MARCIA TANJI

**MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E
TUTELA COLETIVA DOS INTERESSES**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, sob orientação do Prof. Dr. Paulo Salvador Frontini.

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
SÃO PAULO**

2009

Para Luis.

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Paulo Salvador Frontini, os mais sinceros e profundos agradecimentos, por sua orientação na pesquisa e na elaboração do presente trabalho, pela confiança em mim depositada, e pelos preciosos ensinamentos ao longo do curso de pós-graduação, em especial no estágio supervisionado em docência. Minha gratidão pelas palavras, pela acolhida e pelo exemplo, os quais serão para sempre guardados.

Agradeço também os Professores Doutores Mauro Rodrigues Penteado, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Francisco Satiro de Souza Júnior, Eduardo Secchi Munhoz, Ada Pellegrini Grinover, Kazuo Watanabe e Carlos Alberto de Salles, pelas lições transmitidas durante o curso de pós-graduação. Aos Professores Doutores Francisco Satiro de Souza Júnior e Eduardo Secchi Munhoz, minha gratidão também pelas valiosas observações e sugestões realizadas no exame de qualificação.

A Luis Alberto Lichtenstein Balassiano, pelo apoio, pela dedicação, pelas opiniões e pelo tempo. A ele, meu profundo amor e minha gratidão.

A Toshiro, Miyoko, Maurício e Denise, pela nossa família, raiz de tudo o que faço, desde o início e sempre.

Aos queridos Monica Futami, Ricardo Masahiko Tanaka, Melissa Nakamura Okabayashi, Carlos Alfredo Ferreira Fonseca e Chen Yu Wang, pela nossa jornada dos bancos das Arcadas para a vida.

Aos meus colegas de trabalho, especialmente a Eduardo Del Nero Berlendis, Eduardo José Busato, Eli Loria, Flávia Hana Masuko Hotta, Hélio Rubens de Oliveira Mendes, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, Maiara Madureira, Marcos Galileu Lorena Dutra, Marcus Vinícius de Carvalho, Margareth Noda e Waldir Jesus Nobre por sua generosidade diária, pela biblioteca compartilhada, pelas opiniões e, principalmente, pelos debates que travamos com alegria a respeito dos temas afetos a este trabalho e à vida.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar em que medida os instrumentos para a tutela coletiva de interesses transindividuais previstos no ordenamento jurídico brasileiro, em especial a ação coletiva, podem contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais. Apresenta-se inicialmente a evolução histórica do mercado de capitais brasileiro. É apresentado o debate doutrinário a respeito das principais justificativas para a regulação e auto-regulação do mercado de capitais, seguido do panorama dos instrumentos atribuídos pelo legislador brasileiro à Comissão de Valores Mobiliários, às entidades auto-reguladoras e aos investidores. O trabalho também trata da experiência norte-americana acerca das *securities class actions*, da atuação da *Securities and Exchange Commission*, e da possibilidade de aplicação das soluções desenvolvidas naquele país ao mercado de capitais brasileiro. Apresentam-se a evolução legislativa sobre os instrumentos de tutela coletiva e a análise sobre a utilização destes instrumentos atualmente, suas virtudes e limitações, com o objetivo de identificar os elementos para a sua adequada aplicação.

Palavras-chave: Mercado de capitais; Tutela coletiva; Ação coletiva; Regulação; Comissão de Valores Mobiliários - CVM

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze how the collective litigation tools available in the Brazilian legal system, particularly the class actions, may contribute to the strengthening of the Brazilian capital market. This study first discusses the historical evolution of the Brazilian capital market and the doctrinaire debate about the main reasons for regulation and self-regulation of capital market, followed by a brief description of the tools provided by Brazilian's lawmakers to the Brazilian Securities and Exchange Commission ("Comissão de Valores Mobiliários"), as well as to the self-regulatory entities and investors. This study also explores the United States experience of securities class actions, the role of *Securities and Exchange Commission* and the possibility of application of the solutions designed in the United States of America to the Brazilian capital market. This study presents the legislative evolution of collective litigation tools and the analysis of their current uses, advantages and limitations in order to identify the elements for its suitable application.

Key words: Capital market; Collective Litigation; Class action; Regulation; Brazilian Securities and Exchange Commission

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ADR – *American Depositary Receipt*

AGU – Advocacia-Geral da União

BACEN – Banco Central do Brasil

BDR – *Brazilian Depositary Receipts*

BSM – BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados

CMN – Conselho Monetário Nacional

COAF – Conselho de Controle de Atividades Financeiras

CRFB – Constituição da República Federativa do Brasil

CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IOSCO - *Internacional Organization of Securities Commissions*

MPF – Ministério Público Federal

MP/SP – Ministério Público do Estado de São Paulo

MP/RJ – Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro

PGF – Procuradoria-Geral Federal

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SPC – Secretaria de Previdência Complementar

SRF – Secretaria da Receita Federal

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
I. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	12
1.1. Evolução histórica.....	19
1.1.1. Decreto nº 575/1899 e o Código Comercial de 1850.....	19
1.1.2. Lei nº 3.150/1882	23
1.1.3. Decreto-Lei nº 2.627/1940.....	25
1.1.4. Leis nºs 4.380/1964, 4.595/1964 e 4.728/1965	30
1.1.5. Leis nºs 6.385/1976 e 6.404/1976.....	35
1.1.6. Lei nº 9.457/1997	43
1.1.7. Leis nºs 10.198/2001, 10.303/2001 e 10.411/2002, e Decreto nº 3.995/2001	48
1.2. As transformações recentes	56
1.2.1. A diversificação dos instrumentos de investimento	57
1.2.2. O aumento de captação de recursos junto ao público investidor.....	60
1.2.3. A integração entre mercados brasileiro e estrangeiros.....	61
II. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E TUTELA DOS INTERESSES INDIVIDUAIS E COLETIVOS.....	65
2.1. Os instrumentos regulatórios: hetero-regulação e auto-regulação.....	66
2.1.1. Hetero-regulação: instrumentos.....	72
2.1.1.1. Expedição de normas	79
2.1.1.2. Registros e autorizações	81
2.1.1.3. Orientação. Alerta ao mercado. Resposta a consultas	85
2.1.1.4. Proibição da prática de atos. <i>Stop Order</i>	86
2.1.1.5. Suspensão de negociação de valores mobiliários. Recesso de bolsa de valores	86
2.1.1.6. Suspensão de emissão ou distribuição de valores mobiliários	86

2.1.1.7. Companhias abertas: republicação de demonstrações financeiras. Ampliação e interrupção do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral	87
2.1.1.8. Fiscalização	92
2.1.1.9. Processo administrativo sancionador	94
2.1.1.10. Termo de compromisso	97
2.1.1.11. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Instância recursal	104
2.1.1.12. Comunicação a outros órgãos. Convênios	106
2.1.1.13. Comunicação ao Ministério Público sobre indícios de crime	107
2.1.1.14. Convênios com órgãos reguladores estrangeiros. Participação em organizações internacionais	107
2.1.1.15. <i>Amicus Curiae</i>	108
2.1.1.16. Execução fiscal	110
2.1.1.17. Ação coletiva e termo de ajustamento de conduta	110
2.1.2. Auto-regulação: instrumentos	110
2.1.2.1. Expedição de normas	112
2.1.2.2. Fiscalização. Processo disciplinar. Termo de compromisso	113
2.1.2.3. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos	116
2.2. Os instrumentos conferidos aos investidores	117

III. A EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA: MERCADO DE CAPITAIS E

<i>SECURITIES CLASS ACTIONS</i>	119
3.1. Estudo de Direito Comparado: utilidade e limites	119
3.2. Estados Unidos: a escolha da experiência norte-americana como paradigma	121
3.3. Origem, evolução e peculiaridades do sistema jurídico. Reforma Processual. <i>Federal Rules of Civil Procedures</i>	131
3.3.1. <i>Class action</i> : Origem. Evolução. <i>Federal Rules of Civil Procedures: Rule 23</i>	137
3.3.2. <i>Securities Class Actions. The Private Securities Litigation Act of 1995.</i> ..	143
3.4. A aplicação da experiência norte-americana para o mercado de capitais brasileiro	149

IV. A TUTELA COLETIVA DOS INTERESSES NO ÂMBITO DO MERCADO DE	
CAPITAIS BRASILEIRO.....	156
4.1. Evolução histórica e legislativa	156
4.2. Interesses difusos, coletivos em sentido estrito e individuais	
homogêneos	163
4.3. Mercado de capitais e a tutela coletiva em juízo	168
4.3.1. A atuação dos co-legitimados	169
4.3.2. Virtudes e limitações.....	179
CONCLUSÃO.....	187
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	191

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo analisar em que medida os instrumentos para a tutela coletiva de interesses transindividuais previstos no ordenamento jurídico brasileiro podem contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais.

Adotando a concepção de que a eficiência do mercado de capitais está relacionada à existência de leis e à efetividade destas, quer por seu cumprimento espontâneo, muitas vezes fundado em motivação reputacional, quer pelo funcionamento das instituições (entidades reguladoras e auto-reguladoras do mercado de capitais), e também da jurisdição estatal, por sua característica da substitutividade, indagou-se se a ausência dos referidos instrumentos de tutela coletiva, por supressão legislativa, por meio de decisões judiciais ou até mesmo por sua subutilização pelos operadores do direito, encerra fator de vulnerabilidade do referido mercado.

Para tanto, a investigação realizada abrangeu o estudo da doutrina e da jurisprudência nacionais e estrangeiras, e entre estas, a literatura e a experiência norte-americanas, que se apresentaram como relevante fonte de pesquisa, conforme a seguir explicitado.

Dividiu-se o trabalho em quatro capítulos. O primeiro capítulo apresenta o mercado de capitais brasileiro, sua evolução histórica e suas transformações recentes. Importante ressaltar o caráter predominantemente descritivo deste capítulo. A pesquisa que resultou na sua elaboração foi norteada pela evolução da disciplina jurídica do mercado de capitais, sem descuidar de seu suporte fático, e teve por objetivo propiciar a apreensão das feições atuais deste mercado e de seus desafios.

No segundo capítulo são apresentados os instrumentos para a proteção dos interesses individuais e coletivos que se afiguram no âmbito do mercado de capitais brasileiro, em especial aqueles conferidos à Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A identificação das virtudes, limitações, peculiaridades e da adequação dos instrumentos de tutela coletiva dos interesses transindividuais requer prévia análise dos demais instrumentos postos pelo legislador para a tutela dos interesses dos investidores, dos demais participantes do mercado e do próprio mercado de capitais.

Apresenta-se também neste capítulo breve exposição da controvérsia acerca das justificativas e das formas de regulação do mercado de capitais, bem como seus fundamentos constitucionais e legais. Na sequência, traça-se singelo esboço dos instrumentos conferidos pelo legislador ao Estado e aos particulares, organizados ou não, para a proteção dos interesses no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

No terceiro capítulo, após imprescindível justificação da escolha deste paradigma, apresenta-se a análise acerca da experiência norte-americana no que tange às *securities class actions*. Breve exposição sobre o ordenamento jurídico norte-americano e especialmente sobre o sistema processual mostra-se necessária. Os instrumentos conferidos aos investidores e principalmente à *Securities and Exchange Commission* – SEC para a efetivação das normas que disciplinam referido mercado, em especial aqueles que se realizam perante o Poder Judiciário, foram objeto de pesquisa, com o objetivo de permitir uma análise crítica acerca da possibilidade de aplicação das soluções traçadas naquele País ao mercado de capitais brasileiro.

O quarto capítulo é dedicado ao estudo dos instrumentos a serem utilizados para a tutela coletiva dos interesses transindividuais, em especial da ação coletiva, disciplinados nas Leis nºs 7.347/1985, 7.913/1989 e 8.078/1990. Novamente, a pesquisa realizada buscou delinear o ambiente normativo destes instrumentos, resultando na apresentação de sua evolução histórica e legislativa. Na sequência, apresenta-se a necessária análise da expressão “interesse” e suas diversas acepções para, afinal, identificar-se a utilização dos referidos instrumentos na atualidade, suas virtudes e limitações no que tange à proteção dos investidores e da confiabilidade e higidez do mercado de capitais.

Encerra-se o trabalho com a apresentação das considerações finais e das referências bibliográficas.

I. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

É noção corrente que mercado é o âmbito em que oferta e demanda se encontram e que sua função é propiciar maior eficiência na troca econômica ao proporcionar liberdade de escolha para comprador e vendedor, por meio da disponibilidade de bens ofertados e da presença de pessoas interessadas em adquiri-los. Pode-se afirmar, assim, que a informação e sua disponibilidade desempenham papel fundamental na busca pela referida eficiência.

Há quem considere a existência e o desenvolvimento de mecanismos normativos pouco relevantes para a conformação do mercado. Há quem entenda que mercados são resultados de opções políticas e de normas jurídicas, as quais têm por função traçar-lhes a estrutura. Ou seja, encerrariam criação do direito¹.

Pode-se afirmar que da leitura do disposto no art. 170 da Constituição da República Federativa do Brasil promulgada em 1988², extrai-se a mencionada opção política, ou seja, os princípios que fundamentam a atividade econômica no País.

Mais: “*Mercados são tantos quanto os núcleos de normas que regem a produção e a circulação de bens; [...]*”³.

Desta feita, a doutrina tradicionalmente relaciona quatro mercados nos quais se desenvolve a atividade econômica, a saber: (i) mercado financeiro propriamente dito ou mercado de crédito; (ii) mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários; (iii) mercado monetário; e (iv) mercado cambial.

¹Cf. SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, n° 135, p. 136-137, jul./set. de 2004.

²“*Título VII - Da Ordem Econômica e Financeira, Capítulo I – Dos princípios gerais da atividade econômica. Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003); VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995). Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei*”.

³SZTAJN, Rachel. op. cit., p. 136.

No mercado de crédito são realizadas operações de financiamento de curto e médio prazos, com a intermediação das instituições financeiras.

Já o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários caracteriza-se por suprir a necessidade de financiamento de prazo longo ou até mesmo indefinido por meio do apelo à poupança popular.

Neste ponto, é preciso esclarecer que há aqueles que, à luz da definição do conceito de “valores mobiliários”, fazem distinção entre os conceitos de “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários”, e assim, ao fazerem referência a “mercado de capitais”, referem-se, por pertinência a este, ao “mercado de valores mobiliários”⁴.

Há quem utilize as expressões como sinônimas, inclusive para tratar do âmbito de aplicação do instrumento previsto na Lei nº 7.913/89, um dos diplomas legais objeto do presente estudo⁵.

Para os fins deste trabalho, o debate sobre o tema, ainda que profícuo, não se mostra de grande utilidade. Com efeito, o necessário corte metodológico restringiu a pesquisa apenas à utilização da ação coletiva e do inquérito civil no âmbito dos valores mobiliários relacionados na Lei nº 6.385/76 e, assim, caso se queira adotar a referida linha de pensamento, ao que alguns autores conceituam como “mercado de valores mobiliários”.

Porém, conforme melhor explicitado no Capítulo IV, é essencial esclarecer que os fundamentos constitucionais e o conjunto de leis que disciplinam a ação coletiva e o inquérito civil, quais sejam, Leis nºs 7.347/85, 7.913/89 e 8.078/90, conduzem à relevante constatação de que a possibilidade de utilização destes instrumentos não se restringe ao que se denomina “mercado de valores mobiliários”, alcançando, sem dúvida, os demais mercados já mencionados, e, assim, o mercado de capitais em sua integralidade. Optou-se, assim, no decorrer do texto, pela expressão “mercado de capitais”, evitando-se suscitar dúvidas quanto à adoção deste entendimento no desenvolvimento do presente trabalho.

Suficiente advertir, portanto, que será empregada apenas a expressão “mercado de capitais”, e, assim, por pertinência a este, referir-se-á ao mercado de valores mobiliários.

⁴A respeito deste tema, vide DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

⁵Cf. EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 151.

No mercado monetário encontram-se as operações com títulos públicos (emitidos, por exemplo, pelo Tesouro Nacional, por Estados e Municípios) e privados (como o Certificado de Depósito Bancário) de curto prazo. A função primordial deste mercado é o controle da liquidez monetária da economia.

Por fim, no mercado cambial ocorrem as operações de compra e venda de moeda estrangeira, realizadas com a intermediação das instituições financeiras.

Conforme melhor explicitado no capítulo II, com o advento das Leis nº 4.595/65 e 4.728/65, o sistema financeiro brasileiro⁶, à semelhança do norte-americano⁷, foi delineado sob um modelo de especialização, verdadeira segmentação das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras, pelas demais pessoas jurídicas, e pelas pessoas naturais. E neste sistema, as atividades poderiam ser agrupadas em dois grandes segmentos para financiamento, para a alocação da poupança no setor produtivo: crédito e investimento⁸.

A partir desta concepção, encontra-se a já tradicional classificação entre “mercado financeiro propriamente dito” e “mercado de capitais” como espécies do gênero “mercado financeiro”. A intermediação e a denominada “desintermediação” financeiras são os critérios elegidos para traçar os limites de cada uma destas “espécies” de mercado.

No mercado financeiro propriamente dito, as instituições financeiras, geralmente os bancos, em sua atividade cotidiana, exercem duas modalidades básicas de operações: captam os recursos dos poupadores, e emprestam estes recursos aos tomadores. Assim, neste mercado, atuam as instituições financeiras *entre* investidores e beneficiários do financiamento. A doutrina aponta, neste caso, a ocorrência de “intermediação financeira”.

⁶Conforme entendimento esposado por José Afonso da Silva, à luz da Constituição da República Federativa do Brasil, é possível indicar dois sistemas financeiros: o público, que disciplina as finanças públicas e o orçamento público; e o denominado “parapúblico”, ou “Sistema Financeiro Nacional”, que disciplina as instituições financeiras creditícias públicas e privadas, de seguros, de previdência privada e de capitalização (in SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 20. ed. rev. atual. nos termos da Reforma Constitucional até a EC 35/01. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 800).

⁷Explica Sidnei Turczyn que a adoção do modelo denominado norte-americano, de exercício “compartimentado” das atividades, deu-se em detrimento do modelo denominado europeu, que elegeu os bancos como peça-chave do sistema financeiro, os quais participavam de todas as modalidades de intermediação financeira (TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005. p. 128).

⁸Cf. EIZIRIK, Nelson. op. cit., p. 102, 125-131.

Já no mercado de capitais, os poupadores vertem seus recursos *diretamente* ao beneficiário. A presença de terceiros, também os conhecidos “intermediários” neste mercado, tem por objetivo facilitar a aproximação entre investidores e captadores dos recursos, a realização destas operações, bem como sua liquidação. Fala-se, assim, em “desintermediação financeira”.

A disciplina jurídica de cada um destes segmentos do mercado financeiro desenvolveu-se sob enfoques distintos. Este tema será abordado na próxima seção, destinada aos aspectos históricos do mercado de capitais, e também no Capítulo II, a respeito dos instrumentos da denominada “regulação do mercado de capitais”. Por ora, cumpre afirmar que a disciplina do denominado mercado financeiro propriamente dito ou mercado de crédito, do financiamento por meio de concessão de crédito de curto e médio prazos pelas instituições financeiras aos agentes econômicos, expressou maior preocupação com a higidez das referidas instituições financeiras, ao estabelecer, por exemplo, critérios para controle da liquidez dos ativos das instituições financeiras, bem como tratou de controlar o denominado “risco sistêmico”.

A disciplina jurídica do mercado de capitais foi desenvolvida sob a égide do princípio da transparência ou, em expressão cunhada nos Estados Unidos da América, mas já de uso corrente no Brasil, sob o princípio do “*full and fair disclosure*”, ou seja, da garantia da divulgação de informações ao investidor, para que este possa formar sua convicção sobre investir e manter investimento, por exemplo, em valores mobiliários.

Como será observado na seção seguinte, esta distinção conceitual, que norteou o desenvolvimento da disciplina jurídica de cada um destes segmentos, ficou mais clara com o advento da Lei nº 6.385/76, inclusive no que tange à atribuição do poder-dever de fiscalizar a aplicação das normas jurídicas a pessoas jurídicas de direito público distintas: Banco Central do Brasil - BACEN e CVM.

Contudo, esta seção no desenvolvimento das disciplinas jurídicas do *crédito* e do *investimento*, não ocorreu sem certo grau de convergência, em alguma medida derivada de modificações no próprio modelo até então adotado para a disciplina das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras, pelo direito bancário, ou como sustentam alguns, pelo “direito das instituições financeiras”⁹; mas também resulta das inovações experimentadas nas relações jurídicas firmadas entre os agentes econômicos, ou

⁹TURCZYN, Sidnei. op. cit., p. 85-92.

para utilizar jargão atual, na estruturação das operações, que cada vez mais prescindem da separação tradicional entre os denominados “instrumentos de crédito” e “instrumentos de investimento”. De fato, cada vez mais referidas operações são conduzidas no sentido de combinar tais instrumentos de forma a alcançar um determinado objetivo, seja a eliminação ou mitigação de um risco, ou a obtenção de lucro.

Com efeito, em 1988, o modelo adotado na disciplina das instituições financeiras, baseado na especialização ou “compartimentação” de atividades, cedeu, permitindo-se a criação do banco múltiplo. A uma única instituição financeira foi permitido exercer a atividade desenvolvida por banco comercial e também aquela que o é por banco de investimentos, excluídos deste rol de atividades o arrendamento mercantil e os seguros¹⁰. E, conforme explicita Sidnei Turczyn, tal mudança teve impacto na organização da fiscalização das instituições financeiras pelo BACEN¹¹.

Quanto à segunda observação, oportuno ressaltar que Otávio Yazbek¹² chama a atenção para este fato, e afirma que produtos e estratégias, enfim, as relações entre os agentes econômicos atualmente integram mercado financeiro e de capitais. Como resultado, aponta o autor a possível insuficiência desta abordagem justamente por não contemplar, por exemplo, as atividades securitárias e as mencionadas operações com derivativos.

Pertinente transcrever a seguinte definição, delineada pelo referido autor: “[...] *mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas*”¹³.

Os distintos enfoques da disciplina jurídica do crédito e do investimento persistem, não sem que se observe hoje um debate ainda embrionário, porém de todo polêmico, sobre a necessidade de alteração desta concepção, em especial para voltar-se com mais intensidade para um dos objetivos das relações que se estabelecem no “mercado financeiro e de capitais”, o qual nem sempre fora objeto de preocupação: o elemento risco, sua assunção e sua distribuição, como bem destacou o mencionado autor.

¹⁰Vide Resolução CMN nº 1524, de 21 de setembro de 1988.

¹¹O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária, p. 188/190.

¹²YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 60-136.

¹³Id. Ibid., p. 131.

O tema será desenvolvimento de forma mais detalhada na próxima seção deste capítulo. Por ora, faz-se importante destacar que já se pode observar a disciplina jurídica do mercado de capitais atuando neste cenário, ainda que não seja possível mensurar a existência de tendência neste sentido. A título ilustrativo, destaque-se a recentíssima edição da Instrução nº 475, de 17 de dezembro de 2008¹⁴, pela CVM.

Por meio da referida Instrução, a CVM dispôs sobre a apresentação, pelas companhias abertas, de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em balanço patrimonial, e sobre a divulgação do “quadro demonstrativo de análise de sensibilidade”, a qual já havia sido prevista, de forma facultativa, pela Deliberação CVM nº 550, de 17 de outubro de 2008.

No cenário dos fatos, observam-se recentes prejuízos, significativos, experimentados por companhias abertas brasileiras, resultantes de operações com derivativos, os quais trouxeram apreensão a acionistas residentes e não-residentes no país, e a detentores de *American Depositary Receipts* - ADRs, *securities* negociados em bolsa norte-americana, e que já são objeto de demandas judiciais, individuais e coletivas, ajuizadas no Brasil e nos Estados Unidos da América.

O exposto até o momento demonstra que, ainda que breve, a exposição da história do mercado de capitais brasileiro se faz essencial, até mesmo para que a introdução dos mecanismos de tutela coletiva dos interesses coletivos no ordenamento jurídico pátrio e sua singular evolução possam ser devidamente contextualizadas, o que poderá favorecer, e muito, a análise proposta no presente trabalho.

Após justificada sua utilidade, é preciso expor o norte metodológico que foi seguido na realização da breve exposição. Seguindo percuciente advertência aposta por Calixto Salomão Filho¹⁵, realizou-se a análise da evolução do conjunto de normas que

¹⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 dez. 2008. Lê-se na nota explicativa que acompanha referida Instrução: “O referido Quadro visa a garantir que as companhias abertas brasileiras apresentem informações que permitam que os **usuários** das demonstrações financeiras avaliem adequadamente o perfil de **risco** inerente às operações com instrumentos financeiros, principalmente os derivativos”. Após explicitar que as operações com derivativos, sempre complexas, cujo potencial de lucro é alto, mas o risco de grande prejuízos também, adverte a autarquia federal que as “operações com derivativos podem comprometer a continuidade das organizações que as utilizam”.

¹⁵SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 153-163.

disciplinaram e disciplinam não somente o mercado de capitais, mas também a sociedade por ações.

Adverte o autor que, apesar das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76 terem sido editadas sob a concepção lógica (e sistemática) de que um diploma não poderia ser compreendido e, assim, aplicado, sem o outro, conforme se depreendia da leitura das exposições de motivos que precederam tais leis, a evolução da doutrina e da jurisprudência, bem como da legislação pátrias, demonstra que esta noção foi abandonada. No que tange ao mercado de capitais, teria sido firmada a idéia de que a garantia da divulgação das informações e da ausência de manipulação daquele mercado seria suficiente para seu bom funcionamento. Por outro lado, a disciplina das sociedades por ações teria evoluído sem a necessária percepção de sua importância para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Assim, imputa o autor ao que denominou “surdez recíproca”, certa co-responsabilidade pela crise no mercado de capitais brasileiro, agravada no final da década de 90, para, afinal, pugnar por estudos que considerem a integração lógica entre estas duas esferas.

Recorrer-se-á à menção a dados estatísticos interessantes a respeito do mercado de capitais brasileiro, encontrados ao longo da pesquisa, quando úteis para traçar um panorama deste mercado.

Por fim, cumpre esclarecer que, com o intuito de não descuidar da concepção do mercado “financeiro e de capitais” acima descrita, sem que se intensifique o risco de dispersão e de conseqüente afastamento do objetivo proposto neste trabalho - razão pela qual mandatório respeitar-se o corte metodológico explicitado na introdução do trabalho -, no curso da exposição da evolução histórica serão mencionados fatos ocorridos nos demais mercados, em especial no mercado financeiro propriamente dito ou de crédito, quando considerados relevantes e até mesmo determinantes para a vida econômica do País e, assim, para a conformação do mercado de capitais.

1.1. Evolução histórica

1.1.1. Decreto nº 575/1899 e o Código Comercial de 1850

Entre a chegada dos primeiros portugueses ao Brasil e 1822, período denominado colonial, algumas sociedades por ações exerceram suas atividades nestas terras. A estas sociedades, conhecidas como “companhias colonizadoras”, foi entregue o monopólio do comércio. Destacam-se a “Companhia Holandesa das Índias Ocidentais”, constituída na Holanda em 1621, e que exerceu suas atividades no Brasil por ocasião da invasão e no período da ocupação holandesa, bem como aquelas constituídas por Portugal, entre as quais a “Companhia do Comércio do Brasil”, constituída em 1649¹⁶; a “Companhia Geral do Grão-Pará e do Maranhão”, constituída em 1755; e a “Companhia Geral das Capitanias de Pernambuco e Paraíba”, constituída em 1759.

Não se olvide que nesta que é conhecida como a primeira fase das sociedades por ações, sua constituição era um privilégio concedido pelo Estado, no caso, por Portugal, em oposição à liberdade de iniciativa do particular. E tal privilégio geralmente era concedido quando o Estado era o acionista majoritário ou controlador, para cumprir os objetivos de exploração da colônia. Daí falar-se em tempos das “companhias privilegiadas”, que se estenderam quase até a metade do século XIX.

Apesar da inegável contribuição do estudo sobre o início das atividades das sociedades por ações na época do “Brasil Colônia” para o entendimento das origens da atividade econômica no País, muitos autores firmam 1808, ano em que a família real portuguesa aqui aportou em companhia de sua corte, como marco inicial para a análise histórica do Direito Comercial no Brasil, e, assim, dos mercados financeiro e de capitais brasileiros.

¹⁶ Trajano de Miranda Valverde destaca os capítulos XXXIII e XXXIV dos estatutos da referida companhia, por traduzirem, segundo o autor, a noção de “ações” e também de “valores mobiliários”: “[...] *que o dinheiro com que se entrar nesta Companhia não possa ser penhorado nem executado por dívida civil ou crime, sem primeiro o credor haver executado os bens do seu devedor e então, em último lugar, poderá executar o dito dinheiro, os avanços dêle, ficando sucedendo no lugar do executado*”; e “[...] *que todo o dinheiro que nesta Companhia se meter se não poderá tirar durante o tempo dela, mas porque as pessoas que nela entrarem com seus cabedais se possam valer deles, poderão vender os ditos cabedais, todo ou parte, assim como se forem juros, pelo preço em que convier, e haverá um escrivão que tenha livro em que se lancem, e nele se mudarão de uns em outros, assim como lhe forem pertencendo, por escrituras ou documentos, que apresentarão na dita Junta, para mandar fazer uns assentos e riscar outros, de que lhe passarão suas cartas, na forma de Regimento*” (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940: arts. 1º a 73. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 1, p. 15).*

No ano de 1808, que Waldirio Bulgarelli¹⁷ tomou por termo inicial do primeiro período do direito comercial no Brasil, destacam-se quatro atos de D. João VI, os quais, conforme relata o autor, foram profundamente inspirados pela obra “Princípios de Direito Mercantil e Leis da Marinha” de autoria de José da Silva Lisboa, Visconde de Cairu, a saber: Carta Régia de 28 de janeiro, que tratou da abertura dos portos; Alvará de 1º de abril, que permitiu o estabelecimento de fábricas e manufaturas; Alvará de 23 de agosto, por meio do qual foi criada a “Real Junta do Comércio, Agricultura, Fábricas e Navegação” estabelecida no Rio de Janeiro; e, finalmente, Alvará de 12 de outubro, que criou o Banco do Brasil.

