a indução à erro dos investidores por conta dessas informações; e, por fim, que houve a efetiva aquisição das ações durante

¹³¹ EUA. UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>. Acesso em: 9 jan. 2018.

o período entre a divulgação da informação e a verificação de sua falsidade.

7. A RESPONSABILIZAÇÃO DA COMPANHIA

Conferida a capacidade à pessoa jurídica, a sua autonomia e personalidade destacam-na de seus membros ou daqueles que ocupam os seus órgãos, passa ser sujeito de direito e obrigações, cuja possibilidade de responsabilização, inclusive, foi consagrada na Constituição Federal, conforme Artigo 173, §5º, vejamos:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.

O ordenamento jurídico brasileiro comporta duas teorias de imputação da reponsabilidade. Basicamente, o que elemento determinante que diferencia a imputação de responsabilidade objetiva (Artigo 927, Código Civil) contra a subjetiva (Artigo 187, Código Civil) diz respeito às hipóteses que a responsabilidade persistirá ainda que sem ilícito, dispensando a culpa, tão somente verificando a existência de dano e nexos de causalidade, a saber:

(i) ação ou omissão do agente que cause algum dano; (ii) nexos de causalidade entre a ação ou omissão e o dano causado; e (iii) a culpa lato sensu, que abrange a culpa decorrente de imprudência, negligência ou imperícia e o dolo. Já a segunda teoria é a da responsabilidade objetiva ou teoria do risco, em que o conceito de culpa é abstraído, bastando que reste comprovado o nexos de causalidade entre a ação ou omissão do agente e o dano causado por este¹³².

As relações jurídicas e as obrigações que estão no âmbito interno da companhia e são de natureza societária, contratual, sujeitas à LSA, daqueles deveres gerais da coletividade, regulados pelo Código Civil e pelo Direito Econômico, admite-se a duplicidade de ordens jurídicas que recaem sobre um mesmo sujeito, que pode assumir, concomitantemente, a posição de acionista e de investidor, de modo que

¹³² Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. RDB VOL. 90 (outubro - dezembro 2020). CVM E Mercado De Capitais Responsabilidade Civil No Mercado De Capitais: Uma Análise Do Dever De Diligência Das Instituições Intermediárias Nas Ofertas Públicas De Valores Mobiliários. Disponível em <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/periodical/93329455/v20200090/page/RR-5.2>. Acesso em 24 jul. 2022.

possam existir duas ordens distintas de conflitos a envolver a mesma pessoa¹³³.

A teoria da fraude ao mercado consiste na responsabilização pela violação do dever de informar da companhia e de seus administradores, que é capaz de gerar prejuízos a investidores em razão da queda do valor de seus ativos quando vem à tona a veracidade a respeito da companhia – essa queda, ao final, representa uma perda patrimonial direta ao investidor.

A demanda do investidor em face da companhia em busca de indenização pela lesão causada ao seu patrimônio pessoal não deve ser confundida com uma possível ação proposta pela pessoa jurídica ou, na hipótese de sua inércia, por seus acionistas para reivindicar a reparação ao patrimônio social – como é o caso da ação prevista no *caput* Art. 159 da LSA – que não se confunde com o patrimônio individual dos sócios.

No caso da demanda reparatória do investidor, esta é proposta porquanto este experimentou um prejuízo direto em seu patrimônio pessoal, consistente na desvalorização não natural do valor de mercado das ações ou outros valores mobiliários que detinha em razão de uma violação ao dever de informar. De fato, a ação ou qualquer valor mobiliário é de propriedade exclusiva do investidor, não da companhia, de forma que o seu patrimônio não se confunde com o patrimônio da companhia, pois