Assim, em 12 de outubro de 1808, por meio de alvará assinado pelo Príncipe Regente e pelo Presidente do Real Erário, foi constituído o Banco do Brasil, que é conhecido como a primeira sociedade por ações constituída no País. A doutrina também o denomina “primeiro Banco do Brasil” de forma a distingui-lo da instituição financeira atualmente conhecida, pois fora extinto ao término de 20 anos, prazo previsto para a sua duração.

Além de banco comercial, o Banco do Brasil funcionava como banqueiro da monarquia portuguesa, recém-chegada ao Brasil. Objetivava-se a realização de fundos para a manutenção da família real e de sua corte e também a emissão de papel-moeda, como forma de solucionar a escassez do meio circulante¹⁸. Assim, nos termos do referido alvará, conferiu-se ao Banco do Brasil a permissão para emitir letras e bilhetes pagáveis à vista, ao

¹⁷A este respeito, palavras de Waldirio Bulgarelli: “Não obstante ter existido comércio intenso no Brasil desde o seu descobrimento, é evidente que não se pode falar em história do direito comercial brasileiro desde essa época. Ligado como está historicamente, a certos acontecimentos que deram ao país uma feição nacional, é somente com a chegada do Príncipe Regente D. João VI que toma impulso e começa a se formar um direito nacional que desbordaria na Independência, até 1850, com a promulgação do Código Comercial Brasileiro” (in BULGARELLI, Waldirio. *Direito comercial*. 12. ed. São Paulo: Atlas, 1997. p. 38-39).

¹⁸Consta do Alvará de 12 de outubro de 1808, cuja transcrição se encontra em BULGARELLI, Waldirio. *Direito comercial*, cit., p. 48-49: “Eu o Príncipe Regente faço saber aos que este meu Alvará com força de lei virem, que, attendendo a não permittirem as actuaes circumstancias do Estado que meu Real Erário possa realizar os fundos de que depende a manutenção da Monarchia e o bem commum dos meus fieis vassallossem as delongas que as differentes partes, em que se acham, fazem necessárias para a sua effectiva entrada; a que os bilhetes dos direitos das Alfândegas tendo certos prazos nos seus pagamentos, ainda que sejam de um credito estabelecido, não são proprios para o pagamento de soldos, ordenados, juros e pensões que constituem os alimentos do corpo político do Estado, os quaes devem ser pagos nos seus vencimentos em moeda corrente: e a que os obstáculos que a falta de gyro dos signos representativos dos valores põem ao commercio, devem o quanto antes ser removidos, animando e promovendo as transacções mercantis dos negociantes desta e das mais praças dos meus domínios e senhorios com estrangeiras: sou servido a ordenar que nesta Capital se estabeleça um Banco Público [...] Em todos os pagamentos que se fizerem á minha Real Fazenda, serão contemplados e recebidos como dinheiro os bilhetes do dito Banco Publico, pagaveis ao portador ou mostrador á vista [...]”.

portador. Destacam-se, ainda, entre as atividades desenvolvidas pelo Banco do Brasil: operações de desconto; empréstimos; recebimentos de depósitos de prata, ouro, diamantes ou dinheiro; comércio de ouro e de prata.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira¹⁹, em análise detida dos estatutos que acompanhavam o referido alvará, destacam que o Banco do Brasil não fora ali denominado “companhia”, mas que se fez constar que seus fundos seriam formados por ações, cuja circulabilidade estaria garantida pelo atributo de sua impenhorabilidade²⁰. Outrossim, destacam os autores a disciplina das seguintes matérias nos estatutos: limitação da responsabilidade dos sócios do banco; a distribuição de dividendos semestrais e a constituição de reserva da sexta parte referente a cada ação; assembléias anuais para eleição da administração, compostas pelos 40 maiores capitalistas, nas quais se fixou o limite máximo de 4 votos por acionista; normas sobre a administração.

Com o retorno de D. João VI e de sua corte a Portugal, os títulos de emissão do Banco do Brasil foram apresentados para resgate e o resultado retirado do banco, que foi extinto após o término de seu prazo de duração.

Após a proclamação da independência, a Assembléia Constituinte do Império, em 1823, aprovou uma lei determinando que as leis portuguesas que estivessem vigentes em 25 de abril de 1821 continuariam em vigor no País, bem como aqueles atos promulgados após a referida data por D. Pedro de Alcântara, na qualidade de Regente e, a seguir, Imperador.

Desta feita, em 1832 foi formada uma comissão para a elaboração de um Código Comercial. Os trabalhos desta comissão resultaram em projeto apresentado em 1834, sob forte influência do Código Comercial Francês de 1807 e do Código Comercial Português de 1833. A tramitação do projeto consumiu 16 anos.

O ano de 1849, em especial a edição do Decreto nº 575²¹, em 10 de janeiro, pelo Imperador, é indicado pela doutrina como o início da segunda fase das sociedades por

¹⁹LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. 2. ed. *A Lei das S.A: pressupostos*. Elaboração. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1, p. 104-105.

²⁰A respeito deste ponto dos atos constitutivos do Banco do Brasil, após mencionar que “a palavra ‘estatutos’, oficialmente usada, passa a designar a lei reguladora da vida jurídica da sociedade”, Trajano de Miranda Valverde assim se manifestou: “É curioso notar que os estatutos do Banco nada dizem sobre as transferências das ações, como se a livre alienação delas já fosse ponto definitivamente assentado” (VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 17-18).

²¹Trajano de Miranda Valverde explica que o Decreto nº 575 refletiu a resolução tomada pelas seções de Fazenda e Justiça do Conselho de Estado, reunidas em 03 de janeiro de 1849. Havia um impasse a ser

ações, denominada “fase da licença administrativa”. Tal qual previsto no Código Comercial Francês, o referido decreto disciplinou a constituição das sociedades anônimas e em especial, dispôs sobre a autorização do Estado, o qual deveria aprovar os atos constitutivos da companhia. Nesta linha, o decreto previu que o Estado fiscalizaria a atuação da companhia, com poderes, inclusive, para dissolvê-la.

Em 1850, finalmente foi promulgado o Código Comercial (Lei nº 556, de 25 de junho), cujos arts. 295 a 299 foram dedicados às companhias. Manteve-se a exigência de autorização estatal para a constituição das companhias, trazendo, a seu turno, de forma mais detalhada, as hipóteses de sua dissolução: expirado o prazo de duração; por quebra; prova de que a sociedade não lograria preencher o fim social. Destaca-se também maior clareza no que tange à limitação de responsabilidade do sócio da sociedade por ações.

A década seguinte produziu legislações restritivas às sociedades por ações e à atividade dos bancos: Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860²², mais conhecida como “Lei dos Entraves”, seguida pelo Decreto nº 2.711, de 19 de dezembro de 1860. Da leitura da referida Lei, observa-se preocupação em aumentar o rigor da fiscalização sobre a atividade dos bancos, em especial com sua liquidez. Já em seu art. 1º, verifica-se a imposição de limites à emissão de notas e bilhetes ao portador, condicionando-a à manutenção de parte de seus ativos em ouro. Verifica-se também a aposição de hipóteses de quebra, bem como a alocação de um fiscal do governo em cada banco, cuja remuneração seria fixada pelo governo e paga pelo banco.

No que tange às sociedades por ações, em nada alteraram o sistema de autorização estatal para a constituição das sociedades por ações (conforme art. 2º, § 1º),

solucionado antes da edição do referido decreto: com fundamento na disposição constitucional que previa que nenhuma espécie de trabalho, de cultura, de indústria ou de comércio poderia ser proibida, salvo se seu exercício se desse em oposição aos costumes, à segurança e à salubridade públicas, os tribunais do Império haviam firmado entendimento pela livre organização das sociedades anônimas. Porém, o Conselho de Estado havia tomado conhecimento de que muitas sociedades anônimas atuavam no ramo bancário, sem que sua constituição houvesse sido autorizada por lei. Interessante, assim, transcrever trecho do relatório de justificativa da expedição do Decreto nº 575/1849, da lavra do Ministro da Justiça, e que se encontra na obra de Trajano de Miranda Valverde: “*A legitimidade dessa intervenção da autoridade deriva, não da natureza da indústria, que se pretende exercer, mas da forma da sociedade anônima; da necessidade que tem o público de certificar-se se o fim da sociedade é lícito; se os capitais anunciados existem realmente; se são proporcionais à empresa, a que se destinam; se os estatutos de tais associações oferecem aos acionistas, cujo Concurso reclamam garantias morais, meios suficientes de fiscalização*” (VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 21-22).

²²Texto integral extraído da página do Senado Federal na rede mundial de computadores: SENADO FEDERAL. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/sicon/ExecutaPesquisaLegislacao.action>>. Acesso em: 18 dez. 2008.

aumentando sensivelmente o rigor da fiscalização do Estado sobre as companhias (art. 2º, §§ 2º a 8º).

A edição da “Lei dos Entraves”, apesar de todo o seu rigor, em especial no tocante à atividade dos bancos, não se mostrou suficiente para conter a crise financeira ocorrida em 1864. A doutrina²³ noticia que neste ano ocorreu a primeira quebra entre os bancos, da Casa Bancária José Alves Souto e Cia.. Também neste ano foram editadas as primeiras normas sobre quebra de instituições financeiras, consubstanciadas no Decreto nº 3.309, de 20 de setembro de 1864.

1.1.2. Lei nº 3.150/1882

Seguiu-se à legislação restritiva da década de 60 forte movimento pela retirada da exigência de autorização estatal para a constituição das sociedades por ações. Porém, a assim chamada terceira fase das sociedades por ações, a da “liberdade de constituição”, somente veio em 1882, com a edição da Lei nº 3.150, em 04 de novembro.

A forma escolhida para a constituição da sociedade não mais determina a necessidade de autorização estatal. Esta passa a ser exigida somente em razão do objeto a ser explorado, por exemplo, serviços bancários e de seguros.

Diz-se também que o referido diploma legal inaugurou a fase moderna da disciplina das sociedades por ações no País, pois além da liberdade de constituição, conferiu um tratamento novo à matéria, dispondo sobre integralização do capital; circulação das ações; publicidade dos atos societários; prazo do mandato dos administradores; conflitos de interesses entre sociedade e administração; assembléia geral; crimes praticados por administradores; liquidação forçada das sociedades, a partir de então,

²³Na obra de Trajano de Miranda Valverde é possível encontrar um panorama da vida econômica do país neste período: “Entregue aos homens de negócios essa máquina possante de coletar as economias dispersas, começaram a desenvolver-se, no Brasil, as sociedades anônimas. País, entretanto pobre, essencialmente agrícola e ainda utilizando o braço escravo como instrumento de produção, não caíam, evidentemente, em campo fértil os frutos das conquistas industriais, que revolucionavam os processos do trabalho e da produção nas nações de apurada cultura. Tínhamos também um comércio atrasado, quase todo nas mãos de estrangeiros, na sua maioria portugueses. Havia, porém, além do comércio bancário, serviços públicos a explorar – estradas de ferro, navegação marítima e fluvial, fornecimentos de gás para iluminação, transportes urbanos, etc. As primeiras companhias se organizaram para esses empreendimentos, em quase todos eles figurando Irineu Evangelista de Sousa, barão e visconde de Mauá. Os capitais, todavia, vinham em grande parte de fora, da Inglaterra, dos Estados Unidos. A especulação sobre o dinheiro é mais acessível, oferece lucros mais fáceis. Mas o crédito é instituição perigosa. Faliram os bancos de Antonio José Alves Souto & Cia., Bahia & Irmãos e o do próprio Mauá” (VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 24-25).

excluídas do regime geral da falência; e, pela primeira vez, sobre a sociedade em comandita por ações.

Conforme relatos de Trajano de Miranda Valverde²⁴, seguiu-se um período de criação de institutos bancários, sob o estímulo da Administração Pública, que tinha por objetivo buscar soluções para a precária situação das finanças públicas. Este período de pluralidade de companhias emissoras persistiu até outubro de 1889.

Por exemplo, em 24 de novembro de 1888 foi editada a Lei nº 3.403, que permitiu que as sociedades anônimas que optassem por fazer operações bancárias emitissem bilhetes ao portador e à vista, desde que obtivessem prévia autorização do Poder Executivo e que apusessem garantia em valor suficiente em apólices da dívida pública interna, as quais deveriam ser depositadas na Caixa de Amortização.

Logo após a proclamação da República, no período do governo do Marechal Deodoro da Fonseca e do Ministro da Fazenda Ruy Barbosa, o País viveu uma das crises financeiras mais notórias, conhecida como “encilhamento”. Em 17 de janeiro de 1890, foram editados os Decretos nº 164, que trazia uma nova disciplina para as sociedades por ações, e o de nº 165, o qual disciplinava a organização dos bancos de emissão. O objetivo era modernizar a economia do País, passando de uma estrutura agrária para a instalação de indústrias.

O art. 1º do referido Decreto nº 165/1890, por exemplo, possibilitou aos bancos a emissão de títulos lastreados em apólices da dívida pública. E assim, o que se viu foram inflação e especulação bursátil fora de controle.

Para ilustrar a intensidade da especulação ocorrida à época, a doutrina relata que entre 1889 e 1891 contaram-se 1.150 companhias constituídas, das quais apenas algumas subsistiram²⁵. Somente no Rio de Janeiro em 1890 contaram-se 316 bancos e companhias²⁶.

Apenas 09 meses depois da edição dos Decretos nºs 164 e 165/1890, com o intuito de conter a grave crise que se instalara no País, foi editado o Decreto nº 850, de 13

²⁴VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 29.

²⁵LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v. 1, p. 108-109: “Era época dos grandes abusos financeiros, oriundos do jogo de Bolsa, conhecido como do ‘encilhamento’ em que – como dizia o ‘Jornal do Commercio’ – citado por Carvalho de Mendonça – ocorria ‘verdadeira alucinação em que os homens sempre reputados, discretos e calmos parecia terem perdido o que deviam a seus nomes, a suas famílias e à sociedade, indo alimentar com seu prestígio transações de caráter mais que dúbio’”.

²⁶VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 30.

de outubro de 1890, o qual prescreveu, entre outras medidas, a obrigatoriedade de depósito em banco de 30% do capital subscrito nas sociedades anônimas.

Em 07 de dezembro de 1890 foi autorizada a fusão do Banco do Brasil, então denominado Banco dos Estados Unidos do Brasil, com o Banco Nacional do Brasil, resultando no Banco da República dos Estados Unidos do Brasil. A esta instituição bancária foi atribuída a emissão de notas ao portador e à vista, cuja circulação era permitida em todo o território da República do Brasil. Objetivava-se alcançar a unificação das emissões no País.

Em 1891, outra medida para tentar debelar a referida crise, agora via política fiscal: o Decreto nº 1362, de 14 de fevereiro de 1891 impôs um tributo de 3% sobre as ações vendidas e de 2% sobre os dividendos acima de 12% ao ano. Seis dias apenas após sua edição, o Decreto nº 1362/1891 foi revogado, tamanha a reação contrária da sociedade.

Após a promulgação da Constituição de 1891, o governo decide promover a consolidação da legislação que disciplinava a sociedade por ações. Em 04 de julho de 1891 foi editado o Decreto nº 434, que disciplinou a matéria até o advento da Lei nº 2.627, em 1940.

Neste interregno, foram editadas algumas normas de relevância para o mercado de capitais brasileiro. Cumpre destacar a disciplina dos “*empréstimos em obrigações ao portador (debentures) das companhias ou sociedades anônyimas*” por meio do Decreto nº 177-A, de 15 de setembro de 1893; bem como a Lei nº 2.024, de 17 de setembro de 1908, que extinguiu o processo de liquidação forçada das companhias, traçado a partir da Lei nº 3.150/1882 e então em vigor em razão do Decreto nº 1.362/1891, tido como moroso, restaurando-o sobre o processo falimentar comum.

1.1.3. Decreto-Lei nº 2.627/1940

A crise econômica de 1929 alastrou-se e fez minguar o fluxo de capitais estrangeiros para o Brasil. Neste momento, a preocupação voltou-se para a criação de um mercado interno no País, pois havia a necessidade de substituir as importações. No campo político, vivia-se a Revolução de 1930.

No período de 1930-1945, a doutrina aponta para o início de um processo de busca por nacionalização e expansão da atividade econômica.

Destaca-se ainda, por relevantes à história do mercado de capitais brasileiro, a edição do Decreto nº 21.356, de 15 de junho de 1932, diploma que introduziu no ordenamento jurídico brasileiro o instituto das ações preferenciais. E em 1933, a edição do Decreto 22.431, de 06 de fevereiro, que disciplinou a comunhão de interesses entre os portadores de debêntures. Já o Decreto nº 23.324, de 06 de novembro do mesmo ano facultou aos acionistas que representassem, pelo menos, metade do capital social solicitar aos administradores a convocação de assembléia geral, bem como previu ser nula de pleno direito a disposição estatutária que permitisse a realização de assembléia geral sem prévia convocação pública.

Em 1937, Waldemar Ferreira, deputado, apresenta à Câmara dos Deputados um projeto de “Código das Sociedades”, o qual não foi apreciado em razão da dissolução do Congresso Nacional que se seguiu.

Em 26 de setembro de 1940 foi editado o Decreto-lei nº 2.627, originado de um anteprojeto de lei da lavra de Trajano de Miranda Valverde, e que disciplinou as sociedades por ações no período de expansão da indústria nacional incrementado na década de 50. A justificativa do autor, que acompanha o anteprojeto, permite uma idéia acerca do mercado de capitais na época. São palavras de Trajano de Miranda Valverde²⁷: “*Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda. É a ausência integral dessa economia criadora, que aspira correr riscos, inseparáveis de toda empresa industrial ou comercial, porque há probabilidade de lucros compensadores*”.

Desta feita, afirmam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ser o Decreto-Lei nº 2.627/1940 uma lei mais restritiva que inovadora, mais voltada às sociedades fechadas que às abertas²⁸.

Alguns meses após sua promulgação, a aplicação do Decreto-Lei nº 2.627/1940 foi alterada pelo Decreto-Lei nº 2.928, de 03 de dezembro, o qual dispôs: “*Art. 1º As sociedades por ações, nas quais o Governo Federal interfira diretamente na constituição dos órgãos de sua administração ou seja subscritor de parte de seu capital,*

²⁷LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v. 1, p. 112.

²⁸Id., loc. cit.

ficam excluídas da aplicação obrigatória das normas dos arts. 127, nº I, e 130 do decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940²⁹, e de seus efeitos. Parágrafo único. Os respectivos estatutos regularão a matéria constante dos referidos artigos”.

A respeito da mencionada alteração legislativa, o autor do anteprojeto que resultou no Decreto-Lei nº 2.627/40 foi enfático: *“Não há lei, porém, que resista quando a sua autoridade é diminuída pelo próprio Estado que a edita [...]. Êstes preceitos da lei das sociedades por ações têm finalidade moralizadora. Visam à defesa da empresa e dos acionistas. Pois bem. O Estado entende que para ele não servem quando participante do capital da sociedade por ações”³⁰.*

A doutrina indica, ainda, como alteração relevante do Decreto-Lei nº 2.627/1940, que vigeu até 1976, a edição do Decreto-Lei nº 5.956, de 01 de novembro de 1943. À semelhança do que se tentou fazer em 1891, sem êxito na ocasião, buscando proteger o investidor, tornou-se obrigatório o depósito bancário das entradas de capital nas sociedades por ação em organização, em nome das mesmas. Esta exigência também se aplicava às entradas provenientes de subscrição em caso de aumento de capital, conforme art. 3º do referido Decreto-Lei.

Com a aproximação do fim da Segunda Guerra Mundial, foi celebrado o acordo de Bretton Woods, por meio do qual quarenta e quatro países aliados planejaram a reorganização das finanças internacionais. Resulta desta época a criação do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento, atualmente Banco Mundial, e o Fundo Monetário Internacional, além da concepção, difundida em todo o mundo, e, assim, no Brasil, da busca pelo desenvolvimento como uma das funções do Estado. No Brasil, a preocupação volta-se para o incremento da poupança nacional e o desenvolvimento do mercado de capitais, como fomento e forma de alocação desses recursos no setor produtivo.

Em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, pelo Decreto-Lei nº 7.293, de 02 de fevereiro, à qual foram atribuídos o controle do mercado monetário e as atividades de autorização e fiscalização das instituições

²⁹“Art. 127. Aos membros do conselho fiscal incumbe: I – Examinar, em qualquer tempo, pelo menos de três em três meses, os livros e papéis da sociedade, o estado da caixa e da carteira, devendo os diretores ou liquidantes fornecer-lhes as informações solicitadas; [...]”. “Art. 130. Dos lucros líquidos verificados far-se-á, antes de qualquer outra a dedução de cinco por cento, para a constituição de um fundo de reserva, destinado a assegurar a integridade do capital. Essa dedução deixará de ser obrigatória logo que o fundo de reserva atinja 20% (vinte por cento) do capital social, que será reintegrado quando sofrer diminuição”.

³⁰VALVERDE, Trajano de Miranda. op. cit., v. 1, p. 36.

financeiras. É a precursora do BACEN, criado 20 anos depois, após longos e polêmicos debates sobre o tema ³¹.

Em 06 de setembro de 1946 foi editado o Decreto-Lei nº 9.783, que dispôs que as sociedades por ações com sede no Brasil, antes de “*entrar em funcionamento*”, deveriam requerer à bolsa de valores mais próxima à sua sede, a cotação de ações e obrigações ao portador de sua emissão. A providência também se fazia obrigatória para as sociedades já organizadas, que deveriam obter a cotação das ações de sua emissão por bolsa de valores no prazo de 90 dias. Observe-se, ainda, que a referida exigência foi dirigida a todas as sociedades por ações, incluídas aquelas que não haviam ofertado ações de sua emissão ao público ³².

A doutrina ³³ relata que, no final da década de 40 e início da década de 50, apesar da necessidade por crédito de longo prazo, o mercado de capitais brasileiro não se mostrava atrativo. Os títulos de dívida privados eram emitidos com vencimento em poucos meses, ou seja, quase não havia emissão de debêntures. Circulavam as letras de câmbio com aceite apostado pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento, em geral com vencimento em 06 meses, e eram negociadas com desconto. Havia também títulos da dívida pública, mas estes eram adquiridos, principalmente, por fornecedores do Poder Público, para cumprir a exigência de caução nos contratos administrativos. O principal instrumento de investimento da população brasileira eram os imóveis.

Afirma a doutrina que este cenário resultava, em parte, do fato de que mesmo ante a crescente inflação, próxima a 12% ao ano, segundo a doutrina, a estipulação de obrigações com cláusula de indexação era vedada nos termos do Decreto nº 23.501, de

³¹Contudo, conforme ressalta Sidnei Turczyn (op. cit., p. 100-101), a vinculação direta da referida Superintendência à Presidência da República encerrava empecilho à sua atuação técnica. O autor menciona estudo da autoria de José Marcos Nayme Novelli (*Instituições, política e idéias econômicas: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)*. São Paulo: Annablumer/Fapesp, 2001) sobre a atuação da SUMOC nos seus quase 20 anos de existência, no qual se concluiu que sua atuação limitada teve como um dos fatores a subordinação financeira ao Banco do Brasil, funcionando quase que como mais uma diretoria daquela instituição financeira (exemplos: falta de funcionários, corpo técnico próprio somente em 1950, ausência de instalações físicas próprias, os recursos próprios vieram somente em 1954). As funções naturalmente atribuídas a um banco central teriam ficado sob a subordinação do Banco do Brasil.

³²A doutrina revela que a edição do referido Decreto-Lei resultou de pressão dos corretores de fundos públicos, informação que se evidencia na leitura de seu art. 3º, *caput* e parágrafo único: “Art. 3º A inobservância dos dispositivos deste Decreto-lei sujeita os infratores à multa de Cr\$ 1.000,00 (um mil cruzeiros), elevada ao dobro em cada caso de reincidência e imposta pelo Ministério da Fazenda, por proposta da Câmara Sindical de Corretores, devidamente fundamentada. Parágrafo único. O produto dessas multas constituirá receita à Câmara Sindical que propuser a imposição da multa e por ela será cobrada”.

³³Cf. LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v. 1, p. 119-121; e Turczyn, Sidnei. op. cit., p. 103-105.

27 de novembro de 1933, e a cobrança de juros superiores a 12% ao ano também era vedada, conforme Decreto nº 22.626, de 07 de abril de 1933, mais conhecido como “Lei da Usura”. Outro fator apontado pela doutrina residia na seara tributária: o valor nominal das ações era o mesmo por anos, pois a reavaliação dos ativos da sociedade por ações à época era tributada como lucro da pessoa jurídica, e a capitalização da referida reavaliação e de lucros acumulados também se mostrava inviável, uma vez que tributados como rendimento auferido pelos acionistas.

Assim, em 1948 foi constituída uma comissão por brasileiros e norte-americanos, conhecida como “missão Abbink”, com o objetivo de realizar estudos sobre a economia brasileira e indicar medidas para seu desenvolvimento. A referida comissão apresentou o resultado de seus trabalhos em relatório entregue ao governo brasileiro em 1949, no qual indicou a necessidade de reforma da lei de sociedades por ações e a criação de um órgão para exercer funções de polícia administrativa no mercado de capitais brasileiro, semelhante à SEC, criada nos Estados Unidos da América em 1934.

Ante a necessidade de recursos para financiar a construção de portos, ferrovias, rodovias, para incrementar o potencial de energia elétrica, enfim, para a infraestrutura, teve início nesta época debate acerca da origem de tais recursos, que oscilava entre aumento de tributos e obtenção de empréstimos compulsórios. A favor da tese dos empréstimos compulsórios, afirmava-se à época que a necessidade de arcar com a restituição dos recursos faria com que se analisassem com o devido cuidado a viabilidade econômica do projeto candidato ao financiamento e o retorno dos recursos emprestados.

Foi criado, assim, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE, nos termos da Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952, também indicado como resultado dos estudos da referida comissão mista. O BNDE, dotado de personalidade jurídica e autonomia administrativa, vinculado ao Ministério da Fazenda, teve por objetivo atuar como agente do governo nas operações financeiras realizadas para “reaparelhamento e fomento da economia nacional”. Os fundos do BNDE foram constituídos, entre outros recursos, de parcela de adicional sobre o imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas e sobre a reserva de lucros não distribuídos pelas pessoas jurídicas. A restituição destes adicionais sobre o imposto de renda se dava com títulos de emissão da União, denominados “obrigações do reaparelhamento econômico”, negociáveis em bolsa de valores.

A partir de 1952, o BNDE passou a participar da formulação da política para o desenvolvimento nacional, por exemplo, no que tange a providências na seara tributária que pudessem facilitar a aplicação de recursos no mercado de capitais brasileiro. Em 1958, com o advento da Lei nº 3.470, de 28 de novembro, possibilitou-se a correção monetária do ativo imobilizado das sociedades, bem como a não incidência do imposto sobre rendimentos de acionistas e sócios sobre as ações e quotas bonificadas.

1.1.4. Leis nºs 4.380/1964, 4.595/1964 e 4.728/1965

Na década de 60, a alocação de recursos da poupança popular no mercado de capitais foi estimulada via incentivos fiscais e resultou em crescente abertura de capital pelas sociedades anônimas no Brasil³⁴.

Nesta época, o sistema financeiro brasileiro foi reestruturado por meio de três importantes diplomas legais, a saber: (i) Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, que disciplinou o “Sistema Financeiro de Habitação”, criou o Banco Nacional da Habitação – BNH, e dispôs sobre as sociedades de crédito imobiliários, sobre letras hipotecárias e sobre o “Serviço Federal de Habitação e Urbanismo”; (ii) Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que reestruturou o “Sistema Financeiro Nacional”, dispôs sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e criou o Conselho Monetário Nacional - CMN e o BACEN; e (iii) Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a qual reestruturou o mercado de capitais brasileiro.

³⁴Nos termos do art. 14 da Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964, tornou-se possível ao contribuinte individual abater do valor da renda bruta anual integrante da base de cálculo do imposto de renda, as seguintes quantias, efetiva e comprovadamente desembolsadas pelas pessoas físicas no ano-base: “20% (vinte por cento) das quotas aplicadas na aquisição, ao Tesouro Nacional, ou aos seus agentes, de títulos nominativos da dívida pública federal”; “15 % (quinze por cento) das quantias aplicadas na subscrição, integral, em dinheiro, de ações nominativas para o aumento de capital das sociedades anônimas, cujas ações, desde que nominativas, tenham sido negociadas, pelo menos uma vez em cada mês, em qualquer das Bôlsas de Valores existentes no País, no decurso do ano-base”; “15% (quinze por cento) das quantias aplicadas em depósitos, letras hipotecárias ou qualquer outra forma, desde que, comprovadamente, se destinem, de modo exclusivo ao financiamento de construção de habitações populares, segundo programa previamente aprovado, pelo Ministro da Fazenda”; “as quantias aplicadas na subscrição integral, em dinheiro, de ações nominativas de empresas industriais ou agrícolas, consideradas de interesse para o desenvolvimento econômico do Nordeste ou da Amazônia, nos termos das Leis ns. 3.995, de 14 de dezembro de 1961, 4.216, de 6 de maio de 1963, e 4.239, de 27 de junho de 1963”.