um dos princípios fundamentais do Direito Societário é aquele que prevê que a sociedade e seus acionistas possuem patrimônios completamente independentes e autônomos, os quais não se confundem nem se comunicam. Daí a previsão expressa do art. 30 da Lei Societária no sentido de que ‘a companhia não poderá negociar com suas próprias ações’. Isso porque as ações são de propriedade dos acionistas, e não da sociedade, a oscilação do market value das ações afeta diretamente apenas o patrimônio dos acionistas. Com efeito, o prejuízo decorrente da diminuição do market value das ações representa uma diminuição do patrimônio dos acionistas. Neste ponto pergunta o marketing velho se refere à perspectiva do acionista que investe no mercado de valores mobiliários, pois está relacionado diretamente com a capacidade da companhia de valorizar seus títulos e, assim, de criar valor para o investidor em ações de sua emissão no Mercado de Bolsa. Diversamente, na análise do valor patrimonial da companhia, o que interessa é a análise do patrimônio líquido da pessoa jurídica, sob a perspectiva exclusiva da sociedade e não dos seus acionistas. daí por que as ações de uma companhia podem ter seu market value aumentado em determinado período, por fatores não gerenciais, em razão da favorável conjuntura Internacional da economia ou de um ato governamental, embora, neste mesmo espaço de tempo, seu patrimônio líquido tenha até sido diminuído por fatores gerenciais, como alavancagem.”. No mesmo sentido, cf. NERY, Rosa Maria de Andrade. Instituições de Direito Civil – Vol. IV: Direitos Patrimoniais e Reais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, item 36: “Mesmo que se

¹³³ JUSTEN FILHO, 2018, p. 117.

possa considerar que o fenômeno econômico da empresa, sob seu perfil subjetivo, encontra vida na atuação do empresário, ou da sociedade empresária, que tem a iniciativa do empreendimento, suporta os riscos inerentes à atividade empreendida e realiza trabalho organizador da atividade, o fato é que, sob o aspecto objetivo, a empresa tem projeção patrimonial própria, materializada no estabelecimento e em outros bens que compõem o acervo patrimonial da empresa.¹³⁴

Neste aspecto, considerando que o seu prejuízo não se origina de um inadimplemento de suas obrigações contratuais, especiais, assumidas na relação societária com a companhia, mas certamente de um ilícito geral cometido por ela ou por seus administradores no âmbito do mercado de capitais, consistente na violação ao dever geral de informar o mercado de quaisquer fatos relevantes que possam influir nas decisões tomadas no mercado, o regime aplicável ao ilícito é do Código Civil, notadamente da responsabilidade civil extracontratual, ainda que a pretensão reparatória seja exercida por um acionista da companhia, pois,

não existindo nenhuma disposição legal eximindo expressa e especificamente as sociedades anônimas de responderem pelos danos causados por informações falsas que, na condição de emissora de valores mobiliários, prestaram ao mercado (ou disponibilizaram por meio que a este poderia chegar), submetem-se elas à regra geral de responsabilização do Código Civil.¹³⁵

O § 7º, do Art. 159, da LSA, prevê a responsabilidade da companhia e de seus administradores, que podem ser acionados por sócios ou por terceiros em função de prejuízos que lhes causaram diretamente. Em que pese a LSA focara na responsabilização de acionistas majoritários, controladores ou administradores por lesões causadas à sociedade, a responsabilidade civil da empresa perante investidores e terceiros existe e é “regida pela legislação comum, comercial e civil, na qual os órgãos da sociedade não só a representam, mas a ‘presentam’, na terminologia de Pontes de Miranda.”¹³⁶

Nada impede que a companhia também suporte prejuízos em razão de ilícitos cometidos no campo informacional, alguns deles até causados por acionistas majoritários ou administradores que atuam não apenas *contra legem* mas, sobretudo, além de seus poderes estatutários. O dano à sociedade não exclui o dano causado

¹³⁴ CARVALHOSA, 2018, p. 41.

¹³⁵ COELHO, 2018, p. 184.

¹³⁶ WALD, 2018, p. 115.

ao investidor, tampouco o seu direito à reparação, que é absolutamente independente daquele titularizado pela companhia, “não havendo incompatibilidade na acumulação das duas situações.”. Consoante elucida Arnaldo Wald, “a sociedade é responsável perante terceiros [...] e pode ser vítima em relação aos atos ilícitos dos seus órgãos ou prepostos praticados contra ela e ensejaram a desinformação e estão sujeitos à ação regressiva.”¹³⁷.