Por meio da Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964, o legislador dispôs sobre o imposto de renda a ser recolhido pela pessoa jurídica: alíquota de 28% sobre o lucro apurado e 7% sobre o lucro distribuído. Porém, nos termos do art. 39 da referida lei, a segunda incidência não foi aplicada às “sociedades de capital aberto”, definidas no art. 39 como aquelas “que tenham ações efetivamente cotadas nas Bôlsas de Valores e cujo capital com direito a voto, pertença na porcentagem mínima de 30% (trinta por cento) a mais de 200 (duzentos) acionistas que não possuam cada um mais de 3% (três por cento) do capital da sociedade e sejam pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização”.

A Lei nº 4.595/64 resultou de um longo processo iniciado com a criação da SUMOC em 1945. Desde esta época, os debates cingiam-se a três pontos: a criação de um banco central e a distribuição de funções entre este e o Banco do Brasil; a disciplina das emissões de papel-moeda; e a disciplina da atividade dos bancos privados.

Pela primeira vez, o sistema financeiro nacional foi integrado por CMN³⁵ e BACEN, criados para atuar de forma coordenada. Porém, no que diz respeito à estrutura do próprio mercado, segundo explica Sidnei Turczyn³⁶, não houve alterações mais profundas, mantendo-se a estrutura de “compartimentação” já existente no mercado, ou seja, conforme mencionado na introdução deste capítulo, várias pessoas jurídicas atuando em cada modalidade de operação, diferenciadas pela peculiaridade do crédito a ser concedido. Por exemplo, os grandes grupos financeiros atuavam por meio de, pelo menos, 04 pessoas jurídicas distintas: banco comercial; banco de investimentos; sociedade de crédito, financiamento e investimento; e sociedade de crédito imobiliário. Esta situação perdurou até a concepção do banco múltiplo em 1988.

Partindo do disposto no art. 4º da Lei nº 4.595/64, a doutrina³⁷ segmenta as competências do CMN em 04 campos: (i) monetário; (ii) fiscalizatório; (iii) judicante; e (iv) administrativo. No campo da fiscalização, destacam-se as seguintes atribuições: regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização daqueles que exercem as atividades subordinadas à referida lei e a aplicação das penalidades administrativas; disciplinar as atividades das bolsas de valores e dos corretores de fundos públicos. No campo judicante, havia a previsão de competência do CMN para conhecer dos recursos de decisões proferidas pelo BACEN, especialmente as que versavam sobre a aplicação de penalidades administrativas. Posteriormente, por meio do Decreto nº 91.152, de 15 de março de 1985, foi criado o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional –

³⁵ Assim, nos termos do referido diploma legal, o legislador atribuiu ao CMN a competência para disciplinar as atividades das bolsas de valores; das companhias de seguros e de capitalização; das sociedades que distribuíam prêmios em imóveis, mercadorias e dinheiro; dos corretores de fundos públicos; bem como a compra e venda de ações e títulos por qualquer pessoa, física ou jurídica, sem, porém, caracterizá-las como “instituições financeiras”. A este respeito, observações de Sidnei Turczyn: *“No caso presente, o fato de o legislador submeter ao regime próprio das instituições financeiras atividades sem qualquer similitude com a atividade financeira (tais como a distribuição de prêmios e sorteio de títulos) decerto produz o efeito de confundir o mercado e prejudicar os operadores pelo desvirtuamento conceitual do âmbito de abrangência da legislação. Essa opção legislativa, decerto, se prende à noção de proteção da poupança popular e à necessidade de estrutura fiscalizatória própria com especialização em aspectos financeiros, que, por aproximação, leva à atividade financeira”* (TURCZYN, Sidnei. op. cit., nota 14, p. 130-131).

³⁶ TURCZYN, Sidnei. op. cit., p. 130-132.

³⁷ Cf. Id. Ibid., p. 132-134.

CRSFN, para o qual foi transferida tal competência, posteriormente ampliada nos termos do art. 81 da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.

A Lei nº 4.728/65 resultou de anteprojeto da lavra de José Luiz Bulhões Pedreira e tinha por objetivo modernizar o mercado de capitais brasileiro. Revela a doutrina que, naquela época, enfrentava-se o seguinte cenário no referido mercado: o sistema de intermediação era incipiente. Havia corretores, mas estes eram nomeados pelo Poder Público para cargo vitalício e hereditário. Contudo, ao contrário do que se poderia supor, as atividades desenvolvidas pelos corretores não se subordinavam às regras de prestação de serviço público, dada as suas características de atividade empresarial. Ademais, os corretores não se mostravam estimulados a prosperar nesta atividade empresarial, pois a percepção de corretagem era automática.

Assim, explica o autor do anteprojeto da referida lei, acompanhado por Alfredo Lamy Filho³⁸, que as medidas legislativas para que se alcançasse a objetivada modernização do mercado de capitais podem ser assim relacionadas: (i) definição de um quadro institucional que culminasse na criação de um sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (ii) formação de mercado de obrigações privadas de médio e longo prazos; (iii) disciplina e fiscalização das operações realizadas no referido mercado conforme modelo adotado nos Estados Unidos da América a partir da criação da SEC em 1934; (iv) inovações consideradas urgentes na disciplina das debêntures e em demais temas sobre sociedades por ações; e (v) alterações na disciplina do imposto sobre a renda, em especial com o objetivo de coordenar as diversas incidências sobre rendimento de papéis negociados no mercado de capitais.

José Luiz Bulhões Pedreira propôs que os corretores fossem organizados em sociedades, as quais se sujeitariam à fiscalização pelo BACEN. E assim foi feito. Nos termos do art. 5º da Lei nº 4.728/65, foi criado um sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, integrado por “*bôlsas de Valôres e das sociedades corretoras que sejam seus membros*”, “*instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais*”, “*sociedades ou emprêsas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar*”, e “*sociedades ou emprêsas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valôres mobiliários, e que estejam registradas nos têrmos do art.*

³⁸LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 123.

12”); cujas atividades foram disciplinadas e colocadas sob controle administrativo do Estado.

O art. 2º do referido diploma legal estabeleceu a competência do CMN e do BACEN como reguladores do mercado de capitais, e dispôs, ainda, que a atividade destes deveria atender, entre outras finalidades: proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; e evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço desses títulos, assegurando a observância de práticas comerciais equitativas por todos os participantes do mercado, inclusive regulando o exercício das atividades das corretoras.

Já seu art. 3º relacionou, entre as competências privativas do BACEN, a autorização da constituição e a fiscalização do funcionamento das bolsas, das operações das sociedades corretoras e das sociedades de investimento; das operações das instituições financeiras, das sociedades ou firmas individuais que tivessem por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários, das companhias de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuassem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais. Tal dispositivo dispôs também que o BACEN deveria fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, da regulamentação vigente no sentido de proteção dos interesses dos comitentes nos mercados financeiro e de capitais.

Assim, nos termos dos arts. 16 e seguintes da referida lei, o acesso ao mercado de capitais foi disciplinado, impondo-se o registro das emissões de valores mobiliários junto ao BACEN, com o objetivo de garantir ao investidor informações sobre os emissores. O funcionamento das sociedades e fundos de investimento também foi disciplinado, nos termos dos arts. 49 e seguintes da Lei nº 4.728/65. A administração de fundos em condomínio para a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários dependia de prévia autorização do BACEN. Nos termos do §1º do referido art. 49, competia ao CMN editar normas para disciplinar a matéria, e nos termos de seu §3º, a fiscalização da referida atividade incumbia ao BACEN.

Por fim, faz-se importante ressaltar a manutenção do curso de estímulo à alocação de recursos da poupança popular no mercado de capitais via legislação tributária.

Nos termos dos arts. 53 e seguintes da Lei nº 4.728/65 foram conferidas vantagens tributárias ao investimento em valores mobiliários³⁹.

No ano de 1967 as sociedades anônimas enfrentaram crise de liquidez, e mais uma vez, o Estado buscou a solução na criação de incentivo fiscal, por meio da edição do Decreto nº 157, em 10 de fevereiro daquele ano⁴⁰.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira⁴¹ explicam ser importante analisar o mecanismo criado pelo referido decreto, conhecido como “fundos 157”, para aferir o comportamento do mercado de valores mobiliários nos anos que se seguiram. Os contribuintes valeram-se da opção pela aplicação de recursos, os quais eram destinados ao pagamento do imposto de renda, nos “fundos 157”, gerando demanda por ações. Por outro lado, a necessidade de honrar os pedidos de resgate de quotas levava à venda de valores mobiliários integrantes da carteira dos “fundos 157”.

No ano de 1970, por meio da Resolução CMN nº 131, de 28 de janeiro, o CMN disciplinou a constituição dos fundos mútuos de investimentos e dispôs que sua constituição dependeria de prévia autorização do BACEN, vedando a constituição de novos fundos até que a mencionada autarquia federal editasse normas sobre a matéria. Desta feita, em 14 de abril de 1970, o CMN aprovou o regulamento dos referidos fundos, prevendo a forma de condomínio aberto (Resolução CMN nº 145/1970).

O ano de 1971 é marcante para a história do mercado de capitais brasileiro. No primeiro semestre, vivenciou-se forte movimento especulativo e verdadeiro clima de

³⁹É interessante notar que, para efeitos da atribuição das referidas vantagens tributárias, o legislador trouxe novamente à baila o conceito de “sociedade de capital aberto”, mas, diversamente do disposto nos moldes da Lei nº 4.506/64 anteriormente mencionada, atribuiu ao CMN a competência para a fixação dos critérios para sua caracterização. Consta da Resolução CMN nº 16, de 16 de fevereiro de 1966, menção a “elevado grau de negociabilidade em bolsa de valores” e, assim, observa-se que a noção de “sociedade de capital aberto” havia sido relacionada à liquidez das ações de sua emissão. Em 1968, o CMN revogou a Resolução nº 16/66, por meio da Resolução CMN nº 106, de 11 de dezembro, elegendo como critério para a caracterização da “sociedade de capital aberto” a dispersão acionária.

⁴⁰Nos termos do Decreto nº 157/67, permitiu-se que as pessoas físicas aplicassem até 10% do valor a ser pago a título de imposto sobre a renda no exercício de 1967, e as pessoas jurídicas, até 05%, na aquisição de certificados de compra de ações, os quais eram vendidos por bancos de investimento, por sociedades de crédito, financiamento e investimento, e também por sociedades corretoras. Estes recursos seriam vertidos nas sociedades anônimas via fundos de investimento, que ficaram conhecidos como “fundos 157”, exclusivamente para subscrição de ações ou aquisição de debêntures conversíveis em ações, de emissão das referidas companhias, as quais eram obrigadas a empregar os recursos como capital de giro, pelo prazo de 03 anos.

Já no ano seguinte, os objetivos do programa de incentivos fiscais instituído pelo Decreto nº 157 foram alterados, permitindo-se que 1/3 dos recursos dos “fundos 157” fossem utilizados para a compra de ações no mercado secundário.

⁴¹LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 126.

euforia nas bolsas de valores. Houve alta generalizada dos preços das ações – que teria alcançado 230% na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro -, e também do volume de operações bursáteis. Pessoas vendiam imóveis e bens de toda natureza para aplicar os recursos na bolsa de valores, geralmente sem se preocuparem em se municiar dos conhecimentos necessários para tanto. Ainda, o movimento especulativo fez com que surgisse oportunidade para abusos, utilização de informação privilegiada e manipulação. São relatos correntes, que também podem ser encontrados nos livros e trazem à mente outra crise ocorrida no País na última década do século XIX.

A euforia perdurou até junho de 1971, início da queda das cotações das ações e do volume de negócios. O prejuízo sofrido foi imenso e os investidores imputaram-no aos intermediários e à fiscalização pelo BACEN, tida por ineficiente. Inicia-se, assim, movimento por nova reforma da disciplina do mercado de capitais, para propiciar maior proteção ao investidor, e pela substituição do BACEN na função de polícia administrativa deste mercado.

A política de utilização de incentivos fiscais para a alocação de recursos no mercado de capitais perdurou até 1974⁴², ano em que, por meio do Decreto-Lei nº 1.338, de 23 de julho, foi consolidada a disciplina da matéria, organizando-se e reduzindo-se os limites de dedução facultados aos contribuintes em razão da realização de operações no referido mercado.

1.1.5. Leis nºs 6.385/1976 e 6.404/1976

Em 1974, os Ministros da Fazenda e do Planejamento constituíram um grupo de trabalho para a elaboração de um anteprojeto de lei de sociedades por ações.

⁴²Por meio do Decreto-Lei nº 1.283, de 20 de agosto de 1973, o legislador permitiu às “*sociedades anônimas de capital aberto e que distribuam, a título de dividendo, mais de 25% (vinte e cinco por cento) do respectivo lucro tributável, a partir do exercício financeiro de 1973, [...] deduzir, para efeito de cálculo do lucro tributável, as importâncias que excedam àquela base, efetivamente pagas como dividendos às ações, limitada esta dedução a 25% (vinte e cinco por cento) do mesmo lucro tributável*”. Foi instituída, também, dedução da renda bruta das pessoas físicas, para fins de cálculo do imposto sobre a renda, das importâncias recebidas a título de dividendos e bonificações em dinheiro provenientes das sociedades anônimas de capital aberto e que fossem, no mesmo ano, aplicadas na subscrição de ações nominativas objeto de nova emissão da referida sociedade anônima ou de qualquer outra sociedade anônima de capital aberto. Nos termos de seu art. 3º, foi facultado “*às pessoas físicas abater de sua renda bruta até 30% (trinta por cento) das importâncias efetivamente pagas na aquisição de cotas ou certificados de participação em fundos em condomínio, desde que tais valores mobiliários permaneçam inegociáveis e intransferíveis pelo prazo de 3 (três) anos, contados da data de sua aquisição*”, podendo-se aferir clara referência ao movimento especulativo dos anos anteriores, que também atingiram os fundos de investimento. Por fim, criou-se dedução para a subscrição de debêntures e sua conversão em ações.

Após decidir-se que tal disciplina jurídica viria apartada do anteprojeto de novo Código Civil, também em trâmite, firmou-se entendimento de que outro anteprojeto de lei seria elaborado de forma simultânea, com o objetivo de disciplinar o mercado de valores mobiliários. Os mencionados anteprojetos de lei ficaram a cargo de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.

Recorde-se que nesta época vigia o Decreto-Lei nº 2.627/40. Desde sua concepção, o País passara por profundas mudanças: aumento da população; urbanização; industrialização; desenvolvimento da atividade econômica, revelada no expressivo crescimento do Produto Interno Bruto.

A política de desenvolvimento econômico, aplicada ao País desde a década anterior, mas com maior ênfase a partir de 1970, centrou-se no fortalecimento da grande empresa nacional, do grande conglomerado de empresas nacional, para fazer frente às empresas multinacionais.

Daí a busca pelo desenvolvimento – e, por que, não, verdadeira criação – de mercado primário de ações, de forma a possibilitar ao empresário brasileiro acesso à poupança popular, e, assim, que os vultosos investimentos necessários à atividade econômica fossem encaminhados do particular à grande empresa nacional, mitigando a dependência dos recursos advindos do Estado para lidar com a concorrência internacional.

A leitura dos objetivos e das diretrizes constantes do ofício de encaminhamento do anteprojeto de lei das sociedades por ações⁴³ por seus autores ao Ministério da Fazenda, em 18 de abril de 1975, reforça a idéia posta anteriormente. No referido ofício, os autores do anteprojeto de lei também afirmaram com clareza que a consecução dos mencionados objetivos dependia da adoção de outras medidas que não se

⁴³Trechos do mencionado ofício encontram-se transcritos em LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v. 1, p. 134-146. Merecem destaque: “[...] criar o modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada, requerida pelo estágio atual da economia brasileira [...]”; “[...] definir o regime das companhias que participam do mercado – as ‘companhias abertas’ do Anteprojeto – que contribua para aumentar a confiança e o interesse do público investidor nas aplicações em valores mobiliários e, conseqüentemente, para reconstruir o nosso mercado de ações [...]”, “[...] colocar à disposição do empresário o maior número de opções na emissão de títulos e valores mobiliários como instrumentos de captação da empresa, e assegurar a liberdade – até o limite compatível com a necessidade de proteger os credores, acionistas minoritários e investidores do mercado – na organização e estruturação financeira da companhia [...]”, “[...] em contrapartida dessa liberdade de organização, definir os deveres dos administradores e acionistas controladores, nacionais e estrangeiros, e instituir sistema de responsabilidade efetivo e apropriado à função social do empresário, de que resultam deveres para com os acionistas minoritários, a empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua [...]”, “[...] observar a tradição brasileira na matéria, que vem do direito continental europeu, mas aceitar as soluções úteis do sistema anglo-americano, que por força da aceleração das trocas internacionais, cada vez mais se impõe na Europa e crescem em difusão entre nós [...]”.

encontravam no âmbito da disciplina das sociedades por ações, mas no anteprojeto de lei que traçava a disciplina do mercado de capitais e a criação da CVM, na reforma da legislação tributária para eliminar o que foi denominado de vantagens na aplicação de recursos em renda fixa e imóveis e na reavaliação dos mecanismos de “poupança forçada”, sempre utilizados em favor do setor público, de forma a possibilitar que estes recursos pudessem ser alocados no mercado de ações e, por fim, na criação de novos investidores institucionais.

Dessa forma, em 1976, por meio da edição da Lei nº 6.385, em 07 de dezembro, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM⁴⁴, autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, a qual será objeto de estudo mais detalhado no próximo capítulo; e da edição da Lei nº 6.404, em 15 de dezembro, que disciplinou as sociedades por ações, a disciplina jurídica do mercado de capitais brasileiro foi reestruturada, tomando as feições atualmente conhecidas.

Conforme acima mencionado, a disciplina jurídica do mercado de capitais pela Lei nº 6.385/76 teve por inspiração o direito norte-americano, em especial, a imposição da prática do denominado “*full disclosure*”, ou “total revelação de informações”, àquele que realiza apelo aos recursos da poupança pública nos Estados Unidos da América ⁴⁵.

⁴⁴A inspiração para a criação da CVM, como é sabido, advém do direito norte-americano, dos moldes da SEC. Até a criação da CVM em 1976, o exercício do poder de polícia administrativa sobre o mercado de capitais estava centrado no BACEN. As observações de Nelson Eizirik, datadas de 1997, auxiliam a contextualizar a criação de uma nova autarquia para tanto: “A criação de um órgão especializado (embora não independente, como veremos) parece justificar-se pelo fato do Banco Central não ter condições, por diversos motivos, de administrar com efetividade a legislação referente a mercado de capitais. Presentemente, esta tarefa cabe à Gerência de Mercado de Capitais do Banco Central. Na realidade, as responsabilidades de regulação estão diluídas em níveis distintos, que englobam os membros do Conselho Monetário Nacional (com atribuições de edição de normas, mais propriamente), o Presidente do Banco Central, o Diretor de Mercado de Capitais, o Gerente de Mercado de Capitais e o Inspetor de Mercado de Capitais do Banco Central. Parece ter havido, também, um crescimento demasiado das funções atribuídas ao Banco Central, sem uma correspondente adequação de pessoal e flexibilidade de estrutura administrativa” (in EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 129-131. (Série Estudos Especiais n. 3).

⁴⁵A respeito desta concepção, que norteou a Lei nº 6.385/76, palavras de Luiz Gastão Paes de Barros Leães ao comentar decisões judiciais e dispositivos legais norte-americanos: “O propósito desses comandos é o de possibilitar o investidor dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação a seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir o investidor de realizar uma má escolha, mas apenas e tão-somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido no direito americano, de que uma pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade (in LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 13, n. 14, p. 56, 1974).

O referido diploma legal também disciplinou e colocou sob a fiscalização da CVM a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários, conforme disposto no art. 1º da lei, em sua redação original.

Observa-se que o conceito de “valores mobiliários” tornou-se central para delimitar o âmbito de aplicação da disciplina jurídica inaugurada com a Lei nº 6.385/76 e, assim, o âmbito de atuação da CVM.

Esta questão encerra controvérsia na doutrina brasileira, razão pela qual a abordagem ora proposta, de cunho histórico, não abrange a pretensão de traçar parâmetros para uma definição do conceito de valores mobiliários, mas apenas de apresentar a discussão acerca da noção de valores mobiliários e sua evolução, na exata medida em que se mostre útil para a compreensão do objeto de estudo.

A Lei nº 4.728/65 fazia menção a “títulos e valores mobiliários”, mas não os conceituou. A ausência de tal definição no referido diploma legal ensejou, à época, discussões sobre a possibilidade de distinção ontológica ou sobre a coincidência entre “títulos” e “valores” mobiliários. Assim, é possível encontrar diversos estudos sobre títulos de crédito, cujo conceito se encontrava em lei e na doutrina de forma mais explícita, e sobre valores mobiliários, cujo conceito encerrava divergências inclusive no Direito Comparado.

A doutrina indica duas tendências no Direito Comparado. Na Europa Continental podemos observar uma opção mais restritiva, pela definição legal de valores mobiliários. No direito norte-americano, encontramos um rol de *securities*, exemplificativo, na tentativa de abranger tudo aquilo que possa atender aos requisitos de um conceito não explícito do instituto. Com efeito, a legislação norte-americana tratou dos *securities* nos seguintes diplomas, que apresentam definições quase idênticas, e cujas diferenças foram uniformizadas nas decisões judiciais, a saber: *Securities Act*, de 1933; *Securities Exchange Act*, de 1934; *Public Utility Holding Company Act*, de 1935; *Investment Company Act*, de 1940; e *Investment Advisers Act*, de 1940.⁴⁶

⁴⁶*Securities Act* de 1933, *Title I, Section 2 (a)1*: “The term ‘security’ means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any

As cortes norte-americanas, tendo em vista o extenso rol disponível na definição de *security*, e premidas pela necessidade de aplicar os referidos dispositivos legais a casos concretos, debruçaram-se sobre o conceito de “*investment contract*”, na tentativa de traçar parâmetros que servissem de denominador comum a todos os papéis ali listados, ou seja, para *securities*. O caso *SEC v. W. J. Howey Company*⁴⁷, julgado pela Suprema Corte norte-americana em 1946, traz lições relevantes. São esclarecedores os comentários de Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁴⁸ sobre a referida decisão judicial, detalhando o que a doutrina norte-americana denominou “*Howey test*”.

Observa-se que, na linha das decisões das cortes judiciais à luz das legislações estaduais (denominadas pela doutrina de “*blue sky state laws*”), anteriores ao *Securities Act*, de 1933, o princípio a ser aplicado na análise de operações jurídicas e materiais, com a finalidade de identificá-las como *investment contract*, consiste em se reconhecer que “a substância prevalece sobre a forma e ênfase é dada à realidade econômica subjacente”. Os parâmetros analisados para a caracterização de *investment contracts*, seguindo o *Howey test* e as demais decisões da Suprema Corte norte-americana, foram assim relacionados pelo mencionado autor: (i) “*transação através da qual o investidor fornece recursos para um ‘empreendimento comum’*”; (ii) “*expectativa de algum tipo de benefício ou ganho em virtude do investimento realizado*”; (iii) “*Aliado ao objetivo lucrativo, sempre almejado pelo investidor, o risco de perder o valor inicial investido [...]*”; (iv) “*esforços exclusivos do captador dos recursos ou de uma terceira pessoa*”, definido como “passividade” do investidor; e (v) “*caráter público da colocação dos valores*”.

Com o advento da Lei nº 6.385/76 e a criação da CVM, tornou-se necessário traçar o âmbito de exercício do poder de polícia administrativa atribuído a esta nova

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.”

⁴⁷Resumo em FINDLAW. Disponível em: <<http://laws.findlaw.com/us/328/293.html>>. Acesso em: 01 dez. 2005.

⁴⁸LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. op. cit., *passim*.

autarquia e, assim, teoricamente, isto levaria o legislador a conceituar “valores mobiliários”. Novamente, isso não ocorreu⁴⁹.

Observa-se que o legislador persistiu na opção de não traçar um conceito de “títulos e valores mobiliários”. Com efeito, o que se verifica é um rol de figuras às quais se atribui a qualidade de valores mobiliários e a sujeição ao regime da Lei nº 6.385/76.

A contraposição entre a redação original do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e as decisões das cortes judiciais norte-americanas, acima relatadas, permite afirmar a ausência, dentre as figuras constantes do rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da mencionada lei brasileira, de alguma similar ao *investment contract*. Conforme será observado no curso da presente exposição, essa situação sofreu alterações na década de 90, no sentido de reconhecer como fator essencial para a caracterização de títulos e valores mobiliários o apelo público à poupança dos investidores.

Também é interessante notar que, sob o ponto de vista cronológico, o advento da Lei nº 6.385/76 reforçou a controvérsia doutrinária anteriormente mencionada, acerca da distinção entre títulos mobiliários e valores mobiliários. Assim, há quem entenda que a expressão “valores mobiliários” encerra conceito instrumental à delimitação do âmbito de atuação da CVM, ali prevista⁵⁰.

Poder-se-ia concluir, assim, que a expressão “títulos mobiliários” estaria reservada aos demais institutos, também afetos ao mercado de capitais, mas abrangidos no âmbito de atuação do Estado na atividade econômica por meio do BACEN. Ou seja, com a introdução da Lei nº 6.385/76 no sistema normativo que disciplinava o mercado de capitais brasileiro, competiria ao BACEN a regulação de todos os valores mobiliários, salvo o conjunto de valores mobiliários descritos nos incisos I e II do art. 2º da referida lei, excetuados os descritos em seu parágrafo único, e eventualmente acrescidos de “*outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional*”.

⁴⁹O art. 2º da Lei nº 6.385/76, em sua redação original, assim dispôs: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. 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”.

⁵⁰EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*, cit., p. 153-157.

Neste sentido, o art. 3º da Lei nº 6.385/76, em seu parágrafo único, assim dispôs que “*Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil*”⁵¹.

Portanto, observa-se que a controvérsia acerca do conceito de valores mobiliários não perdeu sua utilidade com o advento da Lei nº 6.385/76, pois era preciso definir o campo de atuação do BACEN no âmbito do mercado de capitais, bem como delimitar a atuação do CMN, prevista no inciso III do art. 2º, eis que este somente encontrava permissão legal para inserir no rol de valores mobiliários normatizados e fiscalizados pela CVM aquilo que ontologicamente assim se pudesse definir⁵².

Com fundamento no inciso III do art. 2º da Lei nº 6.385/76, em sua redação original, paulatinamente, aumentou-se o rol dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76. Ao analisar a evolução da edição das diversas normas que o fizeram⁵³, é

⁵¹ A este respeito, observações de Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “Partindo da idéia de que a nova lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a CVM – com poderes para disciplinar e policiar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas, foi sancionada a Lei 6.385, de 7.12.1976, que outorga a essa agência governamental especializada poderes regulamentares, a serem exercidos sob a orientação e supervisão do CMN, e eventual coordenação com o BACEN, que não perde, assim, o seu poder regulador de todo o sistema financeiro (art. 3º). Ademais, outorga a lei em apreço à Comissão os poderes regulamentares para disciplinar não só as matérias relativas ao mercado, mas também as matérias expressamente previstas na lei de sociedade anônima (art. 8º), completando as normas em branco do diploma do anonimato.” in LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 68).

⁵² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 24, n. 59, p. 31 e ss., jul./set. 1985.

⁵³ As opções de compra e venda de ações em bolsa de valores foram inseridas neste rol por meio da Instrução CVM nº 14, de 17 de outubro de 1980. Nos termos do 3º do Decreto-Lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986, foram incluídos “*os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários*”.

Em 1990, o CMN resolveu: “*Art. 1º - Considerar como valor mobiliário, para os efeitos da Lei nº 6.385, de 07.12.76, a nota promissória emitida por sociedade por ações, destinada à oferta pública. Art. 2º - O disposto no artigo anterior não se aplica aos títulos emitidos por instituições financeiras, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e sociedades de arrendamento mercantil*”. E, assim, por meio da Resolução CMN nº 1.723, de 27 de junho de 1990, as mencionadas notas promissórias, conhecidas como “*commercial papers*” foram colocadas ao abrigo da disciplina da referida lei e da fiscalização da CVM.

Em 26 de fevereiro de 1992, por meio da resolução nº 1.907, o CMN incluiu no rol dos valores mobiliários sujeitos à disciplina da Lei nº 6.385/76 os direitos de subscrição de valores mobiliários, os recibos de subscrição de valores mobiliários, as opções de valores mobiliários, e os certificados de depósito de ações. Neste mesmo ano, por meio da Instrução CVM nº 193, de 23 de setembro, foi autorizada a inclusão de “*debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções*” e, assim, as denominadas “opções de debêntures” foram submetidas ao regime da referida lei.

Em 1993, por meio da Lei nº 8.668, de 25 de junho, as quotas dos fundos de investimento imobiliário foram incluídas no referido rol, bem como se atribuiu à CVM a fiscalização sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos referidos fundos. No mesmo ano, por meio do art. 1º da Lei nº 8.685 de 20 de julho, c.c. arts. 1º e 2º do Decreto nº 974, de 08 de novembro, os denominados certificados de investimento audiovisuais também foram qualificados como valores mobiliários e submetidos ao regime da lei nº 6.385/76.

possível obter um panorama da diversificação dos instrumentos de investimento ocorrida ao longo das décadas de 80 e 90 e, assim, da ampliação do âmbito de atuação da CVM.

Na década de 1980, a disciplina dos fundos de investimento também sofreu alterações, observando-se distribuição de competência pelo CMN ao BACEN e à CVM⁵⁴.

Como é notório, nessa mesma década assistiu-se a sucessivos planos econômicos, inflação altíssima e oscilante e renegociações da dívida externa pelo governo brasileiro. A doutrina⁵⁵ relata breve recuperação do mercado de capitais entre os anos de 1984 e 1986, com aumento de volume de operações no mercado secundário e também de processos de abertura de capital no mercado primário, cujas causas seriam a euforia de consumo surgida com o “plano cruzado”, a redução na taxa de juros e o aumento da expectativa de crescimento. Porém, a partir de 1987, observou-se novamente a retração do mercado de capitais.

Outro fato ocorrido na segunda metade da década de 1980 que merece destaque foi o célere desenvolvimento dos mercados de opção de ações e de futuro de ações, na Bolsa de Valores de São Paulo e na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, respectivamente.

Em 1983, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro criou a Bolsa Brasileira de Futuros. Já em 1985, foi criada a Bolsa Mercantil e de Futuros, posteriormente denominada Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F, a qual incorporou as atividades da Bolsa de Mercadorias de São Paulo, no ano de 1991, e também da Bolsa Brasileira de Futuros, em 1997.

Assim, foi editado o Decreto-lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986, dando início à disciplina dos derivativos no País, tendo sido estabelecida a competência do CMN

Em 1997, destaque para os “certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica”, conforme Resolução CMN nº 2.405, de 25 de junho, e Instrução CVM nº 267, de 1º de agosto; bem como para os certificados de recebíveis imobiliários, disciplinados nos termos do art. 6º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 e da Resolução CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998.

⁵⁴O CMN, nos termos da Resolução CMN nº 817, de 07 de abril de 1983, aprovou o regulamento que disciplinava a constituição e o funcionamento dos fundos mútuos de investimentos sob a forma de condomínio aberto, e atribuiu ao BACEN e à CVM competência para executar o quanto ali disposto, no âmbito das respectivas esferas de atuação. O funcionamento do fundo dependeria de autorização do BACEN, com prévia oitiva da CVM. A Resolução CMN nº 961, de 12 de setembro de 1984, manteve a divisão de atribuições constante da resolução anterior. Já em 1987, nos termos da Resolução CMN nº 1280, de 20 de março, dispôs-se que a constituição e o funcionamento dos referidos fundos dependeria de prévia autorização da CVM, porém, as propostas de alteração na composição da carteira dos fundos deveriam ser formuladas conjuntamente pela CVM e BACEN.

⁵⁵ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2001. p. 159-187.

para sua regulamentação. Por meio da Resolução CMN nº 1.190, de 17 de setembro de 1986, o CMN conferiu tal competência ao BACEN e à CVM, conforme estivesse, ou não, o “objeto respectivo”, o “ativo subjacente”, referenciado em qualquer dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76. As bolsas de mercadorias e futuros e seus participantes foram obrigados a prestar informações ao BACEN e à CVM, e às referidas autarquias federais também foram conferidos outros instrumentos para a fiscalização do mencionado mercado.

Assistiu-se, neste período, a acirrada competição entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, na busca por aumentar o volume de operações no mercado de opções de ações. A alteração de normas de controle e o alargamento do prazo das operações permitiram a realização de operações extremamente arriscadas neste mercado, inclusive com a utilização de instrumentos que, funcionalmente, significavam o financiamento do cliente pela corretora e bancos, o que permitiu forte especulação, especialmente no ano de 1988. Em 1989, diversas corretoras e investidores foram à bancarrota, fazendo com que este mercado de opções fosse suspenso por determinação da CVM. A confiança do investidor no mercado de capitais brasileiro foi extremamente abalada em decorrência desses fatos.

Por fim, cumpre destacar que data deste período da história a edição da Lei nº 7.347/85, verdadeiro marco na defesa dos interesses difusos e coletivos em sentido lato; da Lei nº 7.913/89, que disciplinou a propositura da ação coletiva para a tutela dos investidores no mercado de capitais brasileiro; e da Lei nº 8.078/90, o Código de Defesa do Consumidor. Os referidos diplomas legais serão analisados de forma mais detida no Capítulo IV. Por ora, suficiente inseri-los nesta breve exposição da história do mercado de capitais brasileiro.

1.1.6. Lei nº 9.457/1997

A década de 1990 teve início em meio à intensa oscilação e situações de tabelamento dos preços das mercadorias, à altíssima inflação e à implementação de novos planos econômicos para combatê-la. Outras medidas adotadas neste período devem ser citadas: busca pela abertura da economia brasileira ao exterior; implementação do “Plano Nacional de Desestatização”, previsto na Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, inclusive com a preocupação de estimular a participação de investidores no processo de privatização

das sociedades brasileiras, por meio dos “fundos de privatização – capital estrangeiro”; e extinção dos títulos ao portador, introduzida pela Lei nº 8.021, também de 12 de abril de 1990.

A partir de 1994, reduziu-se a inflação e veio a estabilidade da moeda nacional. Nos anos seguintes, houve aumento das reservas cambiais, realizado pelo governo brasileiro, medida possível também em razão do excesso de liquidez internacional no período. Assistiu-se à valorização da moeda nacional, o que acarretou maior abertura da economia nacional aos produtos de origem estrangeira e, assim, à concorrência com seus fabricantes.

A estabilidade da moeda nacional sofreu revezes no final de 1994 e em meados de 1997. No ano de 1994, em decorrência da “crise mexicana”, houve a retirada de dólares da economia brasileira em grande escala, com conseqüente desvalorização da moeda nacional. O combate à crise cambial passa a ser inserido entre os objetivos das medidas adotadas pelo governo brasileiro.

Em 1997, novamente, o país sofre os reflexos da crise que teve início na Malásia e que, de forma célere, instalou-se nos países então conhecidos como “tigres asiáticos”. A desvalorização da moeda de emissão dos referidos países fez com que os produtos ali fabricados se tornassem mais competitivos, afetando os países exportadores e o fluxo de capitais no comércio internacional. No que tange às bolsas de valores, em forte oscilação no mundo todo, assistiu-se à fuga de investimento estrangeiro dos mercados emergentes, fazendo com que o Brasil, à época, enfrentasse dificuldades para atrair capital externo.

Observa-se, assim, que na década de 1990, as sociedades anônimas brasileiras deram início a um período de reestruturação empresarial e, inúmeras vezes, societária, em busca de maior eficiência.

Não se olvide o intenso processo de privatização, de alienação do controle das sociedades por ações controladas pelo Estado. Este processo, marcante na economia nacional, ocorreu principalmente nos setores da atividade de siderurgia, petroquímica e telecomunicações, e gerou profundos reflexos no mercado de capitais e em sua disciplina.

Ainda que de forma breve, estas observações foram apostas na tentativa de traçar o cenário da elaboração e tramitação dos projetos de lei que culminaram na reforma

da disciplina jurídica das sociedades por ações e do mercado de capitais, realizada em 1997⁵⁶.

Tendo por pano de fundo o mencionado processo de privatização, pode-se afirmar que as modificações mais polêmicas trazidas pela Lei nº 9.457/97 cingiram-se ao direito de recesso⁵⁷ e à oferta pública de aquisição de ações dirigida pelo adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários, ao mesmo preço pago ao alienante do

⁵⁶Conforme Nelson Eizirik, in *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, em 1995 foi apresentado pelo deputado federal José Fortunati um projeto de lei, autuado sob o nº 622/95, com o objetivo de promover alterações na Lei nº 6.404/76 para facilitar o processo de abertura de capital pelas sociedades anônimas e reforçar os direitos dos acionistas minoritários, em especial aqueles titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito. No início do ano seguinte, o deputado federal Antonio Kandir também apresentou um projeto de lei, autuado sob o nº 1.564/96, o qual refletia a intenção de reduzir-se o custo da alienação do controle das sociedades anônimas pelo Estado, bem como dos processos de concentração empresarial.

Os referidos projetos de lei foram apensados e levados à apreciação da Comissão de Economia, Indústria e Comércio da Câmara dos Deputados. O deputado federal Luiz Carlos Hauly, relator, houve por bem acolher algumas propostas constantes dos referidos projetos de lei nºs 622-A e 1.564 e também sugerir algumas modificações, apresentando-as na forma de substitutivo, autuado sob o nº 622/95, o qual resultou na Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997.

⁵⁷Com o advento da Lei nº 9.457/97, revogou-se a lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989, conhecida por “Lei Lobão” e que havia gerado tamanha controvérsia doutrinária e jurisprudencial a respeito do direito de recesso. Foram introduzidas alterações nos arts. 136, 137 e 223, todos da Lei nº 6.404/76, traçando-se regra geral segundo a qual não haveria direito de recesso na cisão da sociedade anônima. Nos casos de cisão envolvendo companhia aberta, suas sucessoras também deveriam ser companhias abertas, fixando o legislador prazo para as providências necessárias a tanto. Em caso de descumprimento desta norma, conferiu o legislador ao acionista o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações. Já nos casos de fusão de companhia, sua incorporação em outra, e participação em grupo de sociedades, a disciplina do direito de recesso também foi alterada, somente conferindo-se direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações ao titular (i) de ações que não integrassem “índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros”; e (ii) de ações de emissão “de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador”. Verifica-se a adoção da noção de liquidez das ações e de dispersão acionária, outrora já utilizada, na disciplina jurídica das sociedades anônimas, desta vez para alterar a conformação dos direitos dos acionistas minoritários. A introdução de referida alteração na Lei nº 6.404/76 adveio da idéia de que nos casos de alta liquidez das ações do mercado ou satisfatória dispersão acionária, o acionista que não concordasse com a operação societária a ser implementada poderia valer-se do mercado e vender suas ações. Tal qual a novel disciplina da cisão envolvendo companhia aberta, nos casos de fusão de companhia aberta ou de sua incorporação em outra, suas sucessoras também deveriam ser companhias abertas, fixando o legislador prazo para as providências necessárias a tanto. Em caso de descumprimento desta norma, conferiu o legislador ao acionista o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações.

Por fim, a este respeito, cumpre destacar que a Lei nº 9.457/97, ao alterar a redação do §1º do art. 137 da Lei nº 6.404/76, previu que a legitimidade para exercer o recesso fixava-se com a titularidade das ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia geral ou na data da divulgação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, no caso das companhias abertas. Por sua vez, o art. 45, *caput* e §§, da Lei nº 6.404/76 também sofreu alterações, para permitir que o estatuto da sociedade anônima estipule que o reembolso será calculado com base no valor econômico da companhia, apurado em avaliação a ser realizada nos termos do disposto nos seus §§ 3º e 4º. Anteriormente, o § 1º do referido artigo de lei dispunha que o valor do reembolso não poderia ser inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o constante no último balanço aprovado pela assembléia geral. Tais alterações, conforme explica Nelson Eizirik in *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*, cit., p. 59-81, foram introduzidas com a intenção de combater o que à época se denominava “indústria do recesso”.

controle, por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, que dependa ou não de autorização para funcionamento.

Recorde-se que a alienação de controle acionário, prevista no denominado “plano de desestatização” que estava em curso, em geral, era precedida da cisão da sociedade anônima em questão. Com as alterações introduzidas na Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 9.457/97, o custo do processo de privatização foi drasticamente reduzido, uma vez que se deixou de exigir o pagamento do valor de reembolso aos acionistas minoritários que não concordassem com a cisão da sociedade anônima; bem como, eliminada a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações dirigida pelo adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários, o custo da fase seguinte deste processo, também decresceu.

Tratando-se de reforma da Lei nº 6.404/76, tais alterações se refletiram não somente nas sociedades anônimas objeto do plano de desestatização que estava em curso na época, mas também nos demais processos de reestruturação societária⁵⁸.

Inúmeras outras alterações foram promovidas pela Lei nº 9.457/97 na disciplina jurídica das sociedades por ações, por exemplo, na fixação dos dividendos dos titulares de ações preferenciais; na assembléia geral de preferencialistas; no rol, exemplificativo, das hipóteses de configuração do abuso de poder de controle constantes do art. 117, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Merecem destaque também as alterações introduzidas pela Lei nº 9.457/97 aos arts. 162 e 163 da Lei nº 6.404/76, realizadas com o intuito de possibilitar atuação mais efetiva dos conselheiros fiscais⁵⁹.

⁵⁸Na justificativa do projeto de lei nº 1.564/96 anteriormente mencionado, conhecido como “projeto Kandir”, encontra-se também o raciocínio segundo o qual a introdução da obrigatoriedade da referida modalidade de oferta pública de aquisição de ações na Lei nº 6.404/76 teve por objetivo permitir aos minoritários desfazer-se de suas ações em iguais condições de preço dos alienantes do controle acionário. Porém, segundo o autor do mencionado projeto de lei, a medida teria produzido efeitos opostos, ao impor ao adquirente do controle uma obrigação adicional que requeria dispêndio de recursos que não seriam revertidos para capitalizar a empresa. E, assim, concluiu-se o raciocínio de que tal exigência legal estaria a obstaculizar o saneamento de empresas em dificuldade, levando à queda do valor das ações de sua emissão e, finalmente, prejudicando os próprios acionistas minoritários. Enfim, a revogação da exigência constante do art. 254 e do art. 255, §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404/76, sempre suscitou muita polêmica na doutrina. É possível identificar entendimento corrente no sentido de que a referida alteração na Lei nº 6.404/76 havia se dado em prejuízo aos interesses dos acionistas minoritários, por permitir que os controladores fossem os únicos a se beneficiarem com o preço fixado e do valor pago pelo adquirente na referida operação societária.

⁵⁹Conforme previsto no § 4º do referido art. 163, o conselheiro fiscal, individualmente, poderá solicitar aos auditores independentes esclarecimentos, informações ou apuração de eventos específicos. O §8º foi acrescentado ao art. 163, para possibilitar ao conselho fiscal, desta vez em atuação colegial, se necessário ao esclarecimento de um fato e mediante a devida justificativa, formular questões a serem respondidas por um perito. A contratação do perito está a cargo dos administradores da sociedade anônima e seus honorários deverão ser suportados pela sociedade. Por fim, nos termos do § 3º do art. 162, a sociedade deverá suportar também os custos de locomoção e de estada do conselheiro fiscal, necessários ao desempenho da função.

Porém, a Lei nº 9.457/97 não trouxe inovações ao art. 2º da lei nº 6.385/76, mantendo em vigor o sistema para apuração do rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da referida lei.

Ademais, àqueles que já pugnavam por mais autonomia e independência à CVM, as modificações introduzidas pela Lei nº 9.457/97 tendem a parecer tímidas. De fato, o art. 6º da Lei nº 6.385/76 viria a ser modificado somente em 2001 e, portanto, no período ao qual ora se faz referência, os membros do colegiado da referida autarquia federal eram nomeados pelo Presidente da República e demissíveis *ad nutum*.

Destacam-se as alterações promovidas em 1997 no art. 11 da Lei nº 6.385/76, de forma a possibilitar à CVM, no âmbito dos processos administrativos sancionadores, empregar maior severidade nas penalidades administrativas previstas anteriormente, em especial, nas multas, bem como permitir a aplicação da penalidade de “proibição temporária” para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro junto à referida autarquia federal, no que tange à prática de determinadas atividades ou operações, e para quaisquer pessoas, no que tange à atuação, direta ou indireta, em operações no mercado de valores mobiliários.

Igualmente, possibilitou-se a aplicação da denominada “multa cominatória”, cuja aplicação tem por objetivo a coerção do administrado ao cumprimento de uma obrigação de fazer, em valor mais elevado, conforme redação dada ao § 11 do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Entre as inovações mais relevantes trazidas pela Lei nº 9.457/97 está a possibilidade de celebração de compromisso entre a autarquia federal e o administrado, estritamente observados os requisitos apostos pelo legislador nos incisos I e II do § 5º do art. 11 da referida lei, quais sejam: a cessação da prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a correção das irregularidades apontadas, inclusive com a indenização dos prejuízos. A utilização deste importante instrumento, suas virtudes e seus limites serão objeto de análise específica no capítulo II.

O sistema de distribuição de valores mobiliários, previsto no art. 15 da Lei nº 6.385/76, passou a ser integrado também pelas entidades de mercado de balcão organizado. Desta feita, a Lei nº 9.457/97 promoveu as conseqüentes alterações nos arts. 17, 21 e 22 da Lei nº 6.385/76.

Por fim, em 1997 foi incluído na Lei nº 6.385/76 o art. 33, com o objetivo de disciplinar o instituto da prescrição nos casos de apuração e aplicação de penalidades pela CVM em razão das infrações administrativas. Com o advento da Lei nº 9.783, de 23 de novembro de 1999, este dispositivo legal foi revogado.

1.1.7. Leis nºs 10.198/2001, 10.303/2001 e 10.411/2002, e Decreto nº 3.995/2001

Em complementação ao relato realizado acima, é importante mencionar que na década de 90 houve no Brasil a intensificação do fenômeno da oferta pública de contratos de investimento coletivo, os quais, em sua maioria, estavam fundados na idéia de parceria entre investidor e empreendedor, por meio da qual este prometia rendimentos, advindos de seu esforço exclusivo na atividade de engorda de animais, no plantio de árvores, enfim, em diversas atividades geralmente de cunho agropecuário.

Não foi difícil constatar os prejuízos causados por muitas das sociedades que ofertaram publicamente os denominados “contratos de investimento coletivo”. O problema ganhou ampla divulgação nos meios de comunicação. Em sua maioria, essas sociedades tiveram sua falência decretada, por fatores que indicam atos que se pode qualificar de má gestão, gestão temerária e até mesmo fraude, perpetradas por administradores e acionistas controladores⁶⁰.

Além disso, tudo indica que a oferta pública realizada nestes casos não contemplou a necessária divulgação de informações sobre o empreendimento, e, assim, milhares de investidores tomaram sua decisão de investimento sem que pudessem estar cientes dos riscos inerentes ao negócio.

Neste contexto, foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, a qual trouxe inovações à discussão acerca do conceito de valores mobiliários, anteriormente mencionada, ao dispor:

“Art. 1º 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

⁶⁰A este respeito, vide decisões proferidas pelo Colegiado da CVM no julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores IA nº 17/01, TA nº 6094/01 e TA nº 3535/02. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2005.

prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

O contrato de investimento coletivo seria novamente objeto do legislador em outubro de 2001, passando a integrar o rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

A reforma legislativa promovida em 2001, é resultado da fusão de propostas constantes de projetos de lei apresentados na Câmara dos Deputados a partir de 1997, os quais foram objeto de substitutivos, e estes, por sua vez, de diversas emendas parlamentares. Aprovado o texto por ambas as Casas do Poder Legislativo, foi encaminhado à Presidência da República. Após vetar alguns dispositivos, o Senhor Vice-Presidente, então no exercício da Presidência da República, sancionou o que viria a ser a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, bem como editou, na mesma data, a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, e o Decreto nº 3.995.

A Medida Provisória nº 08/2001 e o Decreto nº 3.995/2001 tiveram por objetivo integrar à reforma dispositivos constantes do projeto de lei que resultou na Lei nº 10.303, vetados pelo Senhor Vice-Presidente, sob a justificativa de vício de iniciativa no processo legislativo, mais especificamente, violação ao previsto no art. 61, § 1º, inciso II, da CRFB, e também de que algumas das matérias objeto dos dispositivos legais estavam reservadas à disciplina por Decreto, conforme art. 84, inciso VI, da CRFB com redação dada pela Emenda Constitucional nº 32, de 11 de setembro de 2001⁶¹.

Entre as alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001 à disciplina das sociedades por ações, destaca-se a reintrodução da obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações dirigida pelo adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, nos termos do art. 254-A, acrescentado à Lei nº 6.404/76. Distinto do tratamento igualitário previsto no período anterior à reforma de 1997, o art. 254-A dispõe que será assegurado ao acionista

⁶¹ Ressalte-se que sua edição, à época, mostrou-se polêmica, centrando-se os debates especialmente sobre possível inconstitucionalidade da referida medida provisória por alegada ausência do caráter de urgência. Quanto ao mencionado decreto, alegou-se que seu conteúdo teria extrapolado os limites previstos no inciso VI do art. 84 da CRFB. Em 30 de janeiro de 2002, o Conselho Federal da Ordem dos Advogados do Brasil ajuizou ação direta de inconstitucionalidade na qual sustenta a inconstitucionalidade da medida Provisória nº 08/2001 e do Decreto nº 3.995/2001 em sua integralidade (autos nº 2.601), ainda pendente de julgamento pelo Supremo Tribunal Federal, sem notícia de concessão do pedido liminar constante da petição inicial.

minoritário preço mínimo igual a 80% do valor pago pelo adquirente do controle por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Após a revogação da obrigatoriedade da mencionada oferta pública decorrente da reforma legislativa de 1997, observou-se prática crescente de abusos por parte de acionistas controladores em prejuízo de minoritários, por exemplo, a realização de operações com o objetivo de reduzir drasticamente a liquidez das ações de emissão da companhia no mercado, de forma gradual, seguidas de fechamento de capital, que então se realiza a um preço mais conveniente ao controlador.

Com o objetivo de coibir a prática de tais atos abusivos, a CVM, por meio da Instrução CVM nº 299, de 09 de fevereiro de 1999, dispôs sobre a divulgação de informações tanto nos casos de alienação do controle acionário quanto nos casos de aumento da participação acionária dos acionistas controladores e administradores de companhia aberta. Ademais, nos termos do art. 12, estabeleceu-se que a aquisição de ações de emissão de companhia aberta deveria ocorrer por meio de oferta pública, na forma disciplinada no referido ato normativo, quando o adquirente fosse acionista controlador cuja participação acionária, na ocasião, já tivesse se elevado, efetiva ou potencialmente, em 10% das ações objeto da aquisição.

A Lei nº 10.303/2001 também alterou o art. 4º da Lei nº 6.404/76 para dispor sobre a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações de titularidade dos minoritários no caso de cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado (art. 4º, §§ 4º e 5º; e art. 4º-A), e no caso de aquisição de ações de emissão de companhia aberta pelo controlador que elevem a participação deste à porcentagem que, segundo normas expedidas pela CVM, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes. A CVM disciplinou estas modalidades de oferta pública de aquisição de ações por meio da Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002.

Na linha de exigência então vigente nos termos da mencionada Instrução CVM nº 299/99, a Lei nº 10.303/2001 incluiu na Lei nº 6.404/76 o art. 116-A, para impor ao acionista controlador de companhia aberta e àqueles que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, o dever de informar imediatamente à CVM e às bolsas de valores, ou às entidades de mercado de balcão organizado, nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em sua posição acionária na companhia. Determinação semelhante foi introduzida no §6º do

art. 157, dirigida aos administradores das companhias abertas, bem como no art. 165-A, dirigida aos conselheiros fiscais.

Em 2001 restabeleceu-se o direito de recesso nas hipóteses de cisão da companhia, suprimido pela reforma de 1997. Com efeito, a Lei nº 10.303/2001 alterou os arts. 136 e 137 da Lei nº 6.404/76. A aferição do direito de recesso nos casos de fusão da companhia, sua incorporação em outra ou participação em grupos de sociedades manteve a linha adotada por meio da Lei nº 9.457/97, porém, com alteração do conteúdo e fazendo-se cumular os critérios para a mensuração de liquidez e dispersão acionárias (alíneas “a” e “b” do inciso II do art. 137).

A reforma de 2001 alterou diversos outros dispositivos da Lei nº 6.404/76. Merecem ainda destaque a alteração do art. 17, para traçar distinção no regime das ações preferenciais, conforme sejam admitidas, ou não, à negociação no mercado de capitais, bem como a introdução do §7º, de forma a introduzir a disciplina da “ação preferencial de classe especial de propriedade exclusiva de ente desestatizante”, instituto até então previsto somente na legislação esparsa editada à época do processo de desestatização.

O regime das debêntures também foi modificado, nos termos das alterações introduzidas pela Lei nº 10.303/2001 no art. 52 e seguintes da Lei nº 6.404/76⁶².

O legislador alterou o art. 41 da Lei nº 6.404/76 para dispor que a instituição autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar a custódia em que as ações de cada espécie e classes da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, “*adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações*”.

Outra inovação trazida pela Lei nº 10.303/2001 foi a possibilidade do estatuto da sociedade anônima estabelecer que as divergências, tanto entre acionista e companhia, quanto entre os acionistas controladores e minoritários, poderão ter solução mediante arbitragem (art. 109, § 3º).

⁶²Destaca-se a alteração do § 1º do art. 52 e a inclusão do §2º a este dispositivo legal, na tentativa de estancar a polêmica acerca da possibilidade de inclusão de cláusula de correção monetária com base na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vetados em lei, bem como sobre a possibilidade de conferir-se opção ao debenturista, conforme os termos da escritura de emissão, de escolher receber o pagamento do principal e dos acessórios em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º da mesma lei. Modificou-se também o § 1º do art. 59, para alterar a competência dos órgãos societários para deliberar sobre a emissão de debêntures, atribuindo-se ao conselho de administração a decisão sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real.

Merece destaque também a inclusão do parágrafo único no art. 140 da Lei nº 6.404/76, que dispôs sobre a possibilidade de previsão, em estatuto, da participação de representantes dos empregados no conselho de administração da sociedade anônima, escolhidos pelo voto dos empregados em eleição direta, organizada pela empresa em conjunto com entidades sindicais que os representem. Alterou-se também o §4º do art. 141, para conferir direito à eleição de membros do conselho de administração, em votação em separado, aos minoritários titulares de ações com direito a voto e titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito.

Ainda sobre as assembléias gerais, a reforma de 2001 trouxe distinção no que tange ao prazo para sua convocação, maior quando se tratar de companhia aberta. Outra modificação relevante a este respeito, que logo foi envolta em polêmica e que merecerá considerações no próximo capítulo, diz respeito à inclusão do §5º no art. 124 da Lei nº 6.404/76. Com o advento da Lei nº 10.303/2001, a seu critério ou para acolher pedido de acionista, a CVM poderá determinar o aumento do prazo de antecedência da publicação do primeiro anúncio de convocação de assembléia geral de companhia aberta, quando a assembléia tiver por objeto operações complexas, a exigir maior tempo para análise pelos acionistas, ou a CVM poderá determinar a interrupção do curso do mencionado prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária, com o objetivo de analisar as propostas a serem submetidas à votação e, se for o caso, apresentar as razões pelas quais entende que as propostas violam dispositivos legais ou regulamentares.

Por fim, no que tange à atuação dos administradores das sociedades anônimas, destaque para a inserção, pela Lei nº 10.303/2001, de novos requisitos, negativos, para sua elegibilidade, os quais podem ser objeto de dispensa pela assembléia geral, conforme incisos I e II do §3º do art. 147 da Lei nº 6.404/76. Entre os deveres dos administradores, foi inserido o §4º no art. 155, dispondo ser vedada a qualquer pessoa utilizar informação relevante ainda não divulgada, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Seguindo a linha adotada em 1997, a Lei nº 10.303/2001 alterou os arts. 163 e 164 da Lei nº 6.404/76, para aumentar o rol de providências cuja competência fora atribuída a cada conselheiro fiscal: fiscalizar os atos dos administradores; denunciar aos órgãos da administração e, se for o caso, à assembléia geral, erros e fraudes; apresentar e ler pareceres e representações na assembléia geral. A extensão do rol de suas competências

foi acompanhada de dispositivos que traçam os limites da atuação do conselheiro fiscal, conforme art. 162, §2º, e art. 165, §1º.

A reforma da disciplina jurídica do mercado de capitais realizou-se nos termos das Leis nºs 10.303/2001 e 10.411/2002 e do Decreto nº 3.995/2001. Destacam-se as alterações nas seguintes matérias: estrutura e poderes-deveres atribuídos à CVM; conceito de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76; sistema de distribuição de valores mobiliários; termo de compromisso; e crimes contra o mercado de capitais.

A autonomia e a independência da CVM há muito eram debatidas no País. Sobre a então recém-criada autarquia federal, Nelson Eizirik, ao compará-la com a SEC, destacou a ausência de independência, que confirmava a tradição brasileira da época, de não instituição de agências reguladoras independentes, bem como a ligação da autarquia federal em questão apenas com o Poder Executivo⁶³.

As alterações trazidas à estrutura e aos poderes-deveres da CVM pela reforma legislativa de 2001 decorrem, em parte, da alteração na apontada tradição brasileira. De fato, ao ano da reforma, a instituição das chamadas agências reguladoras no Brasil já se mostrava consolidada, inclusive como objeto de polêmicos debates sobre serem genuinamente independentes e, entre os que assim entendiam, sobre as vantagens e desvantagens de sua propalada independência.

Desta feita, foram alterados os arts. 5º e 6º da Lei nº 6.385/76, para estabelecer que a CVM é dotada de *autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*. Passa-se de regime de demissibilidade *ad nutum* do presidente e dos diretores da CVM, para regime de nomeação pelo Presidente da República somente após sabatina e aprovação pelo Senado Federal, bem como de perda do cargo somente nas hipóteses disciplinadas nos §§ 2º a 4º do art. 6º da Lei nº 6.385/76.

O quadro de poderes-deveres da CVM também foi modificado. A este respeito, merece destaque o disposto no §3º do art. 2º; no art. 9º, inciso I, em especial alíneas “b” e “g”, da Lei nº 6.385/76. Algumas competências antes atribuídas ou subordinadas ao CMN foram transferidas para a CVM, por exemplo, os atos relacionados nos incisos I a IV do §1º do mencionado art. 9º; a fixação do procedimento a ser seguido

⁶³EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, cit., p. 129-131.

na etapa investigativa que pode anteceder processo administrativo para a apuração de atos ilegais e práticas não eqüitativas (§2º do referido art. 9º); e a edição de normas gerais sobre as matérias relacionadas no inciso I do art. 18 da Lei nº 6.385/76.

Conforme mencionado anteriormente, a modificação no conjunto de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76 foi uma das inovações mais importantes deste período.

A Lei nº 10.303/01 introduziu neste conjunto “as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos” (inciso V), “os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários” e “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes” (incisos VII e VIII, respectivamente); bem como providenciou a introdução dos títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente no rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76, na forma do inciso IX.