Em síntese, o dever de indenizar da companhia nas hipóteses advém da responsabilidade civil extracontratual, não de quaisquer obrigações especiais assumidas no âmbito empresarial e contratual, portanto, o investidor deve ser integral e diretamente indenizado pelos prejuízos sofridos em seu patrimônio pessoal em razão da fraude experimentada.

Sendo o ato ilícito desvinculado de uma relação jurídica preestabelecida, aplica-se ao caso as regras gerais da responsabilidade civil extracontratual, razão pela qual há a responsabilidade de indenizar todo ato ilícito, desde que presentes os seus elementos objetivos (ilicitude do ato, dano, culpa e nexos de causalidade entre o ato ilícito e o dano); e também porque se havia dúvida sobre a possibilidade de indenização direta do investidor, proposta em face da companhia por danos sofridos em razão de fraudes informacionais, ela foi suprimida nos termos dos Incisos I e III, do Art. 1º., da Lei nº. 7.913/1989, que prevê expressamente a tutela individual ou coletiva dos investidores no mercado de capitais quando expostos a prejuízos causados por manipulação de preços, omissão de informação relevante ou prestação de informação incompleta, falsa ou tendenciosa.

O regime de reparação do investidor nos casos de fraude ao mercado praticadas pela companhia ou por seus administradores deve seguir as disposições do Direito civil, especificamente as regras gerais da responsabilidade civil extracontratual, que apresenta como elementos objetivos a existência do ato ilícito, do dano, do nexos de causalidade entre o ato e o dano e da culpa do infrator.

Além disso, a responsabilização da companhia não depende da “evidência da intenção de provocar o dano aos investidores e ao mercado”, mas apenas a demonstração de que houve “negligência, imprudência ou imperícia ao colocar a informação errônea ou imprecisa no mercado.”¹³⁸, caso típico de responsabilidade

¹³⁷ *Ibid.*, p. 154.

¹³⁸ PRADO, 2018, p. 400.

objetiva, a que faz menção o § Único, do Art. 927, do Código Civil.

Nas lições de Orlando Gomes, nas obrigações de resultado “o cumprimento só se verifica se o resultado é atingido”, diferentemente das obrigações de meio, as quais correspondem “a uma atividade concreta do devedor, por meio da qual faz o possível para cumpri-las.”. Em outras palavras, são aquelas em que “o devedor efetivamente vincula-se à obtenção de um resultado determinado, respondendo por inadimplemento caso não o obtenha, e diz-se, portanto, que é devedor de uma obrigação de resultado.”¹³⁹.

O descumprimento, contudo, são das obrigações impostas pelo § 4º., do Art. 157, da LSA, pelo Art. 22, § 1º., da Lei nº. 6.385/1976 e pelas Instruções CVM nº. 358, 400 e 480 impõem deveres informacionais que devem ser cumpridos pela companhia e por seus administradores, que descrevem minuciosamente as espécies de fatos relevantes cuja divulgação faz-se obrigatória.

Entretanto, dada a relevância do tema, Coelho¹⁴⁰, em brilhante explicação, elenca as principais teorias contrárias à responsabilização da companhia nessa hipótese. A primeira, em relevância, diz respeito a inexistência de qualquer previsão específica de responsabilização direta da companhia por atos de seus administradores, apenas dos acionistas controladores (Artigo 117, LSA) e do administrador (Artigo 158, LSA).

Além disso, há tese de qualquer hipótese de indenização nessas hipóteses seria, de certa forma, autofágica, pois haveria confusão em uma mesma figura o credor e o devedor da indenização correspondente. Sem prejuízo, ainda, de que estaria dando tratamento desigual entre os acionistas.

Por fim, há o argumento de que seria muito difícil, contudo, a apuração da indenização devida, dada a existência de outros fatores além da situação de fraude ou informação falsa que poderiam ser causa (exclusiva ou concorrente) para a queda não natural do valor da ação.

¹³⁹ GOMES, 2020, p. 7.

¹⁴⁰ COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer sobre a Responsabilidade Direita da Sociedade de Economia Mista por Danos Acarretados aos Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e WALD, Arnoldo (Org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 183.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Demonstrou-se, com os investidores têm a expectativa de que o seu patrimônio investido gere lucros e que cabe à companhia a gestão de seus negócios na busca de atender essa expectativa.