Por fim, as partes beneficiárias, cuja emissão foi vedada às companhias abertas nos termos do parágrafo único do art. 47 da Lei nº 6.404/76 foram excluídas do rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Ou seja, após a reforma de 2001, observa-se no referido conjunto valores mobiliários cuja emissão não se deu por companhia aberta. Para traçar-lhe os limites, prescinde-se de referência à relação societária. Acrescentou-se, assim, o §2º no referido art. 2º, para esclarecer que os emissores dos valores mobiliários ali relacionados, bem como seus administradores e controladores sujeitam-se à disciplina prevista na Lei nº 6.385/76 dirigida às companhias abertas.

Ademais, a Lei nº 10.303/2001 promoveu a alteração da competência para normatizar e fiscalizar derivativos e fundos de investimentos do BACEN para a CVM. Por meio da Decisão-Conjunta nº 10, de 02 de maio de 2002, as referidas autarquias disciplinaram a transição das atividades de fiscalização, também ficando disposto que as normas anteriormente editadas pelo CMN e pelo BACEN permaneceriam aplicáveis até a edição de novos dispositivos pela CVM.

A introdução do mercado de derivativos e das operações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros sob o regime da Lei nº 6.376/76 acarretou outras alterações no texto do referido diploma legal. Vide art. 1º, incisos III e V, , bem como a disposição do sistema de distribuição de valores mobiliários prevista no art. 15, que passa a ser integrado

também pelas corretoras de mercadorias, operadores especiais e bolsas de mercadorias e futuros (inciso VI).

A celebração de compromisso entre administrado e CVM também foi objeto de alteração legislativa. A redação dada ao §7º do art. 11 da Lei nº 6.385/76 retira a previsão da caracterização de crime de desobediência em razão do inadimplemento das obrigações assumidas pelo administrado, e passa a dispor que o termo de compromisso constitui título executivo judicial.

Por fim, cumpre destacar a criação de tipos penais nos termos dos arts. 27-C (“manipulação de mercado”), 27-D (“uso indevido de informação privilegiada”), e 27-E (“exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função”), todos incluídos na Lei nº 6.385/76, pela reforma legislativa de 2001.

Nos últimos anos, observou-se crescimento do mercado de capitais brasileiro, não somente na diversificação dos instrumentos de investimento, mas também no volume de recursos captados, conforme explicitado na próxima seção.

Observou-se, porém, sensível diminuição do número de ofertas públicas e do volume captado em 2008 em relação aos anos anteriores, a qual tem sido imputada à crise no mercado financeiro internacional, deflagrada a partir dos Estados Unidos da América, cujas conseqüências puderam ser observadas a partir de 2007, causada, principalmente, pela aquisição de títulos de dívida, em larga escala, pelos investidores institucionais, entre eles os “hedge funds”, sem, ao que tudo indica, a necessária análise acurada do risco de crédito envolvido nos referidos ativos, chamados “subprime”. Como reflexo desta crise internacional, verificou-se relevante redução na participação dos investidores estrangeiros nas referidas ofertas públicas e o aumento das subscrições por investidores pessoas naturais e dos investidores institucionais.

Outro fato que merece menção ocorreu em 2007: tanto Bolsa de Valores de São Paulo quanto Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F passaram a desenvolver suas atividades sob a forma de sociedade anônima, Bolsa de Valores de São Paulo S/A e BM&F S/A, respectivamente, abandonando a forma tradicional de constituição e funcionamento de bolsas como associação, em processo conhecido como “desmutualização”⁶⁴. Este processo, conforme explicitado no próximo capítulo, suscitou modificações na estrutura

⁶⁴ A este respeito, vide DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

das referidas bolsas, em especial no que tange ao exercício da auto-regulação. No mesmo ano, Bovespa Holding S/A, controladora da Bolsa de Valores de São Paulo S/A, e BM&F S/A realizaram oferta pública de ações de sua emissão. E em 2008, foi realizada a fusão de BM&F S/A e Bovespa Holding S/A.

Em 28 de dezembro de 2007, foi promulgada a Lei nº 11.638, que promoveu alterações nos artigos da Lei nº 6.404/76 que disciplinam a escrituração e a elaboração de demonstrações financeiras, e à Lei nº 6.385/76, foi acrescentado o art. 10-A, para dispor que a CVM, o BACEN e demais agências reguladoras podem celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo adotar pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas por referida entidade⁶⁵.

Por fim, em 03 de dezembro de 2008, foi editada a Medida Provisória nº 449, em virtude da qual os dispositivos da Lei nº 6.404/76 que tratam da escrituração e da elaboração de demonstrações financeiras novamente sofreram alterações.

1.2. As transformações recentes

As recentes alterações legislativas e as inovações trazidas pelos agentes econômicos ao âmbito do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, a integração deste com mercados estrangeiros, bem como o aumento do volume de recursos objeto de negociação neste mercado, conformam o fenômeno que a seguir se tentará escrutinar, propulsor das mudanças que ora se observam no enfoque da disciplina jurídica e da fiscalização deste mercado, ainda em curso.

O grau de proteção aos investidores, e à própria existência e desenvolvimento do mercado de capitais, está relacionado à existência de leis e à

⁶⁵Por exemplo, foram acrescentados os §§ 5º e 6º ao art. 177 da Lei nº 6.404/76, dispondo que as normas expedidas pela CVM sobre a mencionada matéria deverão ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários e que as companhias fechadas podem optar por observar referidas normas, expedidas pela CVM para as companhias abertas. A Lei nº 11.638/2007, em seu art. 3º, definiu “sociedade de grande porte” como “sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões”, e dispôs que referida sociedade, ainda que não constituída sob a forma de sociedades por ações, deve atender às exigências da Lei nº 6.404/76 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na CVM. Por fim, nos termos do art. 4º, as normas de que tratam os incisos I, II e IV do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385/1976 podem ser especificadas por categorias de companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários em função do seu porte e das espécies e classes dos valores mobiliários por eles emitidos e negociados no mercado.

efetividade destas, quer pelo seu cumprimento espontâneo, muitas vezes fundado em motivação reputacional; quer pelo funcionamento das instituições, entidades reguladoras e auto-reguladoras do mercado de capitais, e também da jurisdição, especialmente por sua característica da substitutividade.

Portanto, as transformações recentes percebidas no mercado de capitais brasileiros invocam uma nova visão sobre os instrumentos conferidos pelo legislador às mencionadas entidades e aos investidores, cuja finalidade seja a tutela dos interesses coletivos em sentido lato no mencionado mercado, especialmente sobre aqueles que se desenvolvem perante o Poder Judiciário.

1.2.1. A diversificação dos instrumentos de investimento

Conforme mencionado na seção anterior, a competência para a fiscalização da negociação dos chamados derivativos estava atribuída ao BACEN e à CVM, conforme estivesse, ou não, seu “ativo subjacente” referenciado em qualquer dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76. Nos termos da Lei nº 10.303/2001, atribuiu-se tal competência à CVM, não mais subsistindo tal distinção, o que significou não somente ampliar a esfera de atuação da CVM, mas alterá-la substancialmente.

A expressão “derivativos” pode ser utilizada para fazer referência a contratos futuros, contratos a termo, opções, *swaps*, e a um sem número de combinações entre estas que são as operações mais conhecidas e demais instrumentos⁶⁶. A origem de sua utilização pelos agentes econômicos está na necessidade de mitigação de riscos financeiros, caracterizando-se como operações que têm por objetivo amealhar proteção, ou em expressão usual no mercado, “hedge”, por exemplo, contra as oscilações da taxa de câmbio, da taxa de juros ou do preço de *commodities*. Atualmente, observa-se que estes instrumentos encontram-se nas estratégias de investimento, não somente quando se busca referida proteção contra os mais variados riscos, mas também pela possibilidade de se

⁶⁶John Hull (in *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: Cultura; Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1995. p.13.), em estudo no ramo das finanças, traz explicação correntemente utilizada, que demonstra a amplitude deste conceito: “*títulos cujos valores dependem de outras variáveis mais básicas*”. Explica Otávio Yazbek (op. cit., p. 106-129) que o derivativo perfaz contrato diferencial, dando destaque o autor para a redação do art. 816 do Código Civil de 2002, que excepcionou da regra da equiparação entre contratos diferenciais puros e jogos e apostas, de forma expressa, “*os contratos sobre títulos de bolsa, de mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste*”, arrefecendo a polêmica sobre a caracterização do derivativo como tal sob égide do Código Civil anterior.

auferir lucros significativos, aos quais, em geral, estão atrelados a riscos também significativos.

É importante ressaltar que nem todas as modalidades de instrumentos derivativos são passíveis da necessária padronização para distribuição em massa, como os contratos futuros. Destaca-se, assim, o derivativo da noção de emissão e distribuição em massa e da função de financiamento da atividade produtiva pela captação da poupança popular, correntemente presente nos demais valores mobiliários insertos no rol do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Acresça-se a este cenário os títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, previstos atualmente no inciso IX do mencionado art. 2º, cuja caracterização extrapola os “contratos boi gordo” conhecidos à época da edição da Medida Provisória nº 1.637/1998, e desafia operadores do direito e CVM. A este respeito, relevante mencionar a decisão do Colegiado da referida autarquia federal realizada em 22 de janeiro de 2008, na qual se debateu sobre as hipóteses de caracterização das cédulas de crédito bancário – CCB, criada pela Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, como valores mobiliários, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 ⁶⁷.

Por fim, após 2001, ampliou-se a competência da CVM para abranger toda a indústria de fundos de investimento. Como demonstram os dados apresentados na próxima seção, foi significativo o crescimento desta modalidade de investimento nos últimos anos, inclusive com relevante incremento da participação de pessoas naturais, o que pode indicar que o mercado de capitais brasileiro não pode prescindir dos fundos de investimento, especialmente por conferirem liquidez a diversos ativos, entre eles valores mobiliários e títulos representativos do financiamento da atividade produtiva dos particulares, e do próprio Estado.

Assim, observa-se a utilização da estrutura dos fundos de investimento em processos de recuperação judicial de empresas em crise, buscando-se viabilizar a alocação dos créditos neste processo, mas também na tentativa de organizar os interesses das diversas classes de credores.

Quanto à utilização da estrutura do fundo de investimento para o financiamento de atividades a serem desenvolvidas pelo Estado, cumpre destacar a

⁶⁷ Ata da Reunião nº 03, de 22 de janeiro de 2008. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

possibilidade do incremento da utilização de recursos do Fundo de Garantia Por Tempo de Serviço – FGTS para investimentos em valores mobiliários⁶⁸, indicada no “Plano de Aceleração do Crescimento”⁶⁹, divulgado recentemente pelo Poder Executivo, que mereceu destaque nos meios de comunicação.

Ou seja, o conceito de investidor foi alterado, para abranger, ao lado do acionista não controlador de companhia aberta, do debenturista e de outras figuras há muito conhecidas, os cotistas de fundo de investimento, os participantes em operações de derivativos e os titulares de contratos de investimento coletivo ofertados publicamente.

A difusão dessas diversas modalidades de instrumentos de investimento, especialmente quando se considera que eles permitem a inserção, em massa, de investidores pessoas naturais no mercado de capitais, dá nova dimensão a este mercado e, assim, à sua exigência por transparência na divulgação de informações para a formação de convicção de investimento, as quais devem permitir a mensuração dos riscos que envolvem o investimento, bem como por lisura na prestação de serviços neste mercado, tais como a administração de carteira de valores mobiliários, a análise de investimento, a consultoria, a auditoria independente.

Observe-se que este fenômeno se verifica mesmo quando se pensa na proteção a ser conferida ao acionista não controlador de companhia aberta, o investidor do mercado de capitais por primazia. Basta observar a crescente utilização de instrumentos derivativos pelas companhias abertas e a recém-editada Instrução CVM nº 475/2008, anteriormente mencionada, a qual dispõe sobre a apresentação, pelas companhias abertas, de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, em nota

⁶⁸A utilização de recursos do FGTS em aquisição de valores mobiliários é conhecida. Por meio da Instrução CVM nº 279, de 14 de maio de 1998, editada sob a égide da Lei nº 8.031/1990 que tratou de plano nacional de desestatização, foi disciplinada a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do FGTS.

⁶⁹Em 26 de novembro de 2007, por meio da Instrução CVM nº 462, foram disciplinados a constituição e o funcionamento do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FI-FGTS, criado pela Lei nº 11.491, de 20 de junho de 2007, no bojo do mencionado Programa de Aceleração do Crescimento. Nos termos do art. 6º da referida instrução, o FI-FGTS tem como cotistas apenas o FGTS e, se autorizado pelo Conselho Curador do FGTS, o Fundo de Investimento em Cotas do FI-FGTS. E nos termos de seu art. 11, a distribuição de cotas do FI-FGTS prescinde de registro perante a CVM. Conforme consta do Edital de Audiência Pública nº 11/2007, divulgado pela CVM em 05 de setembro de 2007 e disponível em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>, o FI-FGTS é constituído somente com recursos do patrimônio líquido do próprio FGTS, distintos dos recursos dos trabalhadores participantes do FGTS. Quando autorizado pelo Conselho Curador do FGTS, estas pessoas naturais poderão subscrever cotas do outro fundo mencionado, o Fundo de Investimento em Cotas do FI-FGTS, participando do FI-FGTS por via indireta. Consta do referido edital que o Fundo de Cotas do FI-FGTS será, posteriormente, objeto de normas a serem expedidas pela CVM.

explicativa específica, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em balanço patrimonial, e sobre a divulgação do “quadro demonstrativo de análise de sensibilidade”.

1.2.2. O aumento de captação de recursos junto ao público investidor

Além da diversificação de instrumentos de investimento, importante observar o aumento do volume de captação de recursos junto ao público investidor no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

Ilustra este cenário o número de ofertas públicas de ações, primárias e secundárias, registradas junto à CVM nos últimos anos: Em 2004, foram registradas perante a CVM 21 ofertas públicas de ações, cujo valor total perfaz R\$ 9.205.202.942,27. Em 2005, 28 ofertas públicas de ações, no valor total de R\$ 11.141.255.040,15. Em 2006, 59 ofertas públicas de ações, no valor total de R\$ 26.983.911.220,48. Já em 2007, 103 ofertas públicas de ações, cujo valor total perfaz R\$ 67.322.943.531,62. Em 2008, foram 13 ofertas públicas, no total de R\$ 34.003.995.876,43. Ainda, é interessante notar o aumento no número de operações de abertura de capital, mais significativo em 2006 (26 operações) e em 2007 (64 operações), em relação a 2004 (07 operações) e 2005 (09 operações) ⁷⁰.

Houve aumento da participação de pessoas naturais nas operações bursáteis, de 22,9% do volume total negociado na Bolsa de Valores de São Paulo em 2007 para 25,8% no primeiro semestre de 2008⁷¹. Este movimento também pôde ser observado nas ofertas públicas de ações realizadas nos últimos anos, com destaque para a participação de aproximadamente 250 mil investidores individuais na oferta pública de ações de emissão da BM&F S/A. Relevante mencionar também a crescente participação de pessoas naturais na subscrição de cotas de fundos de investimento. E, no que tange ao investimento em renda variável, os investidores institucionais detiveram 22,8% do total das subscrições nas ofertas públicas realizadas em 2006; 19,6%, no ano de 2007; e 35,1%, até julho de 2008⁷².

⁷⁰Dados obtidos em relatório divulgado pela referida autarquia federal em sua página na rede mundial de computadores. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 10 jan. 2009.

⁷¹Conforme relatório “Panorama da Economia Brasileira e do Mercado de Capitais – julho de 2008”, p. 12-14, divulgado em: PANORAMA da Economia Brasileira e do mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/bovpanorama.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

⁷²Conforme relatório “Finanças Corporativas” divulgado semestralmente pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID. *Finanças Corporativas*. Disponível em:

Em dados de dezembro de 2008⁷³, o patrimônio líquido dos fundos de investimento atingiu R\$ 1.094,5 bilhões, em 8.292 fundos de investimento e 10,1 milhões de cotistas, revelando a importância desta modalidade de investimento para o mercado de capitais brasileiro.

Por fim, é preciso destacar a contribuição do aumento da participação dos investidores não-residentes para o incremento da captação de recursos no mercado de capitais brasileiro, relevante ainda que os dados sejam analisados já sob os reflexos da crise no mercado financeiro internacional, que acarretou fuga de investimento estrangeiro do País em grande escala⁷⁴.

1.2.3. A integração entre mercados brasileiro e estrangeiros

O aumento do volume das chamadas “operações transfronteiriças” acarreta exigência por harmonização dos padrões de proteção ao investidor existentes nos diferentes ordenamentos jurídicos⁷⁵.

Ademais, a proteção eficiente do investidor surge como importante fator de atração de recursos em uma realidade de diversos mercados de capitais que competem entre si⁷⁶.

<http://www.anbid.com.br/documentos_download/financas_corporativas/Coletiva_23_01_2008.pdf>.

Acesso em 03 dez. 2008 e ANBID. *Finanças Corporativas. Divulgação Ranking*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/noticias_download/Coletiva_230708_v2.pdf>. Acesso em 03 dez. 2008.

⁷³Conforme boletim sobre fundos de investimento divulgado por ANBID em janeiro de 2009. ANBID. *Finanças Corporativas. Divulgação Ranking*, cit.; ANBID. *Boletim Fundos de Investimento*. Disponível em:

<http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf>. Acesso em 10 jan. 2009.

⁷⁴Em 2007, a participação dos investidores estrangeiros qualificados nas ofertas públicas brasileiras correspondeu a 73,8% do total. Em 2008, esta participação significou 54,5% do total, conforme relatório “Finanças Corporativas” divulgado semestralmente pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID. *Finanças Corporativas*, cit.; ANBID. *Finanças Corporativas. Divulgação Ranking*, cit. A participação de investidores não-residentes nas operações realizadas na BOVESPA em junho de 2008, consideradas compra e venda realizadas naquele período, classificadas sob os critérios de “mercado à vista”, “mercado a termo”, “opções”, “exercício de opções” e “outros”, significou 37,21% do total de operações, conforme relatório “Panorama da Economia Brasileira e do Mercado de Capitais – julho de 2008”, anteriormente mencionado.

⁷⁵Ilustra esta necessidade a “Convenção da Haia sobre lei aplicável a ativos intermediados e sobre aquisição e disposição, bem como criação de garantias sobre ativos intermediados”, objeto de elaboração no âmbito do *International Institute for the Unification of Private Law* - UNIDROIT, de cujos debates o Brasil participa, na qualidade de Estado-membro da organização internacional.

⁷⁶A este respeito, é preciso destacar a existência de controvérsia acerca das vantagens e desvantagens de um dos efeitos da globalização, a denominada “competição entre reguladores”, no que tange à proteção dos interesses dos investidores e até mesmo do próprio mercado de capitais. John C. Coffee Jr., Joel Seligman e Hillary A. Sale relatam que tal competição teria sido rechaçada pelos órgãos reguladores de diversos países,

Não se podem olvidar os *securities*, lastreados em ações de emissão das mais expressivas companhias abertas brasileiras, que são negociados no mercado de capitais norte-americano, chamados ADRs.

Já se pôde observar a instauração de processo de investigação no âmbito da SEC, autoridade reguladora sobre este mercado nos Estados Unidos da América, para apuração de suposta negociação com ADRs lastreados em ações de emissão de companhia aberta brasileira, por pessoas municiadas de informações privilegiadas, ato ilícito mais conhecido como “*insider trading*”⁷⁷.

No cenário dos fatos, observam-se recentes prejuízos, significativos, experimentados por companhias abertas brasileiras, resultantes de operações com derivativos, os quais trouxeram apreensão a acionistas residentes e não-residentes no país, e a detentores de ADRs, *securities* negociados em bolsa norte-americana, e que já são objeto de demandas judiciais, individuais e coletivas, ajuizadas no Brasil e nos Estados Unidos da América. Com efeito, há notícia de recente ajuizamento de *class actions* por detentores de ADRs em face da companhia aberta brasileira emissora das ações objeto dos referidos *securities*, e de seus administradores, com o objetivo de reparação de danos supostamente causados pela divulgação deficitária acerca das operações realizadas pela companhia aberta brasileira no mercado de derivativos, em violação ao princípio da transparência previsto no *Securities Exchange Act*, de 1934⁷⁸.

Os fatos acima narrados são aptos a demonstrar, senão a integração entre os mercados de capitais brasileiro e estrangeiro, no caso, norte-americano, verdadeira aproximação entre seus participantes, emissores e investidores, que estabelecem intenso fluxo de capitais entre Brasil e outros países, certamente relevante para a economia brasileira.

resultando em sua reunião no âmbito da *Internacional Organization of Securities Commision* – IOSCO, buscando a formação de consenso e, assim, a harmonização de suas normas, entre as quais, pode-se mencionar, aquelas que dizem respeito aos requisitos de divulgação de informações ao público por companhias abertas (in COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation: cases and materials*. 10th ed. New York: Foundation Press, 2007. p. 43-44).

⁷⁷Disponível na página da SEC na rede mundial de computadores: UNITED STATES OF AMERICA. *Before the Securities and Exchange Commission*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/litigation/admin/2007/34-55417.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

⁷⁸Informação, bem como cópia da íntegra da petição inicial, divulgadas na página do escritório de advocacia norte-americano “Howard G. Smith” na rede mundial de computadores: CLASS ACTION COMPLAINT FOR VIOLATION OF THE FEDERAL SECURITIES LAWS. Disponível em: <<http://www.howardsmithlaw.com/Cases/Sadia.html>>. Acesso em: 14 nov. 2008.

Mais: os fatos acima narrados, os quais serão objeto de análise específica no Capítulo III, demonstram que a *class action*, relevante e polêmico instrumento de proteção a investidores nos Estados Unidos da América, é apta a trazer consequências para companhias abertas brasileiras, bem como a pessoas residentes e domiciliadas no País que mantenham investimento nos mencionados *securities* negociados nos Estados Unidos da América.

A fim de redimensionar a análise dos instrumentos para a proteção dos investidores e do mercado de capitais, indaga-se, assim, se a ação coletiva prevista no ordenamento jurídico brasileiro não desempenharia a mesma função para a proteção de investidores residentes no Brasil, e - por que não? - para a proteção do próprio mercado de capitais brasileiro, no que tange a atos ilícitos perpetrados por administradores de companhia com sede no exterior cujos valores mobiliários sejam objeto de “certificados de depósito de valores mobiliários”, mais conhecidos como *Brazilian Depositary Receipts* - BDRs, ou até mesmo com o intuito de evitar ou reparar dano que possa ser causado por atos ilícitos que venham a ser praticados na negociação dos referidos valores mobiliários, que são registrados e negociados no Brasil, mas que certamente têm reflexos para a companhia, com sede no exterior, emissora dos valores mobiliários subjacentes ao BDR, como por exemplo, manipulação de preços ou utilização de informação privilegiada.

Completa o contexto ora em observação a inexorável integração entre mercados de capitais nacional e estrangeiros. Em 2006 o Colegiado da CVM aprovou projeto para se instituir as bases normativas e regulatórias necessárias à permissão de captação de recursos junto ao público investidor residente num país mediante oferta de valores mobiliários cuja emissão fora registrada perante autoridade reguladora de outro país, a cuja atividade regulatória também se encontra submetida a companhia aberta emissora; o que invoca a necessidade de debate acerca da uniformização das exigências de *disclosure* e de outras medidas para a efetiva proteção do público investidor, inclusive no que tange à efetividade das tutelas preventivas existentes no ordenamento jurídico de cada país e também ao célere ressarcimento de prejuízos sofridos⁷⁹.

⁷⁹Está a se falar do projeto piloto para a integração entre Bolsa de Valores de São Paulo e Bolsa Mexicana de Valores - BMX, a ser implementado mediante a celebração de um convênio entre as referidas bolsas e as respectivas entidades de liquidação, para permitir que intermediários integrantes do sistema brasileiro de distribuição de valores mobiliários celebrem convênios com intermediários do sistema mexicano de distribuição de valores mobiliários, para receber, no Brasil, ordens de negociação de ações de companhias mexicanas e as repassar aos intermediários mexicanos que seriam responsáveis por executar as ordens. Em

Já em 2007, nos termos do art. 67 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, permitiu-se à bolsa estrangeira instalar no Brasil, em instituições integrantes do sistema de distribuição, telas de acesso aos seus sistemas de negociação, mediante prévia autorização da CVM⁸⁰.

reunião realizada em 13 de junho de 2006, o Colegiado da CVM entendeu que referido convênio estaria de acordo com a interpretação divulgada no Parecer de Orientação CVM nº 33/2006, que trata sobre a matéria. No que se refere ao registro de companhia aberta das companhias mexicanas, áreas técnicas da CVM apresentaram propostas distintas, de dispensa de registro, ou de criação de requisitos diferenciados de registro. O Colegiado da CVM, após entender possíveis ambas as soluções à luz do disposto no art. 21, §6º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, decidiu conferir dispensa de registro às companhias mexicanas relacionadas na ata daquela reunião, destacando que as mesmas se encontravam entre aquelas que possuíam maior liquidez na bolsa mexicana e que já eram, inclusive, negociadas no mercado dos Estados Unidos da América. Ressaltou-se também a ausência de previsão no mencionado projeto acerca de realização de oferta pública de ações. Por fim, o projeto piloto foi aprovado em caráter experimental, mediante a celebração de convênio entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a BMX, tendo em vista que a *Comisión Nacional Bancaria y de Valores – CNBV*, órgão da Administração Pública mexicana responsável pelo mercado de valores mobiliários mexicano, havia celebrado com a CVM memorando de cooperação. Consignou-se que referida autorização “*não permite a aquisição de valores mobiliários em ofertas públicas de companhias mexicanas, em que haja esforço de venda no Brasil*”, bem como que somente investidores qualificados, definidos nos termos do art. 109 da Instrução CVM nº 409/2004, estão aptos a participar de negociação no âmbito do referido projeto piloto. As obrigações impostas à Bolsa de Valores de São Paulo para o início do referido projeto piloto encontram-se relacionadas na ata da mencionada reunião do Colegiado da CVM, e dizem respeito, principalmente, à divulgação de informações aos investidores. Por fim, o Colegiado da CVM esclareceu que a autorização para o início do projeto piloto se fazia sem prejuízo das normas relativas aos aspectos cambiais desses investimentos, que são de competência do BACEN e do CMN. Em 28 de novembro de 2006, o Colegiado da CVM aprovou a minuta de convênio a ser celebrada por Bolsa de Valores de São Paulo e BMX, e daquele a ser celebrado entre respectivas entidades de liquidação, e ressaltou ser aplicável ao investidor não-residente no âmbito do projeto piloto a Resolução CMN nº 2.689/90. Atas das referidas reuniões em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

⁸⁰Para conferir a autorização, a CVM observará se o requerente atende aos seguintes requisitos: “*I – seja reconhecido como bolsa e esteja devidamente autorizado a operar como tal em seu país de origem; II – esteja sujeito à supervisão da autoridade reguladora de mercado de capitais de seu país de origem, com a qual a CVM mantenha convênio ou acordo de cooperação internacional ou que seja signatária do Memorando Multilateral de Entendimentos da Organização Internacional de Comissões de Valores – OICV/IOSCO; e III – os requisitos exigidos para autorização e funcionamento de bolsas no país de origem do pretendente sejam, no mínimo, substancialmente equivalentes aos previstos nesta Instrução*”. Na linha do projeto piloto de integração entre Bolsa de Valores de São Paulo e BMX, as negociações com valores mobiliários por meio das referidas telas de acesso a sistema de negociação de bolsas estrangeiras são restritas aos investidores qualificados a seguir relacionados: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais); administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios; fundos de investimento destinados a investidores que preencham os requisitos previstos neste parágrafo. A autorização dependerá, ainda, da acessibilidade, suficiência e qualidade das informações a respeito dos ativos negociados na bolsa estrangeira, bem como de seus emissores, e implicará dispensa de registro dos emissores e dos valores mobiliários nela negociados, podendo a autorização ser limitada a ativos e emissores específicos ou a segmentos de negociação.

II. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E TUTELA DOS INTERESSES INDIVIDUAIS E COLETIVOS

A ação coletiva e os demais instrumentos de tutela coletiva, como o inquérito civil e o termo de ajustamento de conduta, são instrumentos previstos no ordenamento jurídico pátrio para a proteção dos interesses transindividuais. A identificação das virtudes, limitações, peculiaridades e da adequação de sua utilização para a proteção dos interesses assim qualificados existentes no âmbito do mercado de capitais requer prévia análise dos demais instrumentos postos pelo legislador para a tutela dos investidores, dos demais participantes do mercado e do próprio mercado de capitais.

Advirta-se que o estudo limitado aos instrumentos conferidos pelo legislador ao Estado, no caso, à CVM, mostrar-se-ia incompleto para os fins acima propostos.

A ação coletiva e a legitimidade para propô-la, serão tratadas no Capítulo IV. Por ora, suficiente ter em vista que referida ação judicial destaca-se do sistema processual tradicional também por seu rol de co-legitimados, nos quais, segundo a legislação vigente, estão incluídos a União, os Estados, o Distrito Federal, os Municípios; as autarquias, fundações, sociedades de economia mista e empresas públicas; o Ministério Público; a Defensoria Pública; e as associações. Ressalte-se a existência de proposta de reforma legislativa em que se debate a atribuição de legitimidade ao indivíduo, para que este ajuíze ação coletiva para a defesa de interesses individuais homogêneos. Inspirada na experiência norte-americana sobre a matéria, esta questão aguça polêmica desde as origens da ação coletiva no País.

Portanto, para que se possa verificar se a ação coletiva perfaz um instrumento útil para prover o efetivo cumprimento da disciplina do mercado de capitais, e assim garantir a persecução dos objetivos por esta relacionados, ou se a mesma padece de limitações ontológicas insuperáveis que a tornam imprópria a este fim, mostra-se imprescindível discorrer também sobre os instrumentos conferidos pelo legislador aos particulares.

2.1. Os instrumentos regulatórios: hetero-regulação e auto-regulação

A CRFB, no Título VII, que disciplina a ordem econômica e financeira, Capítulo IV, tratou do Sistema Financeiro Nacional. Nos termos do art. 192, a este foram atribuídos, de forma clara, dois objetivos: (i) a promoção do desenvolvimento equilibrado do país; e (ii) o atendimento aos interesses da coletividade.