A Companhia, por sua vez, na qualidade de emissora de valores mobiliários, tem o dever legal de fornecer informações adequada (*full disclosure*) aos seus investidores, especialmente quanto aos fatos importantes da companhia, suas decisões tanto em relação ao ambiente interno da corporação quanto em relação aos consumidores, fornecedores e agências governamentais de fiscalização.

Além disso, demonstrou-se que uma vez que companhia é dotada de pessoa jurídica, que lhe confere capacidade e autonomia, cuja personalidade se destaca da de seus membros ou daqueles que preenchem os seus órgãos, não há que se falar em representação, mas de apresentação, sendo, com isso, seus órgãos, especialmente os de administração, meros mecanismos de expressão de vontades.

Noutro passo, constatou-se a diferença do objeto da ação individual proposta pelo investidor prejudicado contra a companhia, da ação social que é proposta pela companhia (ou seus acionistas, conforme o caso) contra o administrador. Enquanto na primeira a pretensão é indenização de danos próprios pela desvalorização não natural do valor de mercado das ações ou outros valores mobiliários que detinha em razão de uma violação ao dever de informar, a segunda se busca reparação dos danos causados por seu administrador, a qual será proposta pela (ou em nome da) própria companhia, prevista no *caput* Art. 159 da LSA. Entretanto, ambas podem ter o mesmo fundamento: fraude ao mercado, causando sua manipulação ou distorção ante a violação do dever de informar. De toda sorte, embora o investidor possa demandar diretamente contra a Companhia, esta poderá demandar – por uma perspectiva interna – seus órgãos responsáveis em ação em regresso.

Os danos ou prejuízos experimentados pelos investidores no valor de suas ações em razão da manipulação/distorção de mercado causada pela informação omissa ou deficiente são diretos sem óbices àquelas igualmente experimentadas pela companhia em razão dos efeitos nefastos. Sem prejuízo, que pretensão desse investidor, ao buscar indenização pela lesão causada ao seu patrimônio pessoal, não deve ser confundida com a possível ação proposta pela companhia ou, na hipótese de sua inércia, por seus acionistas para reivindicar reparação ao patrimônio social,

pois seu patrimônio não se confunde com o dos sócios.

Essas considerações não delimitam a responsabilidade dos administradores apenas no âmbito civil e administrativo, e sim contribuem para a responsabilidade penal no âmbito empresarial, inclusive para alcançar a segurança jurídica.

Cumpra recordar que o programa de *compliance* e a governança corporativa, de fato, são responsáveis por oferecer uma certeza razoável de que os objetivos da companhia serão devidamente cumpridos e atingidos, para tanto os administradores deverão atuar com diligência e assim exigir dos seus prepostos os mesmos mecanismos.

A culpabilidade dos administradores está relacionada ao dever de diligência e à probidade com que devem gerir a direção e a administração da companhia.

Afora essas considerações, de um ponto pragmático, serão da responsabilidade dos administradores que todos os itens regulatórios estejam em conformidade com as diversas áreas estruturais que compõem a companhia, e que a política de *Know your client*, se façam necessários para coibir fraudes no **mercado de capitais**.

A responsabilidade da companhia é impedir o resultado fraudulento, é cuidado primário, dos administradores a vigilância, coibindo que danos ocorram a terceiros em razão de atos praticados pela companhia, a quem se atribui a responsabilidade civil extracontratual ou aquiliana, prevista no Código Civil (Artigo 197 combinado com os Artigos 186 187, todos o mesmo *Codex*).

Portanto, não atingido o desiderato legal, qual seja, a entrega de informações relevantes em qualidade e quantidades suficientes ao mercado está absolutamente descumprida a obrigação geral contraída, independentemente da intenção da companhia ou da conduta adotada ao longo do caminho, causando prejuízos ao investidor de ser individualmente indenizável.

REFERÊNCIAS

- ALVES, J. C. MOREIRA. *Direito Romano*, v. 1, 13. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2003.
- ANDREZZO, Andrea F. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 80, p. 139 – 158, abr./jun. 2018, DTR\2018\14378.
- ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.
- ASCARELLI, Tullio. Princípios e problemas das sociedades anônimas. In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1969.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9788597028171. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597028171/>. Acesso em: 1 maio 2022.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. (Trad.) Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Editor Victor Civita, 1984.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- BRASIL. *Decreto nº. 575, de 10 de janeiro de 1849. Estabelece regras para a incorporação de quaesquer Sociedades anonymas*. Disponível em <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-575-10-janeiro-1849-559714-publicacaooriginal-82062-pe.html>. Acesso em: 22 maio 2022.
- BRASIL. *Decreto nº. 8.821, de 30 de dezembro de 1882. Dá Regulamento para a execução Lei nº 3150 de 4 de Novembro 1882*. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/historicos/dim/dim8821.htm. Acesso em: 24 maio 2022
- BRASIL. *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 1 set. 2020
- BRASIL. Mercado de valores mobiliários brasileiro. *Livro TOP*. Disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em 20 abr. 2022.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de*

1976. Disponível em https://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp. Acesso em 23 abr. 2020.

BRASIL. Sistema Financeiro Nacional (SFN). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 1 abr. 2022.

BRASIL. Sistema Financeiro Nacional (SFN). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 1abr. 2022.

BRASIL. *Suitability o processo de adequação dos investimentos ao perfil do investidor*. Disponível em https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/Suitability.html. Acesso em: 30 abr. 2022.

BRASIL.B3. Uma análise da evolução dos investidores na B3. (2021). Disponível em https://www.b3.com.br/data/files/51/F2/A8/FD/7763B71027085EA7AC094EA8/Book_PF_1_semestre_21%20_site_.pdf. Acesso em: 30 abr. 2022.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/As*, v. I, 3. ed. Rio de Janeiro, 1997.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.); LAMY FILHO, Alfredo. *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e reform. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. III. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Vol. 2. São Paulo, Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo, Saraiva, 2013.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4. São Paulo: Saraiva, 1999.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*. In: *Tratado de Direito Empresarial*, v. III, 2. ed. rev. e atual. (Coord.) Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*, v. 2, 20. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

COELHO, Fabio Ulhoa. Parecer sobre a Responsabilidade Direita da Sociedade de Economia Mista por Danos Acarretados aos Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e WALD, Arnaldo (Org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: “nova et vetera”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 36. A. XVIII. out./dez. 1979.

DICIONÁRIO DO PENSAMENTO SOCIAL DO SÉCULO XX. *Globalização*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1996.

EHRHARDT JÚNIOR, Marcos. *Boa-fé Objetiva e sua Aplicação no Direito Societário*. In SILVA, Michael Cesar (Coordenação) *at ali. Estado Democrático de Direito e Solução de Conflitos: Diálogos e Repercussões na Sociedade Contemporânea*. Belo Horizonte: Editora Newton Paiva, 2018.

EIZIRIK, Nelson. “Insider Trading” e Responsabilidade de Administrador de Companhia Aberta. In: BULGARELLI, Waldírio (Coordenação). *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 50. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*, v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ENEI, José Virgílio Lopes. A arbitragem nas sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 42, n. 129, p. 136-173, jan./mar. 2003.

EUA. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *About the SEC*. Disponível em: <https://www.sec.gov/about.shtml>. Acesso em: 24 maio. 2022.

EUA. U.S. GOVERNMENT PUBLISHING OFFICE. 17 CFR 240.10B-5 - *Employment of manipulative and deceptive devices*. Disponível em: <https://www.gpo.gov/fdsys/granule/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-10b-5>. Acesso em: 25 maio 2022.

EUA. UC SANTA BARBARA. *The American Presidency Project*. Disponível em: <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/message-congress-federal-supervision-investment-securities>. Acesso em 24 maio 2021.

EUA. UNITED STATES COURTS. *Federal Rules Of Civil Procedure*. Disponível em: <http://www.uscourts.gov/sites/default/files/rules-of-civil-procedure.pdf>. Acesso em: 9 jan. 2018.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25. Cambridge, 1970.