Pode-se afirmar, assim, que a finalidade precípua da criação do Sistema Financeiro Nacional é assegurar a eficiência e o bom funcionamento dos mercados, sob o estrito atendimento dos princípios constitucionais que conformam a ordem econômica, os quais se encontram relacionados no Capítulo I do referido Título VII⁸¹.

Explica Eros Roberto Grau⁸² que a atuação do Estado na atividade econômica (*lato sensu*) pode ocorrer na forma de prestação de serviços públicos (privativos ou não), âmbito de titularidade própria do Estado, e na forma de atuação do Estado na atividade econômica em sentido estrito⁸³, ou seja, o Estado atua em esfera de titularidade dos particulares.

A segunda hipótese comporta as seguintes formas de atuação do Estado: exploração de atividade em regime de monopólio (art. 177 da CRFB, em especial seu inciso V); exploração direta de atividade econômica, estritamente em razão de imperativos da segurança nacional ou de relevante interesse coletivo (art. 173 da CRFB); e como agente normativo e regulador da atividade econômica, exercendo funções de fiscalização e de incentivo (art. 174 da CRFB)⁸⁴.

⁸¹“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

⁸²Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 7. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 129-177.

⁸³Denomina-se esta forma de atuação como “intervenção do Estado na atividade econômica”, a qual pode se dar por participação do Estado *no* domínio econômico como agente (nas modalidades “intervenção por absorção” ou “intervenção por participação”) ou *sobre* o domínio econômico, quando o Estado atua como agente regulador (“intervenção por direção” ou “intervenção por indução”). O planejamento não foi incluído entre as modalidades de intervenção, por entender o autor que o mesmo apenas qualifica a atuação do Estado *no* e *sobre* o domínio econômico. Cf. GRAU, Eros Roberto. *op. cit.*, p. 129-177.

⁸⁴A respeito da forma de atuação do Estado disciplinada no art. 174 da CRFB, pertinente transcrever as palavras de Eros Grau: “*Trata-se de normação e regulação que, como já anotei neste ensaio, reclamam*

Ao tratar do tema, reconhecendo que este é afeto a diversas áreas do conhecimento, especialmente ao direito e à economia, Rachel Sztajn assim definiu regulação:

*“Regular significa formular e impor regras em forma de intervenção do Estado no domínio econômico”. “Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica”*⁸⁵.

Inúmeros são os estudos que buscam revelar as justificativas para a atuação do Estado na atividade econômica. A doutrina pátria⁸⁶ aponta duas correntes teóricas. É pertinente traçar breves observações acerca das referidas correntes, uma vez que tais teorias tiveram influência sobre o ordenamento jurídico brasileiro.

A primeira corrente justifica a atividade regulatória não como forma de preservação do próprio mercado, mas sim para a busca do interesse público. Agrega as teorias formuladas em torno da noção de serviço público, cuja elaboração exerceu grande influência no Direito Administrativo continental europeu e, assim, no Direito Administrativo brasileiro. Revela-se na ampla utilização do regime dos serviços públicos como principal meio de regulação da economia, sob a forma de concessão do serviço público e de exercício de poder de polícia.

A segunda corrente agrega as denominadas teorias econômicas da regulação, de diversas vertentes, com especial relevância para os estudos de George J. Stigler e, posteriormente, de Richard A. Posner. Tais teorias rejeitam o interesse público como justificativa para a atividade regulatória realizada pelo Estado e tentam demonstrar que, na realidade, ocorre persecução de interesses privados por meio da regulação. Assim, a regulação deveria ter por objetivo apenas corrigir as falhas intrínsecas de alguns

fiscalização. Essa atividade, de fiscalização, é desenvolvida, evidentemente, em torno de um objeto. Fiscalizar significa verificar se algo ocorre, sob a motivação de efetivamente fazer-se com que ocorra – ou não ocorra. Assim, fiscalizar, no contexto deste art. 174, significa prover a eficácia das normas produzidas e medidas encetadas, pelo Estado, no sentido de regular a atividade econômica. Essas normas e medidas, isso é evidente – nítido como a luz solar passando através de um cristal, bem polido -, hão de necessariamente estar a dar concreção aos princípios que conformam a ordem econômica. Por isso hão de, quando atinjam a atividade econômica em sentido estrito, necessariamente configurar intervenção sobre o domínio econômico”, in GRAU, Eros Roberto. op. cit., p. 322-323).

⁸⁵In SZTAJN, Rachel. op. cit., p. 137.

⁸⁶Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros Ed., 2001. p. 19-52.

mercados, na exata medida em que a auto-regulação não obtiver êxito em fazê-lo. Reforça-se a concepção de desregulamentação, acompanhada de auto-regulação e crescente preocupação com a redução dos custos de transação.

Após realizar análise crítica das correntes acima expostas, Calixto Salomão Filho propõe uma nova concepção sobre atividade de regulação do Estado, como forma de garantir igualdade material entre os agentes econômicos e um processo de integração econômica equilibrada entre estes. Por meio de um conjunto de regras institucionais e procedimentais, as quais contêm valores democraticamente estabelecidos e debatidos, garante-se o acesso à informação, ou melhor, ao conhecimento, bem como liberdade de escolha, de forma a propiciar aos próprios agentes econômicos a realização das melhores opções, por eles assim consideradas.

Ponto comum entre tão distintas acepções para as justificativas da regulação estatal é a indicação de que mercados são passíveis de falhas. No caso do mercado de capitais, a assimetria informacional e sua conseqüente seleção adversa encontram-se entre as mais apontadas pela doutrina.

A assimetria informacional⁸⁷ é considerada fator gerador de falhas nos mercados por suprimir o acesso equânime de seus participantes à informação, acarretando a perniciosa seleção adversa⁸⁸. É importante observar, porém, que a questão não se restringe à simetria na divulgação de informação aos investidores, mas abrange também a qualidade e a confiabilidade da informação divulgada.

Bernard S. Black afirma que acionistas controladores e administradores (*insiders*) desonestos tendem a esconder os problemas, e a superestimar o desempenho

⁸⁷A respeito da seleção adversa e de outros problemas relacionados ou decorrentes da assimetria informacional, vide YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 41-50.

⁸⁸Os estudos realizados por George Akerlof são muito utilizados para explicitar este raciocínio. Akerlof observou o mercado de carros usados: compradores de carros usados sabem que alguns destes carros têm problemas e que outros, não. Contudo, tendo em vista a dificuldade para distinguir carros usados bons e ruins, os compradores oferecem baixos valores para todos os carros, o que resulta na redução do preço médio dos carros usados. In *The Market for Lemons': qualitative uncertainty and the market mechanism*. Bernard S. Black analisa a questão da seguinte forma: o valor das ações de uma companhia depende da perspectiva sobre seu desempenho futuro. A retrospectiva de desempenho da companhia é um fator a se considerar para a aferição de expectativa em relação a seu desempenho futuro, mas não se mostra suficiente para uma análise segura. Os administradores e os acionistas controladores (qualificados como *insiders*) conhecem o passado e têm informações sobre o futuro da companhia. Por outro lado, os investidores não têm como verificar diretamente as informações referentes à companhia e, necessitando das mesmas para formar seu juízo de investimento, valem-se dos dados produzidos e divulgados pelos administradores e acionistas controladores desta. In BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's securities markets. *Stanford Law School*, 2000. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 10 abr. 2005.

passado da companhia e a expectativa quanto a seu futuro, para concluir que, à semelhança dos compradores de carros usados citados nos estudos de George Akerlof, sem saber quais companhias divulgam informações confiáveis e quais não o fazem, os investidores tendem a oferecer baixos valores pelas ações de todas as companhias, como forma de assegurar que terão oferecido pelas ações, na média, um preço que consideram justo.

Isso significa que uma companhia que divulgue informações confiáveis aos investidores e cujos administradores e acionistas controladores não perpetrem fraudes no intuito de auferirem benefícios indevidamente, em detrimento dos acionistas minoritários, não irá obter o preço justo por ações de sua emissão. Não há, assim, um incentivo a que as companhias honestas abram capital e ingressem no mercado de capitais.

Contudo, mais relevante é a observação de que o raciocínio reverso não se aplica ao caso, ou seja, os baixos valores que os investidores oferecem pelas ações de toda e qualquer companhia não constituem fator de desestímulo a que companhias desonestas dêem continuidade à emissão de valores mobiliários. Origina-se, assim, a chamada seleção adversa no mercado de capitais.

Bernard S. Black⁸⁹ relata que alguns países conseguiram resolver parcialmente o problema da assimetria informacional por meio de um complexo conjunto de normas e de instituições públicas e privadas, as quais têm por função conferir ao investidor a segurança de que as companhias que emitem valores mobiliários divulgarão informação confiável. Entre essas instituições se encontram intermediários confiáveis como auditores, bancos de investimento, sociedades de advogados e bolsas.

Novamente, o problema se põe: não é impossível que a seleção adversa atinja a atuação dos intermediários. De fato, Bernard S. Black adverte que o mercado de intermediários não está a salvo da falha provocada pela assimetria informacional, o que demonstra quão intrincada revela-se a questão da necessária transparência no mercado de capitais. A este respeito, observou-se que a confiabilidade desses intermediários derivaria do fato de que eles atuam profissionalmente nesse mercado e poderiam ser afetados por uma perda reputacional. Além disso, nos países em que o problema informacional foi parcialmente solucionado, os referidos intermediários, de acordo com a lei, são

⁸⁹Estas questões também foram abordadas pelo autor nos seguintes artigos: *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* e *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*.

responsáveis por seu trabalho de avaliar as informações produzidas e divulgadas pelas companhias aos investidores.

Em se tratando de mercado de capitais, as falhas podem ter origem, ainda, em outro fator, que diz respeito a fraudes nas companhias abertas, emissoras de valores mobiliários. Segundo a doutrina, este problema, tal qual a assimetria informacional, acarreta a perniciosa seleção adversa. Denominado doutrinariamente de “*self-dealing* direto”, é qualificado por alguns autores como a atitude mais perniciosa à eficiência do mercado. São operações entre a companhia e seus *insiders* (administradores e acionistas controladores) desonestos, ou entre a companhia e outra sociedade controlada por esses *insiders*, as quais são realizadas com o objetivo de perpetrar as mais diversas fraudes, gerando prejuízo aos investidores.

Outra hipótese é considerada pela doutrina: os *insiders* que utilizam informação privilegiada sobre a companhia para negociar valores mobiliários por esta emitidos, em situação de vantagem em relação aos demais investidores, desconhecedores de tal informação. Assim, a doutrina fala em “*self-dealing* indireto”, mais conhecido como “*insider trading*”.

Dessa forma, a proteção do investidor contra a deficiência de divulgação de informação ou a divulgação de informação de má qualidade, bem como contra fraudes perpetradas por administradores e acionistas controladores desonestos encerra questão crucial para a eficiência do mercado de capitais. E, assim, a efetividade da proteção conferida aos investidores apresenta estreita relação com a efetividade do próprio mercado⁹⁰. Daí a importância dos instrumentos delineados para a proteção dos investidores, dentre eles as *class actions* no direito norte-americano, e as ações coletivas, no ordenamento jurídico pátrio.

Após as breves, mas necessárias, observações sobre o debate acerca da justificativa da regulação da atividade econômica e, assim, do mercado de capitais, é preciso tratar de outro ponto relevante: seus objetivos. Nelson Eizirik⁹¹, com fundamento

⁹⁰Cf. Bernard S. Black, as indicadas deficiências na proteção dos investidores impedem as companhias de obterem o preço justo por suas ações e reduzem a qualidade média das ações que são emitidas, de forma a desestimular companhias honestas a emitirem ações. Está formado o que se denominou “equilíbrio das maçãs podres”, um círculo vicioso. Por outro lado, uma forte proteção aos investidores é capaz de criar o círculo virtuoso chamado equilíbrio de “mercados fortes”, pois estimula as companhias honestas à emissão de ações e melhora a qualidade média das ações disponíveis no mercado, o que, por sua vez, faz com que o preço das mesmas aumente e estimula mais companhias honestas à abertura do capital.

⁹¹EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, cit., p. 54-56.

nos estudos de James Lorie, assim relaciona os objetivos da regulação do mercado de capitais: (i) *eficiência na determinação do valor dos títulos negociados*; (ii) *eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado*; (iii) *equidade nas relações do investidor com seu agente financeiro, com seu intermediário*; (iv) *confiança do público investidor no mercado de capitais*; (v) *evitar a concentração de poder econômico*; e (vi) *política fiscal que incentive o mercado ou que, pelo menos, não o desestimele*.

O legislador, ao disciplinar o mercado de capitais brasileiro por meio da Lei nº 6.385/76, relacionou os seguintes objetivos, a nortear a atuação do CMN e da CVM, integrantes do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 4º da referida lei:

“[...] 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.

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”.

Por fim, há que se mencionar que além da atuação do Estado, o exercício da atividade econômica no mercado de capitais pode sofrer limitação em razão de regras impostas pelos próprios agentes econômicos que se encontram sob a regulação. Opõem-se, assim, hetero-regulação e auto-regulação. Tal qual a regulação, a auto-regulação guarda

diversas acepções e desenvolve-se envolta em divergências quanto à sua efetividade e até mesmo quanto à sua legitimidade, conforme explicitado nas próximas seções.

2.1.1. Hetero-regulação: instrumentos

A Lei nº 6.385/76 criou a CVM, autarquia federal à qual foi atribuído poder de polícia administrativa sobre o mercado de capitais brasileiro, em verdade, “poder-dever”⁹².

No Capítulo anterior, tratou-se da criação da CVM, contextualizando-a na história do mercado de capitais, inclusive no que tange às reformas legislativas, que tiveram o condão de ampliar o âmbito de atuação da autarquia ao longo dos anos por meio de alterações no rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, bem como de modificar-lhe a estrutura. Na seção anterior, os fundamentos constitucionais e legais para sua atuação na qualidade de reguladora do referido mercado foram delineados.

Dessa forma, é possível relacionar, a seguir, os instrumentos previstos no ordenamento jurídico para que a CVM desempenhe seu papel no mercado de capitais brasileiro. É usual recorrer-se ao disposto nos arts. 9º e 11 da Lei nº 6.385/76 para tanto. De fato, nos referidos dispositivos encontram-se disciplinadas as atividades de fiscalização e o processo administrativo sancionador, que pode culminar na aplicação de penalidades administrativas aos participantes do mercado. Natural que sejam, assim, os instrumentos de maior notoriedade entre aqueles utilizados pela CVM em sua função de reguladora do mercado de capitais.

Porém, é preciso esclarecer que, conforme dispõe o art. 8º, inciso I, da referida lei, à CVM foi atribuída competência para regulamentar não somente as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.385/76, mas também aquelas previstas na Lei nº 6.404/76. Ou seja, há que se percorrer a Lei nº 6.404/76, especialmente após a reforma

⁹²MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 17. ed rev. atual. até as Emendas 41 (da Previdência) e 42, de 2003. São Paulo: Malheiros Ed., 2004. p. 62: “Aqui, entretanto, é necessária uma importantíssima acotação. Estes caracteres, que sem dúvida informam a atuação administrativa, de modo algum autorizariam a supor que a Administração Pública, escudada na supremacia do interesse público sobre o interesse privado, pode expressar tais prerrogativas com a mesma autonomia e liberdade com que os particulares exercitam seus direitos. É que a Administração exerce função: a função administrativa. Existe função quando alguém está investido no dever de satisfazer dadas finalidades em prol do interesse de outrem, necessitando para tanto, manejar os poderes requeridos para supri-las. Logo, tais poderes são instrumentais ao alcance das sobreditas finalidades. Sem eles, o sujeito investido na função não teria como desincumbir-se do dever posto a seu cargo. Donde, quem os titulariza maneja, na verdade, ‘deveres-poderes’, no interesse alheio”.

legislativa ocorrida em 2001, que introduziu diversas modificações na disciplina das sociedades por ações, ampliando as hipóteses de atuação da CVM, conforme se discorreu no Capítulo I.

Mas não é só. Por meio da Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998, dispôs-se sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, bem como foram instituídas as bases para a prevenção do sistema financeiro em face do cometimento dos referidos ilícitos. Trata-se de medida instituída para o combate ao ilícito mais conhecido como “lavagem de dinheiro” e de esforços no sentido de impedir que o mercado de capitais seja utilizado para este fim.

Foi criado o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF e, nos termos do art. 16 da referida lei, a CVM integra referido conselho, tendo assento em seu plenário ao lado de BACEN e demais órgãos públicos. A Lei nº 9.613/1998 foi regulamentada pelo Decreto nº 2.799, de 08 de outubro de 1998, o qual estabeleceu a competência da CVM para aplicar penalidades àqueles que não atendam aos dispositivos do mencionado diploma legal, hipóteses que serão detalhadas a seguir.

Por fim, na tentativa de se completar o estudo dos instrumentos atribuídos à CVM e, assim, realizar a comparação com a ação coletiva e o termo de ajustamento de conduta, deve-se observar a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e liquidação no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro. Nos termos de seus arts. 9º e 10, mais uma vez, estabeleceu-se a competência da CVM para expedir normas sobre a matéria, apurar infrações e aplicar penalidades àqueles que violarem dispositivos de diploma legal distinto das tradicionais Leis nº 6.385/1976 e 6.404/1976. Tendo em vista que o bom funcionamento do sistema de pagamentos brasileiro coaduna-se com a necessidade de mitigar o risco sistêmico, garantir a higidez e a liquidez das instituições que atuam também no mercado de capitais, pode-se afirmar que a instituição de tal competência alinha-se com as finalidades postas à atuação da CVM na Lei nº 6.385/1976.

Uma vez delineado o campo de observação, é preciso cuidar do método a ser utilizado neste mister. Inúmeras são as classificações possíveis para o estudo dos instrumentos atribuídos à CVM⁹³. É sabido que as classificações não se dizem certas ou

⁹³A este respeito, vide Julio Ramalho Dubeux, *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006. O

erradas, sendo mais pertinente preocupar-se com sua utilidade. Buscou-se, assim, identificar critérios classificatórios que possam se mostrar úteis na comparação que se quer traçar entre os instrumentos regulatórios e a ação coletiva, objeto do Capítulo IV, bem como indicá-los no decorrer da descrição e das breves observações dedicadas a cada um deles⁹⁴.

Refere-se, assim, a instrumento privativo e não-privativo, ou seja, caso o mesmo tenha sido conferido pelo legislador à CVM sob o manto do indelegável poder-dever de polícia administrativa sobre o mercado de capitais, ou sua utilização possa ser realizada, de modo concorrente, por CVM, demais órgãos públicos e até mesmo por particulares. Indica-se também se a CVM atua estritamente na esfera administrativa, como de regra o faz, ou se deve buscar o exercício da jurisdição estatal pelo Poder Judiciário.

Quanto a este último aspecto, é preciso ter em vista que os instrumentos a seguir descritos perfazem atos administrativos, os quais, em regra, são dotados, entre outros atributos, de auto-executoriedade.

É sabido que há diferenças entre atos praticados pela Administração Pública e atos praticados pelos particulares. Estes, ainda que pratiquem atos unilaterais, necessitam do consentimento daqueles alcançados por tais atos, mesmo na hipótese de que apenas lhes pretenda conferir direitos, vantagens. Já os atos praticados pela Administração Pública têm o condão de atribuir obrigações e encargos aos administrados, independentemente de sua vontade.

Para a análise dos instrumentos a seguir descritos, interessam a exigibilidade e a auto-executoriedade, atributos do ato administrativo. Em especial do ato administrativo por meio do qual a Administração Pública estabelece deveres ou impõe limitações à atividade desenvolvida pelos particulares, ou seja, por meio do qual se realiza o poder-dever de polícia.

Se dado ato administrativo não é espontaneamente respeitado pelo particular, o ordenamento jurídico pátrio confere à Administração Pública o poder-dever de

autor classifica os instrumentos regulatórios em normativos, executivos e judicantes, agrupados consoante seu grau de proximidade com as funções clássicas atribuídas ao Estado. Entre os instrumentos executivos *lato sensu*, menciona o autor a defesa judicial de interesses coletivos dos investidores com fundamento na Lei nº 7.347/85 e na Lei nº 7.913/89.

⁹⁴É preciso ressaltar que tais instrumentos foram postos pelo legislador como mecanismos de um sistema erigido para alcançar os objetivos descritos na Lei nº 6.385/76. Assim, ainda que a seguir os mesmos sejam apresentados separadamente, por facilitar a análise proposta, é preciso ter em vista que correntemente a CVM os utiliza de forma combinada.

exigir seu cumprimento. Oswaldo Aranha Bandeira de Mello assim define a exigibilidade do ato administrativo: “A exigibilidade *ou a imperatividade do ato administrativo consiste na qualidade inerente ao ato administrativo de atuar de modo executivo, ou, melhor, de obrigar terceiro a se comportar de conformidade com o por ele disposto, a se sujeitar aos seus ditames*”. Segundo o autor, a exigibilidade não se confunde com a eficácia do ato administrativo, apresentando-se, ainda, como algo mais que a eficácia propriamente dita dos atos jurídicos em geral: “*É a eficácia com caráter coercitivo*”⁹⁵.

À exigibilidade, segue-se a auto-executoriedade, a qual é definida pela doutrina como a execução coativa do ato administrativo por ato próprio da Administração Pública, ou seja, sem que esta necessite recorrer ao Poder Judiciário. Referida execução não se traduz em arbitrariedade, pois, exercida para dar cumprimento a ato administrativo, deve se dar sob o devido processo legal, respeitando os direitos constitucional e legalmente assegurados ao administrado.

Conferiu-se auto-executoriedade ao ato administrativo e, aos particulares, atribuíram-se remédios judiciais para os casos de exercício abusivo pela Administração Pública. Reconhecida a ilegalidade do ato, em acepção ampla, ou que este tenha sido realizado em descumprimento aos princípios constitucionais que regem a Administração Pública, o mesmo é passível de anulação pelo Poder Judiciário, inclusive permitindo ao administrado que postule a apuração da responsabilidade da Administração Pública e a reparação pelos danos sofridos.

Há casos, ainda, em que a lei expressamente exclui este atributo do ato administrativo. Ou tal exclusão opera-se de forma indireta, nas hipóteses em que o legislador determina que a execução se realize por meio de processo judicial. Neste caso, considerar-se-á legítima a execução do ato diretamente pela Administração Pública se, a seu juízo, houver perigo de dano iminente ao interesse público, sob pena de que, não o fazendo, o ato torne-se inútil ou inadequado⁹⁶. Ainda assim, tal ato estará sujeito a posterior apreciação do Poder Judiciário. Caso este não vislumbre a aludida urgência nas circunstâncias, o ato será tido por abusivo.

⁹⁵MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. *Princípios gerais de direito administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2007. v. 1, Introdução, p. 615.

⁹⁶Explica Oswaldo Aranha Bandeira de Mello: “*Afinal, não tem cabida a auto-executoriedade nos atos em que a lei expressamente exclui tal prerrogativa, quando houver oposição do interessado, ou indiretamente isso faça, ao prever a possibilidade de sua execução mediante procedimento judicial, e uma vez esse processo não comprometa os efeitos jurídicos urgentes do ato administrativo*”, MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. op. cit., p. 623.

Pode-se afirmar ser este o método de conformação do âmbito de atuação da CVM, bem como do rol dos instrumentos por esta utilizados para a disciplina e a fiscalização do mercado de capitais brasileiro. Uma vez que competência é elemento do ato administrativo, e que aferir-se a competência da CVM tornou-se tarefa árdua em razão da evolução do conceito de valor mobiliário sujeito ao regime da Lei nº 6.385/76, observa-se que a referida autarquia federal se vê desafiada a traçar esta definição cotidianamente, a qual poderá ser objeto de posterior apreciação pelo Poder Judiciário, caso o administrado resista e leve a questão à apreciação judicial.

No que tange aos instrumentos utilizados pela CVM para a regulação do mercado de capitais, em regra, o ordenamento jurídico não requer que referida autarquia obtenha autorização judicial para utilizá-los, eis que em sua maioria consubstanciam atos administrativos dotados de auto-executoriedade *própria* ou *integral*⁹⁷. Porém, há casos em que o legislador determina que a execução se realize por meio de processo judicial, conforme se observa na descrição de alguns instrumentos regulatórios, tais como a execução da multa aplicada pela CVM com fulcro no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76⁹⁸.

Uma vez que a ação coletiva se realiza necessariamente perante o Poder Judiciário, indaga-se se sua propositura pela CVM dar-se-ia somente nos casos em que a providência considerada necessária à regulação do mercado de capitais não possa ser alcançada mediante outro instrumento, inclusive dotado de auto-executoriedade, preferencialmente da modalidade *própria* ou *integral*, ou até mesmo, daquela classificada doutrinariamente de *imprópria* ou *parcial*.

Ou se, em certos casos, é possível que atributos próprios da ação coletiva sobrepujem aqueles de que são dotados os demais instrumentos, fazendo com que, diante de tais opções, a CVM decida ajuizar ação coletiva, de forma a demonstrar que a simples oposição de auto-executoriedade nem sempre será determinante para aclamar um instrumento como o mais adequado à solução das questões que se põem sob a regulação.

⁹⁷Nas palavras de Oswaldo Aranha Bandeira de Mello: “*Isto se dá quando compete à Administração Pública não só formar o título, fundamento da execução do ato, como proceder ela própria, através da autotutela, à sua execução, independentemente da ingerência do Poder Judiciário, mesmo formal*” (MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. op. cit., p. 620).

⁹⁸Trata-se, neste caso, da *autoexecutoriedade imprópria* ou *parcial*, que nos dizeres do autor anteriormente citado, revela-se quando “[...] *compete à Administração Pública formar o título jurídico exigível mas a eficácia, pela execução, é feita perante a autoridade judiciária. Esta, porém, está obrigada a lhe dar execução, sem exame do mérito do ato*” (MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. op. cit., p. 618).

De fato, observa-se a atuação da CVM em contraste com aquela realizada pela SEC, autoridade reguladora do mercado de capitais norte-americano. A atuação da SEC, especialmente em matéria de *class actions*, será abordada no Capítulo III.

Por ora suficiente ter em vista que, apesar de o ordenamento jurídico brasileiro ter conferido à CVM alguns instrumentos forjados à semelhança daqueles de que se vale a SEC, como a obrigatoriedade de prévio registro para a distribuição pública de valores mobiliários, a forma de atuação das mencionadas autoridades reguladoras guarda inúmeras diferenças. E assim também a forma com que cada uma elege e organiza os instrumentos que lhe foram conferidos para a regulação do mercado de capitais, entre eles, as ações coletivas, no Brasil, e as *securities class actions*, nos Estados Unidos da América.

A evolução histórica do mercado de capitais em cada um dos países mencionados e a origem e a conformação dos respectivos ordenamentos jurídicos estão entre os fatores que acarretam referida distinção.

Explica Oswaldo Aranha Bandeira de Mello⁹⁹ que a possibilidade da Administração Pública praticar a autotutela de seus atos por meio de execução forçada tem origem no Direito Administrativo francês, que influenciou a Europa Continental e também o Direito Administrativo pátrio. A auto-executoriedade do ato administrativo traduz-se, assim, em regra vigente nesses países, ou seja, prescinde-se de preceito legal expresso para tanto.

Na Inglaterra e nos Estados Unidos da América, encontra-se tratamento diverso para a matéria. A princípio, negava-se a existência de autotutela da Administração Pública; posteriormente, evoluiu-se para possibilitar exceção a esta regra, ou seja, quando o ordenamento jurídico expressamente atribuir à Administração o denominado “summary power”, esta pode exercer a autotutela de seus atos. Segundo o autor, nos referidos países, as relações travadas pela Administração Pública são regidas pelo direito comum. Assim, para obter o cumprimento de um seu ato a que o particular oponha resistência, a Administração Pública deve recorrer ao Poder Judiciário e requerer uma ordem ou ajuizar ação com o objetivo de punir o administrado recalcitrante pela desobediência. Daí a ausência de auto-executoriedade como regra, apesar da ampliação do rol de hipóteses em que o ordenamento jurídico a confere à Administração Pública.

⁹⁹MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. op. cit., p. 614-632.

Finalmente, Oswaldo Aranha Bandeira de Mello destaca que na Inglaterra e nos Estados Unidos da América, mais que na França e nos países cujo Direito Administrativo desenvolveu-se sob influência francesa, há muitas sanções penais para o descumprimento de um ato administrativo. E nos casos em que tais sanções não levarem o administrado ao cumprimento do ato, a Administração Pública recorre ao Poder Judiciário e requer remédio considerado enérgico e célere, denominado “writ of injunction”, cujo descumprimento acarreta multa e pena de prisão, de forma a obter a imediata sujeição do administrado ao ato administrativo.

No Brasil, em menor grau, é possível reconhecer na dicção da Lei nº 6.385/76 alguns mecanismos postos pelo legislador para assegurar a efetividade da utilização dos instrumentos que conferiu à CVM. Pode-se classificá-los entre os “meios indiretos de atuação da auto-executoriedade dos atos administrativos”. Cite-se, por exemplo, a possibilidade de imposição de multa diária, conforme o art. 9º, inciso II, e art. 11, §11, da referida lei. Trata-se de preceito cominatório que tem por objetivo compelir o administrado ao adimplemento de uma obrigação de fazer ou não fazer. A CVM pode impô-la sem prejuízo de apurar a conduta do administrado recalcitrante, que poderá ser caracterizada como embaraço à fiscalização.

Outro exemplo encontra-se no art. 6º da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que dispõe configurar crime contra o Sistema Financeiro Nacional “*induzir ou manter em erro [...] repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente*”.