FAMA, Eugene F. Two Pillars of Asset Pricing. *Prize Lecture*, dez/2013. Disponível em: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/fama-lecture.pdf>. Acesso em 25 maio 2021.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

GOMES, Orlando. *Introdução do Direito Civil. 19ª Ed. Revista, atualizada e Aumentada de acordo com o código civil de 2002*. Forense, Rio de Janeiro, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. A função registrária das sociedades anônimas. In: Wald, Arnaldo. *O direito na década de 80: estudos jurídicos em homenagem a Hely Lopes Meirelles*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1985.

JUSTEN FILHO, Marçal. Parecer sobre a Responsabilidade Direita da Sociedade de Economia Mista por Danos Acarretados aos Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; e WALD, Arnaldo (Org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

MATTOS FILHO, A. O. O conceito de valor mobiliário. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, [S. l.], v. 25, n. 2, p. 37–51, 1985. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/39109>. Acesso em: 23 jul. 2022.

MELO, Luísa; GERBELLI, Luiz Guilherme. Um ano após a tragédia de Brumadinho Vale recupera valor de mercado e volta a ver lucro. *G1*. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/01/25/1-ano-apos-a-tragedia-de-brumadinho-vale-recupera-valor-de-mercado-e-volta-a-ver-lucro.ghtml>. Acesso em: 1 abr. 2022.

Nunes, Marcelo Guedes (Coord.). *Observatório societário*. São Paulo. *Associação Brasileira de Jurimetria*, 2020. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsoc/>. Acesso em: 10 ago. 2021.

NUNES, Marcelo Guedes. Como medir prejuízo de acionistas de empresas corruptas. In: *JOTA*, reportagem de 30 de maio de 2017. Disponível em: https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/como-medirprejuizo-de-acionistas-de-empresas-corruptas-30052017. Acesso em: 2 nov. 2020.

NUNES, Marcelo Guedes. Direito de recesso. In: *Enciclopédia jurídica da PUC-SP*.

Celso Fernandes Campilongo, Álvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (Coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhõa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (Coords. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/250/edicao-1/direito-de-recesso->. Acesso em: 12 dez. 2020.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil* – Introdução ao Direito Civil - Teoria Geral de Direito Civil, v. I, 22. ed. atualizada por Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

PINHEIRO, J. L. *Mercado de capitais*. Fundamentos e técnicas. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PITTA, André Grünspun. Falhas informacionais, danos a investidores e a hipótese dos mercados eficientes: reflexões necessárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*. v. 68. a. 18. p. 137-167. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2021. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2021-3235>. Acesso em: 28 mar. 2022.

PONTES DE MIRANDA, F. C. *Tratado de Direito Privado* – Parte Geral, t. 1 - Introdução. Pessoas Físicas e Jurídicas, 4. ed. São Paulo: RT, 1974.

PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (Org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

RABELO JÚNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata. Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais. *Revista Contabilidade & Finanças* [online]. 2004, v. 15, n. 34, p. 97-107. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000100007>. Epub 09 Jun 2011. ISSN 1808-057X. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000100007>. Acesso em: 25 maio 2021.

RATHENAU, Walter. Do sistema acionário – uma análise negocial (trad. Nilson Lautenschleger Jr.). In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 128, São Paulo, Malheiros, 2002.

REQUIÃO, Rubens, A sociedade anônima como instituição. In: *Aspectos modernos de direito comercial*. v. 2. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 55-61.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 1, 25. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2003.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. v. 2, 23. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2003.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Ato de preenchimento de órgão de administração: natureza jurídica da relação entre o administrador e a sociedade anônima*. 2012. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi:10.11606/T.2.2012.tde-18022013-111713. Acesso em: 2022-07-23.

SILVA, Mauro Santos. Governança corporativa: argumentos teóricos e recomendações de política associadas à abordagem de agência. In: *Boletim de Análise Político-Institucional*, n. 19, dez. 2018. Disponível em <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8891>. Acesso em 25 maio 2021.

SILVA, Rodrigo Tellechea. *Sociedades anônimas fechadas: direitos individuais dos acionistas e cláusula compromissória estatutária superveniente*. São Paulo: USP/Faculdade de Direito, 2015.

UE. *Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho*. 28 de Janeiro de 2003, *relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)*. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0006&from=FR>. Acesso em: 15 out 2021.