Por fim, é preciso ter em vista que a CVM cotidianamente atua de forma conjugada os instrumentos previstos no ordenamento jurídico com o objetivo de alcançar o exercício ótimo da atividade regulatória para a realização das finalidades estabelecidas em lei. Diversos dispositivos da Lei nº 6.385/1976 trazem critérios para nortear a atuação da CVM, geralmente estabelecendo prioridades no exercício de fiscalização. A este respeito, leia-se o disposto no art. 8º, inciso V; e no art. 9º, §4º.

Em 21 de dezembro de 2006, por meio da Resolução CMN nº 3.427, o CMN estabeleceu a adoção de modelo de regulação e supervisão baseado em risco como política a ser observada no mercado de capitais e orientação geral às atividades desenvolvidas pela CVM. Disciplinou, assim, os parâmetros para a implementação de “Sistema de Supervisão Baseada em Risco”, dotado de “mecanismos institucionais de organização de suas atividades e de priorização de suas ações de

regulação e fiscalização”, que permitam (i) a identificação dos riscos a que está exposto o mercado supervisionado; (ii) o dimensionamento destes riscos, seguido de classificação segundo níveis de dano potencial; (iii) a definição de formas de mitigação dos riscos identificados e dimensionados; e (iv) o controle e o monitoramento da ocorrência dos eventos de risco. Em 27 de fevereiro de 2007, a CVM regulamentou a matéria por meio da expedição da Instrução CVM nº 521. E no final de 2008, referida autarquia federal divulgou seu “Plano Bienal 2009-2010” de supervisão baseada em risco, o qual revela as prioridades de regulação e supervisão a serem almejadas no referido período¹⁰⁰.

Considerando-se as observações anteriormente expostas, cumpre trazer a seguir breve descrição dos instrumentos conferidos pelo legislador à CVM.

2.1.1.1. Expedição de normas

Nos termos do art. 8º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, atribuiu-se à CVM a competência para regulamentar¹⁰¹, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na referida lei e na Lei nº 6.404/76¹⁰², conforme anteriormente explicitado.

O rol de matérias sob a competência normativa da CVM segundo a Lei nº 6.385/76 é extenso. Destaca-se, assim, a competência da CVM para expedir normas sobre registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários e registro de companhia aberta, inclusive os casos de dispensa de registro, nos termos do art. 19, §§ 5º a 7º, e do art. 21, § 6º, da referida lei, respectivamente. Assim, nos termos do §1º do art. 22, que trata das

¹⁰⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

¹⁰¹ Nos termos da Deliberação CVM nº 01, de 01 de fevereiro de 1978, o Colegiado da CVM houve por bem estabelecer a nomenclatura dos atos expedidos no exercício de suas atribuições: deliberação, “*para consubstanciar todos os atos do Colegiado que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno*”; instrução, “*para consubstanciar os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no inciso I do art. 8º da Lei nº 6.385, de 07-12-1976 regulamentará as matérias expressamente previstas naquela Lei e na Lei nº 6.404, de 15-12-76*”; nota explicativa, “*para tornar público os motivos que levaram a CVM a propor ao CMN matéria, objeto de sua decisão, e também, as razões pelas quais o Colegiado da CVM aprovou determinada Instrução*”.

¹⁰² Identificou-se a competência da CVM para expedir normas sobre as matérias relacionadas nos seguintes dispositivos da Lei nº 6.404/76: art. 4º, §§3º, 4º, 5º e 6º; art. 4º-A, §4º; art. 11, §3º; art. 24, §2º; art. 25, parágrafo único; art. 30, §2º; art. 25, §3º; art. 60, §3º; art. 61, §3º; art. 65, §1º; art. 66, §2º; art. 67, *caput*; art. 82, §§1º e 2º; art. 100, §2º; art. 104, parágrafo único; art. 116-A; art. 126, §2º; art. 137, inciso II, alínea ‘a’; art. 146, §4º; art. 157, §6º; art. 165-A; art. 176, §7º; art. 177, §3º; art. 182, §3º; art. 184-A; art. 223, §3º; art. 226, §3º; art. 235, §1º; art. 243, §3º; art. 248, inciso III, alínea ‘c’; art. 249, parágrafo único; art. 252, §4º; art. 254-A, §3º; art. 257, §4º; art. 259, parágrafo único; art. 263, *caput*; art. 264, *caput*; art. 275, §4º; art. 289, §1º; art. 291, *caput* e §1º; e art. 293.

companhias abertas, encontra-se o rol de matérias a serem objeto de disciplina pela CVM, com destaque para a natureza das informações e a periodicidade de sua divulgação.

O art. 21-A, incluído na Lei nº 6.385/1976 pelo Decreto nº 3.995/2001, dispôs sobre a competência da CVM para expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e a periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso à informação relevante.

Destaca-se também o art. 18, inciso I, alíneas ‘a’ a ‘f’ e ‘g’, e o art. 21, §5º, que estabeleceram a competência da CVM para expedir normas sobre a forma jurídica, a constituição, a administração e a extinção das bolsas, das entidades de mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação com valores mobiliários; bem como a respeito do exercício do poder disciplinar das bolsas e referidas entidades sobre seus membros, imposição de penas e casos de exclusão. Nos termos do art. 11, §10, compete também à CVM regulamentar a celebração de termo de compromisso no âmbito das referidas entidades. A este respeito, vide Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

A CVM também expede normas sobre operações realizadas no mercado de capitais, nos termos do art. 18, inciso I, alínea ‘g’, e inciso II, alíneas ‘a’ a ‘c’, da Lei nº 6.385/76. As demais atividades realizadas neste mercado (art. 1º) também se submetem às normas expedidas pela CVM, nos termos dos arts. 23 e 24 (administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros e custódia de valores mobiliários); do art. 26 (auditoria independente); e do art. 27 (consultoria e análise de valores mobiliários).

Dispõem o art. 8º, inciso I, e o art. 11, §2º, que a CVM tem competência para expedir normas sobre processo administrativo sancionador, bem como para traçar o procedimento de sua etapa investigativa prévia. A este respeito, vide Deliberações CVM nº 457, de 23 de dezembro de 2002, revogada, e Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008.

Compete também à CVM, consoante a Lei nº 9.613/1998 e o Decreto nº 2.799/1998, a expedição de normas sobre a identificação do cliente e manutenção do cadastro, bem como sobre a comunicação de operações financeiras pelas pessoas relacionadas no art. 9º da referida lei. A este respeito, vide Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999. E nos termos que preceitua o art. 10 da Lei nº 10.214/2001, que disciplina a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação no

âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, foi atribuída ao CMN, ao BACEN e à CVM, nas respectivas esferas de atuação, competência para expedir normas necessárias ao seu cumprimento.

Por fim, cumpre destacar que nos termos do §3º do art. 8º da Lei nº 6.385/76, a CVM, facultativamente, submete, à audiência pública, minuta de ato normativo no intuito de receber sugestões dos interessados.

2.1.1.2. Registros e autorizações

Nos termos do art. 8º, inciso II, e do art. 9º, §1º, inciso II, da Lei nº 6.385/76, o legislador conferiu à CVM competência para administrar, suspender ou cancelar os registros instituídos por referida lei.

Conforme anteriormente mencionado, o registro de oferta de distribuição pública de valores mobiliários e o registro de companhia aberta são os principais registros instituídos na Lei nº 6.385/76 para a efetivação do princípio da transparência no mercado de capitais. De caráter instrumental, ao lado dos dispositivos legais que buscam combater fraudes e práticas não-equitativas no mercado de capitais, os registros têm por escopo garantir a divulgação das informações necessárias, e a manutenção do fluxo destas informações, para a formação de convicção de investimento pelo público investidor¹⁰³.

Observa-se, assim, que registro significa a assunção de diversos deveres impostos pela CVM por meio de expedição de normas.

Ressalte-se que, nos termos formulados pela Lei nº 6.385/76, ao conceder referidos registros, à CVM não compete realizar juízo de valor sobre a qualidade da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos. A responsabilidade pelas informações prestadas recai sobre a companhia e sobre o *underwriter*¹⁰⁴. Ou seja, pode-se afirmar que não cabe à CVM a análise do mérito do investimento, o qual deve ser sopesado por cada investidor.

Nelson Eizirik¹⁰⁵, à época da edição da Lei nº 6.385/76, analisou de forma crítica a adoção do princípio do *disclosure* no Brasil. Uma das questões abordadas pelo

¹⁰³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro, cit.

¹⁰⁴ Cf. EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*, cit., p. 3-25.

¹⁰⁵ In Id. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, cit., p. 103-135.

autor diz respeito à distinção entre a experiência norte-americana e a brasileira em termos de mercado de capitais: à época da promulgação do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act* na década de 1930, o mercado norte-americano mostrava-se bastante desenvolvido, embora pouco ordenado; à época da promulgação da Lei nº 6.385/76, o mercado de capitais brasileiro era incipiente e buscava-se atrair novos investidores, sem experiência na aplicação de recursos em valores mobiliários¹⁰⁶.

Completa o autor: “A adoção do princípio do disclosure no Brasil deu-se basicamente em termos formais, uma vez que mesmo a qualidade e a fidedignidade das informações são discutíveis. Isto ocorre, em grande parte, por não haver uma maior pressão por parte dos usuários (via autoridade reguladora ou mesmo via tribunais) para um sistema mais acurado de informações. Assim, a suposição de que no Brasil, os investidores estarão devidamente protegidos se houver um sistema adequado de disclosure parece falaciosa. Deve-se considerar que, mesmo nos Estados Unidos, a SEC vem ultimamente realizando uma análise de mérito de títulos oferecidos ao público em certas situações: há casos em que determina às empresas emissoras, quando as circunstâncias presumirem tal fato, que coloquem, no prospecto de venda, uma frase indicando o risco envolvido na operação, por se tratarem de títulos altamente especulativos”¹⁰⁷.

O sistema de concessão de registros pela SEC sofreu alterações ao longo dos anos¹⁰⁸. As mudanças mais profundas vieram após os problemas identificados no denominado caso “Enron”, em 2001, no qual se verificou a divulgação, por companhia aberta, de informações financeiras eivadas de fraude. Reconhecendo que seu sistema de *disclosure* mostrava-se inadequado, a SEC deu início a uma reformulação dos processos de

¹⁰⁶De fato, a discrepância no que tange à diluição de controle societário nos referidos países é notória. Em países onde o controle societário mostra-se diluído, o mercado, ou seja, o acionista ou o potencial acionista desempenha a função de controle externo e de fiscalização da atuação dos administradores da companhia. Sob esta concepção, aliada à independência da administração da companhia, fundamenta-se o desenvolvimento da política do *full disclosure* como forma de regulação do mercado de capitais norte-americano. No Brasil, a concentração do controle societário é largamente conhecida e, assim, a simples existência do mercado de capitais não seria suficiente a exercer referida função. Calixto Salomão Filho, em obra anteriormente citada: *O novo direito societário*, cit., p. 63-89, após analisar detidamente a função e a forma das estruturas societárias, explica ser possível a introdução de regras que desempenhem a função do controle diluído no Brasil, ou seja, que propiciem o controle e a fiscalização da atuação dos administradores. Menciona-se a participação efetiva dos investidores institucionais, com o objetivo de transformar mera fiscalização em representação efetiva de interesses outros, que não aqueles dos controladores, no âmbito da sociedade anônima. Ao reconhecer no conselho de administração das sociedades brasileiras um instrumento para consolidação do poder do controlador, destaca, também, o autor, a necessidade de se remodelar a estrutura da sociedade, de forma a garantir elementos que proporcionem maior independência da administração em relação à concentração de poderes.

¹⁰⁷EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, cit., p. 121.

¹⁰⁸Cf. COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 136-139 e 211-213.

registro, e as maiores preocupações daquela autoridade reguladora concentraram-se na redução do tempo de divulgação das informações para aproximá-la o máximo possível dos fatos. Por sua vez, o Congresso daquele país não aguardou o término da reformulação realizada pela SEC e, assim, foi editado o *Sarbanes-Oxley Act*, cujos dispositivos procuraram impor melhorias ao sistema de *disclosure*, em especial no que tange à confiabilidade da informação divulgada ao investidor. Entre estas medidas, destaca-se a certificação das demonstrações financeiras por parte dos administradores, os quais devem atestar expressamente terem revisado os relatórios anual e trimestrais, que estes não contêm informações falsas e são aptos a refletir a situação financeira da companhia, bem como devem atestar a adequação dos controles internos da companhia. Ademais, após a edição do *Sarbanes-Oxley Act*, a SEC deve revisar as informações divulgadas pelas companhias de forma regular e sistemática, pelo menos uma vez a cada três anos.

No Brasil, a política de *disclosure* também tem sido aprimorada, especialmente quanto ao tempo da divulgação e a qualidade das informações. Atualmente, pode-se observar a regulação do mercado de capitais voltar-se com maior intensidade para o elemento risco, sua assunção e sua distribuição, e especialmente, sua correta divulgação por quem capta recursos junto ao público investidor. Destaque-se a recém-editada Instrução CVM nº 475/2008, mencionada no capítulo anterior, a qual dispôs sobre a apresentação, pelas companhias abertas, de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em balanço patrimonial, e sobre a divulgação do “quadro demonstrativo de análise de sensibilidade”.

Conforme mencionado anteriormente, a suspensão e o cancelamento dos registros instituídos pela Lei nº 6.385/1976 é de competência da CVM nos termos de seu art. 8º, inciso II, e de seu art. 9º, §1º, inciso II. Porém, a suspensão e o cancelamento podem se dar em duas situações distintas.

Nos termos do art. 8º, inciso II, a CVM pode determinar de ofício a suspensão ou o cancelamento de registro caso reste demonstrado que os deveres dele decorrentes não foram cumpridos pelo administrado. Hipótese corriqueira é a interrupção pela companhia aberta do mandatório fluxo de informações, geralmente mesmo ante as reiteradas missivas e atividades de fiscalização da CVM no sentido de que o mesmo seja imediatamente restabelecido. Ou, ainda, o cancelamento de registro pode ser cumprido a pedido do administrado, e às vezes, para tanto, a legislação lhe impõe deveres. Por

exemplo, a operação conhecida como fechamento de capital, prevista no art. 4º, §4º, da Lei nº 6.404/1976, que requer a realização de oferta pública de aquisição de ações.

O art. 9º, §1º, inciso II, a seu turno, disciplina a suspensão ou o cancelamento de registros pela CVM para prevenir ou corrigir “situações anormais de mercado”. Infere-se a urgência da medida a ser tomada pela CVM, com o escopo de evitar danos graves ou de difícil reparação aos investidores e ao mercado de capitais brasileiro.

De fato, a Resolução CMN nº 702, de 26 de agosto de 1981, indica os seguintes critérios para, a juízo da CVM, identificar-se “situação anormal de mercado” e, assim, utilizar-se dos instrumentos previstos no referido inciso II e nos demais incisos do §1º do art. 9º, a saber:

“a) se verificarem indícios fundados de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, de manipulação de preço, de realização de operações fraudulentas ou de uso de práticas não equitativas, nos termos definidos por ato da CVM;

b) existir dúvida acerca da disponibilidade, pelo público investidor, em tempo hábil e pelos meios apropriados, de informações adequadas para a tomada de decisão de negociar ou reter valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou de exercer quaisquer outros direitos inerentes à condição de titular de tais valores;

c) se verificarem indícios de prática das atividades do mercado de valores mobiliários, previstas nas Leis nºs 6.385, de 07.12.76, e 6.404, de 15.12.76, por pessoas físicas ou jurídicas não autorizadas regularmente;

d) se configurarem indícios da atuação de pessoas físicas ou jurídicas em desconformidade com os registros e autorizações concedidos pela CVM com base nas mencionadas Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76;

e) a atuação de qualquer dos participantes do mercado estiver causando grave e iminente risco à confiabilidade e ao desenvolvimento regular do mercado de valores mobiliários;

f) se verificar grave emergência afetando o desenvolvimento regular das atividades do mercado de valores mobiliários”.

É preciso ressaltar que os instrumentos conferidos pelo legislador à CVM perfazem atividade administrativa e, assim, devem se realizar em curso de processo administrativo regular, desenvolvido em estrito atendimento aos princípios constitucionais e legais que conformam a atuação da Administração Pública, em especial aqueles relacionados no art. 5º, incisos LIV e LV, e no art. 37, ambos da CRFB, bem como no art. 2º da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que disciplina o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal.

Ou seja, há que se respeitar o contraditório e a ampla defesa, nos termos do art. 5º, inciso LV, da CRFB. Ante a cautelaridade exigida nas referidas “situações anormais de mercado”, é certo afirmar que a CVM poderá adotar as medidas necessárias à prevenção do dano, desde que proporcionais e razoáveis, sem prévia manifestação do administrado, caso a urgência da situação assim não o permita. Porém, deverá possibilitar referida manifestação tão logo possível, sob pena de eivar-se de nulidade o respectivo processo administrativo¹⁰⁹. Trata-se do contraditório diferido.

Finalmente, conferiu a Lei nº 6.835/1976 à CVM competência para autorizar as demais atividades exercidas no mercado de capitais. A este respeito, veja-se: art. 16; art. 21, §5º; art. 23; art. 24; e art. 26, da Lei nº 6.385/1976. Importante ressaltar que, à semelhança dos registros acima relacionados, a concessão de autorização pela CVM significa a assunção de diversos deveres pelo administrado, entre estes, a manutenção de fluxo de informações acerca de sua estrutura e da realização de suas atividades.

2.1.1.3. Orientação. Alerta ao mercado. Resposta a consultas

O art. 9º, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, dispôs que, para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, compete à CVM “*divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado*”. A CVM geralmente o faz sob a rubrica de “alertas ao mercado”

Por fim, o art. 13 da Lei nº 6.385/76 determinou à CVM a manutenção de “*serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor*”, deixando a critério da autarquia a divulgação das respostas ou dos critérios de orientação. Assim, a CVM pode fazê-lo por meio de pareceres ou pareceres de orientação. Estes últimos, conforme Deliberação CVM nº 01/1978, também se prestam a “*veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis nº 6.385/1976 e 6.404/1976 no interesse do mercado de capitais*”.

¹⁰⁹Cf. CINTRA, Antonio Carlos de Araújo; DINAMARCO, Cândido R.; GRINOVER, Ada Pellegrini. *Teoria geral do processo*. 13. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 1997. p. 55-58: “O contraditório não admite exceções: mesmo nos casos de urgência, em que o juiz, para evitar o *periculum in mora*, provê *inaudita altera parte* (CPC, ARTS. 929, 32, 937, 813 SS.), o demandado poderá desenvolver sucessivamente a atividade processual plena e sempre antes que o provimento se torne definitivo”.

2.1.1.4. Proibição da prática de atos. *Stop Order*

Para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, assim identificadas pela CVM sob os critérios apostos na Resolução CMN nº 702/1981, a CVM pode proibir aos participantes do mercado a prática de atos que consideram prejudiciais ao regular funcionamento do mercado, sob pena de cominação de multa diária (art. 9º, §1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976).

Observa-se que além de imediata divulgação de alerta aos participantes do mercado, as situações acima qualificadas como anormais exigem da CVM providências extremamente céleres, para evitar a ocorrência de dano grave ou de difícil reparação aos investidores e ao mercado de capitais. Pode-se dizer: providência de cunho cautelar. É o caso da proibição de prática de atos, prevista no mencionado dispositivo legal, conhecida correntemente como “stop order”, que é expedida pela CVM. Referida ordem da CVM ao administrado se faz sem prejuízo da continuidade da apuração dos fatos em processo administrativo sancionador.

A multa cominatória a que faz referência o art. 9º, §1º, inciso IV, tem por limite o valor de R\$ 5.000,00 por dia de atraso no cumprimento da determinação da CVM, aplicando-se sem prejuízo da apuração da conduta do participante do mercado no âmbito de processo administrativo sancionador (art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976).

2.1.1.5. Suspensão de negociação de valores mobiliários. Recesso de bolsa de valores

Trata-se de mais um instrumento para a prevenção ou a correção das mencionadas “situações anormais de mercado”, de caráter bastante drástico. Assim, nos termos do art. 9º, § 1º, inciso I, a CVM poderá determinar a suspensão da negociação de determinado valor mobiliário ou até mesmo o recesso de bolsa de valores.

2.1.1.6. Suspensão de emissão ou distribuição de valores mobiliários

Dispõe o art. 19 da Lei nº 6.385/1976 que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM. Trata-se do registro de emissão, acima mencionado.

Como observado anteriormente, a distribuição pública de valores mobiliários sem a submissão aos deveres inerentes ao referido registro, em especial no que

tange à divulgação das necessárias informações para a formação de convicção de investimento, pode causar graves prejuízos aos investidores e suprimir a confiabilidade do mercado de capitais. Novamente, a este respeito, vide Resolução CMN nº 702/1981.

Assim, nos termos do art. 20 da Lei nº 6.385/1976, a CVM determinará a suspensão da emissão ou da distribuição que se esteja processando sem o devido registro perante a autarquia federal ou em desacordo com o disposto em seu art. 19. Este último caso foi exemplificado nos termos dos incisos I e II do art. 20, respectivamente: “*a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro*”; e “*a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas*”.

2.1.1.7. Companhias abertas: republicação de demonstrações financeiras. Ampliação e interrupção do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral

Nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976, a CVM pode determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas.

Já nos termos do art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/76, o legislador atribuiu ao Colegiado da CVM poderes para, a seu exclusivo critério, a pedido de acionista, ouvida a companhia aberta: (i) aumentar, para até 30 (trinta) dias, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação de assembléia geral, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; e (ii) interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência de convocação de assembléia extraordinária, a fim de permitir-se à autarquia conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

Sem dúvida, encerram dois dispositivos legais que permitem à CVM interferir drasticamente em companhia aberta e, assim, são constantemente motivo de polêmica. Em especial o disposto no §5º do art. 124 da Lei nº 6.404/1976, introduzido na

disciplina das sociedades por ações em 2001. Por isso, seguem-se breves observações sobre este instrumento.

O art. 124, §1º, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, dispõe sobre o prazo de antecedência de publicação de anúncio de convocação de assembléia geral de companhia aberta: 15 (quinze) dias, da primeira convocação, e 08 (oito) dias, da segunda convocação.

Nos termos do referido §5º do art. 124, o legislador criou hipóteses de ampliação e de interrupção dos referidos prazos, a depender de decisão do Colegiado da CVM. Conforme anteriormente observado, trata-se de atividade administrativa e, assim a CVM deve desenvolvê-la no curso de processo administrativo regular. Observe-se que, na hipótese, o legislador não conferiu a possibilidade de aplicação de contraditório diferido neste processo administrativo, determinando que a CVM confira oportunidade à companhia aberta para apresentar sua manifestação, conforme dispõe o *caput* do mencionado art. 124. A companhia aberta levará ao conhecimento do Colegiado da CVM as razões pelas quais entende inaplicável ao caso o inciso I do referido §5º, bem como estarem tais propostas que pretende submeter à deliberação dos acionistas plenamente de acordo com o ordenamento jurídico pátrio, no caso do inciso II, ao contrário do que sustenta o acionista requerente.

Esclareça-se que não se está a tratar do processo administrativo para apuração de infrações às disposições legais e normativas que disciplinam o mercado de capitais, conhecido como processo administrativo sancionador, previsto no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976. Mas sim acerca do exercício de competência conferida à CVM para interferir na conformação de prazo para convocação de assembléia geral de companhia aberta, como tantas outras atribuições conferidas pela Lei nº 6.404/1976 à referida autarquia federal no que tange a companhias abertas. Entender esta distinção é fundamental para tratar das consequências do exercício deste instrumento pela CVM.

De fato, as críticas da doutrina¹¹⁰ em relação ao disposto no art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/1976, inclusive a alegação de eventual inconstitucionalidade da previsão de interrupção do prazo de antecedência para convocação de assembléia geral extraordinária, centram-se na suposta ausência de utilidade de tais decisões da CVM, ou na má compreensão quanto a seus efeitos.

¹¹⁰ A este respeito, vide observações dos doutrinadores Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa às então recentes modificações introduzidas na Lei nº 6.404/1976 pela Lei nº 10.303/2001, in CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 236-249.

Afirma-se que a legislação não apôs *sanção* ao descumprimento da decisão do Colegiado da CVM que determine o aumento ou a interrupção do referido prazo para convocação de assembléia geral por companhia aberta, para afirmar a inutilidade de todo o mecanismo previsto no art. 124, §5º, inciso I, da Lei nº 6.404/1976. Ademais, vislumbrando como único possível efeito jurídico da decisão da CVM a possibilidade de coerção do administrado via instauração de processo administrativo sancionador para apuração de infração administrativa, sustenta-se a inconstitucionalidade do disposto no inciso II do §5º do art. 124 em questão, por admitir-se insuficiente o período de 15 (quinze) dias para desenvolvimento regular de processo administrativo sancionador apto a gerar a aplicação das sanções previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

A utilidade e o êxito da utilização deste instrumento na aplicação do princípio da transparência e da proteção aos investidores no mercado de capitais estão a depender da atuação da CVM nos casos que assim se lhe apresentarem. Quanto às demais críticas, não se pode com elas concordar.

Nos termos do art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/1976, a CVM tem competência para definir, melhor, redefinir o prazo de antecedência de convocação de assembléia geral pela companhia aberta para garantir aos acionistas o tempo necessário ao conhecimento e à análise das operações a serem deliberadas, bem como para orientar a companhia aberta quanto à eventual ilegalidade que vislumbre presente nas propostas a serem objeto de deliberação pelos acionistas.

O descumprimento do prazo de antecedência para convocação é apto a viciar a assembléia geral assim realizada. Ora, tempo e modo para convocação de assembléia geral encontram-se disciplinados na Lei nº 6.404/1976, a qual, inclusive, prevê expressamente as hipóteses de ampliação e interrupção de referido prazo.

Assim, se o Colegiado da CVM, atendidas todas as exigências legais e em regular processo administrativo, interferir na definição de referido prazo, esta decisão completa, preenche o conteúdo do dispositivo legal em questão e, *per se*, altera o prazo de antecedência para convocação de assembléia geral¹¹¹. Assim, caso necessário, a companhia

¹¹¹Referida decisão administrativa, assim, não consubstancia ordem dirigida à companhia aberta para que esta deixe de realizar tal e qual ato, mas pretende completar o conteúdo de dispositivo legal, forjado pelo legislador à semelhança das denominadas “normas em branco”. Por isso, adiante-se: discutível a possibilidade de aplicação, neste caso, da multa cominatória prevista no art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976. Assim, vê-se que, nesta sede, não trata a CVM de apurar conduta que supostamente infrinja dispositivos legais e normativos, ou seja, não se está a falar de instauração de processo administrativo sancionador ou de

aberta deverá adotar as providências necessárias para adequar-se ao prazo de antecedência para convocação da assembléia geral, ampliado ou interrompido, mediante, por exemplo, nova publicação de anúncio.

Caso a companhia aberta decida desconhecer a decisão administrativa e, assim, realize a assembléia conforme cronograma anterior, terá havido certamente problemas quanto ao tempo de antecedência para convocação da assembléia geral. Se o tal prazo, agora ampliado, foi desrespeitado, ter-se-á convocação irregular a impingir vício sobre a assembléia geral. Conforme o art. 286 da Lei nº 6.404/1976, é anulável a assembléia geral irregularmente convocada.

No caso de interrupção de referido prazo, não respeitada pela companhia aberta, pode-se debater acerca das seguintes hipóteses: (i) ausência de convocação; ou (ii) convocação irregular da assembléia. A doutrina aponta a nulidade de assembléia não convocada¹¹². Trata-se de vício da assembléia geral que tem efeitos sobre todas as deliberações nela tomadas.

Quanto à orientação dada pela CVM à companhia aberta no que tange à ilegalidade que se vislumbrou nas propostas a serem submetidas à deliberação pelos acionistas, mais uma vez, entende-se não ser a mesma, *per se*, caracterizável como ordem, determinação. De fato, no inciso II do §5º do art. 124 o legislador fez constar “*informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais e regulamentares*”. Discutível, assim, a automática imposição de multa cominatória prevista no art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976¹¹³.

Caso a companhia aberta decida manter referidas propostas, contrariando o parecer emitido pelo Colegiado da CVM, e as submeta à deliberação em assembléia geral, há que se perquirir sobre as demais conseqüências. Explica Erasmo Valladão Azevedo e

sua etapa investigativa prévia, mas apenas da atuação da autarquia no sentido de redefinir o prazo de antecedência para a convocação de assembléia geral por companhia aberta e orientá-la quanto à eventual ilegalidade que vislumbra presente nas propostas a serem objeto de deliberação pelos acionistas.

¹¹²Cf. observações de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França a respeito dos vícios da assembléia geral e das deliberações e suas conseqüências, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembléia das SA*. São Paulo: Malheiros Ed., 1999. p. 86-113.

¹¹³Logicamente, é possível que a CVM, ao emitir seu parecer sobre referidas propostas na forma do inciso II do §5º do art. 124 da Lei nº 6.404/1976, identifique também a ocorrência de “situação anormal de mercado” tal qual qualificada na Resolução CMN nº 702/1981. Neste caso, poderá fazer uso do disposto no art. 9º, §1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976, anteriormente comentado, emitindo, desta feita, além de seu parecer, uma ordem à companhia aberta, a qual ensejará a aplicação de multa cominatória em caso de descumprimento.

Novaes França que, apesar da dicção do art. 286 da Lei nº 6.404/1976, que faz menção às deliberações “violadoras da lei ou do estatuto”, remetendo-as indistintamente ao regime das anulabilidades preconizado pela referida lei, as deliberações cujo conteúdo enseja violação aos dispositivos legais são absolutamente nulas.

Segundo Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, em se tratando de vício da assembléia ou da deliberação que acarreta sua nulidade, o ordenamento jurídico confere a qualquer interessado a legitimidade para requerer sua declaração em juízo, inclusive ao Ministério Público, podendo, ainda, o juiz declará-la de ofício. Acerca das companhias abertas, destaca o autor a legitimidade também da CVM¹¹⁴.

Por fim, cumpre analisar a possibilidade de apuração de materialidade e de autoria de infração administrativa caso a companhia aberta decida desconhecer a decisão administrativa ou o parecer do Colegiado da CVM, mediante a instauração de processo administrativo sancionador e, caso necessário, etapa investigativa prévia.

Observa-se, assim, que no curso do processo administrativo em cujos autos a CVM analisa pedido de acionista para ampliação do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral ou a interrupção do referido prazo, não se está a falar de apuração de indícios de infração administrativa, sua autoria, individualização de condutas ou de formação de convicção de culpa.

Ou seja, a instauração de processo administrativo sancionador não se segue automática ou simultaneamente à abertura de processo administrativo para apreciação de pedido de acionista de atuação da CVM na forma do art. 124 §5º, da Lei nº 6.404/1976, como parece entender parte da doutrina. Os indícios de cometimento de infração administrativa ainda não se fazem presentes e podem nem vir a se apresentar caso a companhia aberta entenda por respeitar o prazo de convocação, assim ampliado ou interrompido, ou decida acatar a orientação dada pela CVM a respeito das propostas a serem deliberadas em assembléia geral.

Caso assim não o façam, a companhia, seus administradores e até mesmo seus acionistas podem vir a ter sua conduta apurada em processo administrativo

¹¹⁴“*Por exemplo, um aumento de capital nulo, em função do qual forem emitidas ações a serem lançadas no mercado. É evidente que a CVM pode deixar de registrar a emissão pública das ações (art. 19 da Lei nº 6.385/76), ou suspendê-la (art.20), e que a emissão não é propriamente um ato da assembléia, e sim da companhia, mas não se pode negar, nessa hipótese, o interesse do mencionado órgão em ver declarada, ainda que ad cautelam, a nulidade do aumento*” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. op. cit., p. 120, nota nº 138).

sancionador, no qual exercerão ampla defesa, manifestando-se quanto aos elementos necessários para que se caracterize infração passível da aplicação de penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

Isto porque a assembléia geral realizada sem o atendimento do prazo de antecedência de convocação viola o disposto no art. 124 da Lei nº 6.404/1976. A seu turno, as propostas, objeto de orientação pela CVM, mantidas e levadas à apreciação e aprovação dos acionistas, provavelmente originarão deliberações igualmente violadoras dos dispositivos legais e normativos que disciplinam o mercado.

Mantidos os entendimentos que anteriormente proferiu na forma do art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/1976, se instaurado o processo administrativo sancionador, o Colegiado da CVM apreciará as razões da acusação e da defesa e decidirá sobre a materialidade da infração administrativa, sua autoria e a aplicação de penalidade administrativa. Assim, não se está a falar de pré-julgamento ou de vícios no processo administrativo sancionador por ausência de ampla defesa ou de contraditório.

Por tais considerações, não se pode concordar com a suposta inconstitucionalidade do disposto no inciso II do §5º do art. 124 da Lei nº 6.404/1976, apontada por parte da doutrina.

2.1.1.8. Fiscalização

Nos termos do art. 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, compete à CVM fiscalizar, de forma permanente, as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários relacionados em seu art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados. O inciso V do referido dispositivo legal também atribuiu à CVM competência para fiscalizar e inspecionar companhias abertas, tendo estabelecido uma regra de prioridade, a nortear o exercício da fiscalização, ao determinar prioritária a fiscalização de companhias abertas que não apresentem lucro em balanço ou aquelas que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

É preciso esclarecer que a CVM exerce fiscalização por meio da análise de informações que os participantes do mercado, obrigatória e periodicamente, apresentam, por força dos deveres que lhes são imputados em razão de registro ou autorização para exercer atividade no mercado de capitais. Ademais, neste mister, a CVM realiza

monitoramento eletrônico diário das operações realizadas em bolsa de valores, bem como recebe informações das entidades de auto-regulação. Apesar de diferirem dos atos de fiscalização dotados de maior notoriedade, como aqueles previstos no art. 9º, incisos I a III e V, da Lei nº 6.385/1976, encerram meios de extrema relevância para o exercício do poder de polícia pela CVM.

Da leitura do art. 9º da Lei nº 6.385/1976, extrai-se os instrumentos à disposição da CVM para a realização da aludida fiscalização. Nos termos do inciso I, à CVM é permitido examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos. Já o inciso II dispõe que a CVM pode intimar as pessoas relacionadas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da instauração de processo administrativo sancionador para a aplicação das penalidades previstas no art. 11.

O rol das pessoas sujeitas à fiscalização sob as formas acima descritas encontra-se nas alíneas do referido inciso I, com destaque para a alínea ‘g’, com redação dada pelo Decreto nº 3.995/2001, a saber: *‘outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não eqüitativas’*. Trata-se no referido inciso V de apuração de infração nos curso de processo administrativo sancionador.

O inciso III do art. 9º da referida lei dispõe que a CVM, no exercício da fiscalização sobre o mercado de capitais, pode requisitar informações a qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública.

Por fim, é preciso esclarecer que, em se tratando de informação resguardada por sigilo, cuja preservação tem por fundamento o art. 5º, incisos X e XII, da CRFB, e à minguada da anuência de seu titular, a CVM deve se dirigir ao Poder Judiciário, a quem cabe o sopesamento entre os princípios constitucionais que protegem a intimidade e a vida privada e aqueles que conformam a ordem econômica e disciplinam a regulação do mercado de capitais, em cada caso concreto. A este respeito, vide art. 7º da Lei Complementar nº 105/2001.

2.1.1.9. Processo Administrativo Sancionador

O denominado processo administrativo sancionador, instaurado para a apuração de atos ilegais e práticas não eqüitativas realizados por administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, bem como por intermediários e demais participantes do mercado, encontra-se previsto no art. 9º, inciso V, da Lei nº 6.385/1976.

Ademais, as infrações administrativas previstas na Lei nº 9.613/1998, quando perpetradas no âmbito de exercício de poder de polícia da CVM, também são apuradas pela referida autarquia mediante processo administrativo sancionador, conforme disposto no art. 14 do Anexo do Decreto nº 2.799/1998.

Por fim, nos termos do art. 9º da Lei nº 10.214/2001, as condutas que violem o disposto nas normas legais regulamentares que disciplinam o sistema de pagamentos previsto na referida lei, havidas no âmbito do exercício de poder de polícia da CVM, serão apuradas no curso de processo administrativo sancionador previsto no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976, sujeitando as câmaras e os prestadores de serviços de liquidação e compensação, seus administradores e os membros de seus conselhos fiscais, consultivos e assemelhados às penalidades previstas no art. 11 do mesmo diploma legal.

Expressão do indelegável poder de polícia exercido pela CVM sobre o mercado de capitais brasileiro, trata-se, logicamente, de processo administrativo e, como tal, deve se desenvolver em estrito atendimento aos princípios constitucionais, especialmente os da ampla defesa e do contraditório, e aos princípios legais, especialmente os relacionados no art. 2º da Lei nº 9.784/1999.

Nos termos do art. 8º, inciso I, e do art. 9º, §2º, a CVM regulamentou seu procedimento, bem como a chamada etapa investigativa prévia, por meio da Deliberação nº 538/2008, a qual promoveu profundas alterações na disciplina anterior, fundada na Deliberação nº 457/02.

A etapa investigativa prévia, denominada “inquérito” nos atos normativos da CVM, também se desenvolve mediante processo administrativo e ostenta caráter não obrigatório. Ou seja, se Superintendência da CVM à qual esteja afeta a fiscalização ordinária dos fatos possuir elementos suficientes acerca da materialidade e da autoria de infração, despicienda a etapa investigativa prévia. A Superintendência oferecerá termo de acusação, dando início ao processo administrativo sancionador propriamente dito. Intimar-

se-á o acusado para apresentação de defesa ou de proposta de celebração de compromisso, previsto nos §§5º a 9º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976. O caso é levado a julgamento pelo Colegiado da CVM, conforme a seguir descrito.

Caso contrário, referida Superintendência deve requerer a instauração de inquérito. Na vigência da Deliberação CVM nº 457/2002, a condução do inquérito era feita por comissão especificamente designada para tanto, composta pelo titular da Superintendência de Fiscalização Externa, por um Gerente da referida superintendência, por um ou mais Inspectores da CVM, bem como por um Procurador Federal¹¹⁵, exercendo este último o assessoramento jurídico, inclusive no que tange ao controle interno da legalidade dos atos.

Já sob a égide da Deliberação CVM nº 538/2008, referido inquérito passa a ser conduzido pelos Inspectores integrantes da Superintendência de Processos Sancionadores¹¹⁶, criada em 2008, que contam com as mencionadas atividades desempenhadas por Procurador Federal, não mais subsistindo a regra de composição e designação de comissão para cada inquérito.

Das atividades de investigação desenvolvidas nos autos do inquérito pela Superintendência de Processos Sancionadores e pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, esta sempre no exercício das funções relacionadas na Lei nº 10.480/2002, poderá resultar proposta de arquivamento dirigida ao Superintendente Geral, ou apresentação de relatório de acusação ao Colegiado da CVM¹¹⁷.

¹¹⁵Os Procuradores Federais integram carreira da Advocacia-Geral da União - AGU. Nos termos do art. 9º da Lei nº 10.480, de 02 de julho de 2002, foi criada a Procuradoria-Geral Federal - PGF, dotada de autonomia administrativa e financeira, vinculada e sob a supervisão da AGU. À PGF e, assim, a seus integrantes, Procuradores Federais, foram atribuídas a representação judicial e extrajudicial das autarquias e fundações públicas federais, as respectivas atividades de consultoria e assessoramento jurídicos, a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às suas atividades, mediante sua inscrição em Dívida Ativa.

¹¹⁶Por meio do Decreto nº 6.382, de 27 de fevereiro de 2008, foram aprovadas alterações na estrutura regimental da CVM, criando-se a Superintendência de Processos Sancionadores, a quem foi atribuída a competência para conduzir os referidos processos administrativos sancionadores. Houve, assim, a segregação das atividades de fiscalização externa e condução de inquéritos e processos administrativos sancionadores. Criou-se também uma nova Subprocuradoria Jurídica da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM para atuar especificamente junto à Superintendência de Processos Sancionadores.

¹¹⁷Observe-se que, em se tratando de etapa investigativa prévia, vislumbra-se a possibilidade de aplicação de contraditório diferido, tal qual pode ocorrer nos inquéritos conduzidos por autoridade policial. Ou seja, a defesa do administrado seria exercida nos autos do processo administrativo sancionador, instaurado a partir da apresentação do termo de acusação ou do relatório de acusação. Porém, esta possibilidade parece ter sido mitigada no âmbito da CVM desde a alteração da Deliberação nº CVM 457/2002 pela Deliberação CVM nº 504/2006, que introduziu a previsão de realização de diligências para a intimação dos investigados para oitiva ou apresentação de manifestação por escrito na etapa de investigação prévia. A Deliberação CVM nº

Nesta última hipótese, tem início o processo administrativo sancionador propriamente dito, e intimar-se-á o acusado para apresentação de defesa ou de proposta de celebração de compromisso, previsto nos §§5º a 9º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976. Caso não haja a celebração de compromisso, o Colegiado julgará o caso, podendo aplicar as penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976¹¹⁸.

Além dos procedimentos previstos na Deliberação CVM nº 538/2008, a CVM poderá adotar o procedimento denominado “rito sumário”, disciplinado nos termos da Resolução CMN nº 1.657, de 26 de outubro de 1989, para apuração das “infrações de natureza objetiva”, cujo rol encontra-se na Instrução CVM nº 251, de 14 de junho de 1996, com as alterações promovidas pela Instrução CVM nº 335, de 04 de maio de 2000.

Há restrição à adoção do rito sumário no caso de reincidência específica e de concurso entre “infração de natureza objetiva” e infração grave.

A apuração de infrações na forma deste procedimento prescinde da etapa de investigação prévia. A Superintendência a que esteja afeta a supervisão e a fiscalização ordinária dos fatos intima os acusados, por escrito, para a apresentação de defesa escrita e requerimento de provas em 10 (dez) dias. Concluída a instrução do feito, o Superintendente deve julgar o caso em 30 (trinta) dias. Desta decisão, cabe recurso ao Colegiado da CVM em 10 (dez) dias, com efeito suspensivo.

Das decisões do Colegiado da CVM cabem recurso e reexame necessário ao CRSFN, salvo no caso de processo administrativo sancionador conduzido pela CVM para apuração de infrações administrativas previstas na Lei nº 9.613/1998, caso em que o

538/2008 manteve esta determinação, conforme art. 11. Esta exigência também deve ser cumprida pelas demais Superintendências previamente à apresentação do termo de acusação. É certo que se trata apenas de conferir oportunidade para que o investigado se manifeste, sem prejuízo deste, já na qualidade de acusado, e de posse do termo ou relatório de acusação, apresentar sua defesa propriamente dita.

¹¹⁸“*I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários*”. Os §§ do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 trazem os parâmetros para a aplicação das penalidades, com destaque para o valor da multa, conforme o §1º: “*I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito*”.

recurso contra decisão proferida pelo Colegiado da CVM deve ser endereçado ao Ministro de Estado da Fazenda, nos termos do art. 23 do Anexo do Decreto nº 2.799/1998.

Por fim, no §4º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, o legislador traçou critério a ser seguido pela CVM, na apuração de infrações, estabelecendo-se “*a prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado*”.

2.1.1.10. Termo de Compromisso

Dispõe o art. 11, §5º, da Lei nº 6.385/1976 que a CVM poderá, a seu exclusivo critério e se o interesse público assim o permitir, suspender processo administrativo instaurado para apuração de infrações aos dispositivos que disciplinam o mercado de capitais, em razão da celebração de compromisso com o administrado, investigado ou acusado, por meio do qual assuma a obrigação de (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela referida autarquia; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive com a indenização dos prejuízos.

A celebração de referido compromisso entre administrado e CVM encontra-se disciplinada nos termos da Deliberação CVM nº 390, de 08 de maio de 2001, cuja redação sofreu as alterações introduzidas pela Deliberação CVM nº 486, de 17 de agosto de 2005.

Observa-se que as obrigações descritas nos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 encerram, em verdade, requisitos inafastáveis, traçados pelo legislador, aos quais deve se subsumir a proposta apresentada pelo administrado.

Ressalte-se ainda que, nos termos do mencionado dispositivo legal, a celebração do referido compromisso pode se dar em qualquer fase de processo administrativo instaurado para a apuração dos fatos, o que significar dizer que poderá o administrado propô-lo quando a Superintendência da CVM competente para fiscalização ordinária dos fatos desenvolve seus trabalhos; na etapa investigativa prévia, mais conhecida por “inquérito”; ou até mesmo após instaurado o processo administrativo

sancionador propriamente dito, quando a acusação já foi apresentada por meio de “termo de acusação” ou de “relatório de acusação”¹¹⁹.

O Comitê de Termo de Compromisso, integrado por Superintendentes da CVM aprecia a proposta de celebração de compromisso e emite parecer a respeito da adequação, conveniência e oportunidade em sua aceitação ou rejeição.

Compete ao Colegiado da CVM decidir acerca da celebração de referido compromisso, desde que presentes os requisitos dispostos na lei e nos atos normativos¹²⁰ e que a medida se revele conveniente e oportuna. Conforme prevê o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/2001, por ocasião da apreciação da proposta e da decisão acerca de sua aceitação ou rejeição, o Colegiado da referida autarquia também se manifesta sobre a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

Caso aprovada a celebração de compromisso pelo Colegiado da CVM, lavra-se termo, o qual será assinado pelo Presidente da CVM, pelos proponentes e por duas testemunhas. O termo é publicado no Diário Oficial da União, consubstanciando título executivo extrajudicial, conforme prevê o §7º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

Uma vez fixados os requisitos e o procedimento para a celebração do referido compromisso entre CVM e investigado ou acusado, cumpre tecer breves observações acerca das justificativas para sua inserção no rol dos instrumentos da atividade regulatória, bem como suas vantagens e desvantagens.

Frise-se que, segundo se extrai dos incisos I e II do §5º do mencionado art. 11, a celebração de compromisso tem por objetivo, além da célere cessação de atividade considerada pela CVM perniciosa para o mercado de capitais, a reparação de danos sofridos por investidores e demais participantes deste mercado. Nos últimos anos,

¹¹⁹ Conforme art. 7º, §1º, da referida Deliberação CVM nº 390/2001, o administrado deverá manifestar sua intenção de celebrar o mencionado compromisso no máximo até o término do prazo para a apresentação de defesa nos autos do processo administrativo sancionador, e sem prejuízo da apresentação desta. O §2º do referido art. 7º da Deliberação CVM nº 390/2001 prevê prazo de 30 (trinta) dias para a apresentação da proposta de compromisso. Em seu §4º encontra-se disciplinada a exceção a esta regra, permitindo-se a análise de proposta apresentada em descumprimento a este prazo, desde que se identifique interesse público em sua apreciação, tal como oferta de indenização substancial aos prejudicados pela conduta objeto de apuração nos autos do processo administrativo e que, cumulativamente, esteja demonstrada a modificação da situação fática a justificar a não apresentação tempestiva da proposta pelo administrado.

¹²⁰ Ressalta-se que, nos termos do art. 1º, §1º, da Deliberação CVM nº 390, não se admite celebração de compromisso com o fim de suspender processos administrativos instaurados para apuração de infrações a dispositivos da Lei nº 9.613/1998, e, assim, da Instrução CVM nº 301/1999.

conforme a seguir demonstrado, foi utilizado pela CVM também para obter reparação de danos causados à confiabilidade e ao regular funcionamento do próprio mercado de capitais, sob o entendimento de que tal instrumento é apto a obter a proteção do interesse difuso lesado por danos assim caracterizados, à semelhança do termo de ajustamento de conduta prévio ou no curso de ação coletiva¹²¹.

A doutrina indica o instituto do “consent decree”, presente nos Estados Unidos da América, como inspiração para a introdução da celebração de compromisso entre autoridade reguladora e administrado no ordenamento jurídico brasileiro. O “consent decree”, resultado de negociação entre SEC e o investigado, pode ser implementado administrativamente ou perante o Poder Judiciário¹²². Entre os fatores considerados pelas partes para celebrá-lo, a doutrina norte-americana aponta, no que tange à SEC, a economia de recursos, materiais e humanos, a possibilidade de empregá-los de forma mais eficiente na atividade regulatória, e a preocupação dos investigados com os efeitos da investigação da SEC sobre *class actions* ajuizadas por investidores lesados com objetivo de obter reparação de danos. Explicam John C. Coffee Jr., Joel Seligman e Hillary A. Sale: “*As a practical matter, the risk that an SEC victory in an injunctive action would entail high financial liability to plaintiffs in a securities class action often dissuades defendants from litigating with the SEC*”¹²³.

A celebração de compromisso entre CVM e investigado ou acusado ocorre na esfera administrativa, sendo despendida, para validade e eficácia, sua homologação

¹²¹Nelson Eizirk, ao comentar as então recentes alterações introduzidas na disciplina do mercado de capitais pela Lei nº 9.457/1997, assim se manifestou sobre o tema: “*A outorga da possibilidade de ‘transacionar’, conferida pelo legislador à CVM, não implica alienação ou renúncia dos interesses difusos dos investidores do mercado de capitais. Ao contrário, a assinatura do termo de compromisso constitui um meio rápido e eficiente de alcançar a sua realização, através da suspensão da prática de atos que poderiam ser tidos como ilícitos pela CVM e/ou indenização das partes eventualmente prejudicadas. O termo de compromisso firmado entre a parte que está sob investigação e a CVM se afigura mais consentânea com a tutela do interesse dos investidores do mercado de capitais do que seria a continuidade do processo administrativo*” In EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*, cit., p. 245.

¹²²Cite-se como exemplo o acordo firmado entre SEC e administrador de companhia aberta brasileira no curso de investigação de ‘insider trading’, no caso, de suposta negociação com ADRs lastreados em ações de emissão de referida companhia mediante utilização de informações privilegiadas, conforme já explicitado no Capítulo I. No referido caso, o investigado consentiu com a ordem requerida pela SEC ao Poder Judiciário no sentido de proibir o investigado de exercer as atividades de administrador em companhias emissoras de *securities*, e além disso, a SEC também requereu ao Poder Judiciário o perdimento dos recursos auferidos com a realização das referidas operações, denominado ‘disgorgment of illegal gains’ no montante de US \$142,848.95, bem como a aplicação de multa fixada em US \$173,893.13, ou “civil penalty”. Cf. Litigation Release No. 20157, de 19 de junho de 2007, SEC v. Romano Ancelmo Fontana Filho, C.A. No 1:07CV01095 (PLF) (D.D.C.). U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Disponível em: <<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20157.htm>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

¹²³COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 1376.

judicial. Além disso, conforme mencionado, sua proposição constitui ônus do administrado. Porém, tendo em vista os benefícios que podem advir de sua celebração para a proteção dos interesses dos investidores e do próprio mercado de capitais, há previsão de possibilidade de negociação entre CVM e administrado acerca do conteúdo das propostas (art. 8º, §§4º a 6º, da Deliberação CVM nº 390/2001), que pode contar, ainda, com a oitiva dos investidores lesados (art. 10, §§1º e 2º, e art. 11, da referida deliberação) ¹²⁴.

Caso o proponente não cumpra as obrigações constantes do referido termo no prazo ali estipulado¹²⁵, faz-se pertinente analisar seus efeitos no que tange às esferas administrativa, civil e penal.

Da leitura do disposto no §6º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, parece indubitável que a proposta de celebração de compromisso ou sua efetivação não significam confissão da prática da infração administrativa objeto de apuração pelas Superintendências da CVM. Completa este raciocínio o disposto no §8º do referido art. 11, que apõe como consequência do inadimplemento das obrigações constantes do termo o retorno do curso regular do processo. Esta parece ser sua consequência na esfera administrativa.

Quanto aos efeitos da celebração do compromisso na esfera civil, há que se destacar que o termo do compromisso celebrado consubstancia título executivo extrajudicial, nos termos do §7º do referido art. 11 c.c. art. 585, inciso VIII, do Código de Processo Civil – CPC¹²⁶. Assim, pode-se afirmar a possibilidade de execução forçada das obrigações assumidas pelo compromitente na forma do termo em questão, na via judiciária.

No que tange aos efeitos do inadimplemento das obrigações constantes no termo pelo compromitente não se pode concordar com a subsunção, em tese, da referida conduta ao tipo previsto no art. 330 do Código Penal, “crime de desobediência”, conforme previa a redação anterior do §7º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

¹²⁴ Compete à CVM decidir acerca da notificação dos investidores lesados para se manifestarem sobre o cálculo dos valores que lhes serão pagos a título de reparação de danos. Caso sejam indeterminados os investidores lesados, a notificação poderá ocorrer por edital, cujos custos de publicação serão suportados pelo proponente. Por fim, nos termos do art. 5º, §2º, da Deliberação CVM nº 390/2001, o pagamento do montante devido pelo proponente a título de indenização deverá ser efetuado diretamente aos investidores.

¹²⁵ O art. 5º da Deliberação CVM nº 390/2001 dispôs que o cumprimento das obrigações constantes no referido termo de compromisso é fiscalizado pela Superintendência da área à qual está afeta a supervisão ordinária dos fatos objeto de apuração no processo administrativo sancionador ora suspenso. O compromitente deve encaminhar à CVM informações sobre o cumprimento das referidas obrigações, no período estipulado no próprio termo.

¹²⁶ Ainda que ausente sua previsão expressa constante do §7º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, observa-se que o documento ali descrito preenche os requisitos exigidos no inciso II do art. 585 do CPC para a caracterização de título executivo extrajudicial.

Com efeito, a celebração do compromisso não pode configurar a um só tempo ônus do administrado e ordem proferida pela Administração Pública. Parece, assim, acertada a alteração do referido §7º promovida pela Lei nº 10.303/2001, para suprimir referida previsão.

Tendo em vista a relevância da celebração de compromisso entre CVM e administrados para a regulação do mercado de capitais brasileiro, em especial por sua vocação para propiciar a cessação de práticas consideradas perniciosas e a célere indenização dos prejuízos decorrente de tais condutas, realizou-se pesquisa na tentativa de aferir a aplicação prática deste instrumento. Foram analisados 184 termos de compromisso, celebrados entre CVM e administrados no período de 1998 a 2008, cuja íntegra foi divulgada pela CVM até 15 de janeiro de 2009¹²⁷.

De início, chama a atenção o aumento do volume de compromissos celebrados após 2005, com destaque para os anos de 2006, em que foram firmados 43 termos de compromisso, e 2007, em que se contam 51¹²⁸.

Pode-se afirmar elevado o índice de adimplemento das obrigações constantes dos termos pelos compromitentes. De fato, verificou-se apenas um caso de inadimplemento (IA CVM nº 04/99), ao qual seguiram (i) julgamento do feito pelo Colegiado da CVM com a aplicação de penalidades administrativas; e (ii) ajuizamento de ação coletiva pelo Ministério Público Federal – MPF em face dos então compromitentes, na qual a CVM figura como assistente da parte autora (autos nº 2004.61.00.019427-5, em trâmite perante o Juízo da 5ª Vara Federal Cível da Subseção Judiciária da Capital do Estado de São Paulo), e que será objeto de análise no Capítulo IV.

Foi possível observar alteração na modalidade de obrigações assumidas pelos compromitentes. No início, os administrados geralmente obrigavam-se a ministrar seminários ou a elaborar material educativo a ser distribuído aos investidores, a par

¹²⁷Íntegra dos referidos termos em COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

¹²⁸É certo que uma visão mais completa acerca das vantagens da celebração do compromisso para a CVM, especificamente no que tange à maior efetividade na alocação de seus recursos humanos e materiais, exigiria a comparação entre quantidade de compromissos celebrados com os administrados no decorrer deste período e o número total de processos administrativos instaurados para a apuração de condutas supostamente infracionais. Porém, considerou-se a diminuta utilidade do aprofundamento desta análise para os objetivos do presente estudo, ao qual se mostram suficientes as informações acerca do índice de seu adimplemento e, especialmente, da reparação de danos sofridos pelos investidores. O mesmo se diga quanto à análise de todas as decisões do Colegiado da CVM por meio das quais foram rejeitadas propostas de celebração de compromisso.

daqueles deveres inerentes à cessação da prática considerada ilícita, como treinamento de funcionários e desenvolvimento de controles internos.

Em 2005, houve aumento de atribuição de valores¹²⁹ à CVM, a diversos títulos, desde “ressarcimento de despesas”¹³⁰, doação, “multa”¹³¹, e até mesmo a título de reparação de danos causados à autarquia e também ao mercado de capitais (PA RJ2001/9705), podendo-se cogitar, quanto a este último, a ocorrência de dano a interesse difuso no mercado de capitais, que será objeto do Capítulo IV. Outras vezes, não se declina a que título os valores serão pagos à autarquia.

A partir de 2006, verifica-se corrente a obrigação de pagar determinada quantia à CVM, sem especificação acerca do título a que isto se opera.

No que tange aos valores atribuídos aos prejudicados, àqueles que sofreram danos decorrentes da conduta do compromitente, observa-se montante significativo, mas menor em relação àquele atribuído à CVM.

O dado que mais chama a atenção é que os valores significativos extraídos da consolidação dos dados a cada ano decorrem muitas vezes da celebração de um único compromisso. Ainda que isto ateste a vocação deste instrumento como forma efetiva de conciliação entre causador do dano e investidores, já que se desincumbiu do desafio com sucesso em casos envolvendo significativa soma de valores, também demonstra que o chamado termo de compromisso não exerce tal vocação, ou seja, não é utilizado na maioria dos casos em que subsista tal conflito entre causador do dano e investidor.

¹²⁹Em muitos termos de compromisso não se fez constar de forma expressa o valor total ou aproximado a ser pago pelo compromitente à CVM ou aos investidores. Muitas vezes, houve doação de programas eletrônicos desenvolvidos especialmente para a CVM, sem se fazer constar seu valor. Outras, o compromitente se obrigou a pagar aos acionistas minoritários o montante resultante de critérios como valor de mercado de determinação ação em data fixada, ou sob determinado índice, não tendo sido divulgado, posteriormente, o valor final. Por isso, puderam ser considerados apenas os valores expressamente previstos nos termos de compromisso. Ainda que isto mitigue a acuidade desejável para referida pesquisa, a observação dos dados disponíveis já evidenciou algumas tendências ora apresentadas.

¹³⁰Muitas vezes, observou-se a utilização da rubrica “ressarcimento das despesas incorridas com a instauração de processo administrativo”. Porém, em que pesa ser este o conteúdo da proposta, não se pode concordar que a autarquia a tenha aprovado sob este entendimento, pois é sabido que o rol das fontes de recursos da CVM encontra-se no art. 7º da Lei nº 6.385/1976. De fato, os valores atribuídos à CVM nos termos de compromisso são recolhidos pelo compromitente mediante guia de recolhimento de receitas da união, e, assim, depositados na conta mantida pelo Tesouro Nacional. Não existe previsão, em lei, de constituição de fundo especialmente destinado a receber tais recursos e, assim, a empregá-los para a consecução de tal ou qual finalidade, à semelhança do Fundo de Direitos Difusos, no caso de recursos provenientes de ações coletivas.

¹³¹Conforme anteriormente explicitado, a multa perfaz penalidade administrativa que deve resultar de devido processo administrativo, encerrando indelegável poder de polícia da CVM sobre o mercado de capitais. Desta forma, a aceitação da proposta pelo Colegiado da CVM, logicamente, não pode ser interpretada como aceitação da qualidade aposta pelo proponente ao pagamento dos valores.

Uma exceção que se pode indicar a esta constatação diz respeito ao ressarcimento de prejuízos sofridos por cotistas de fundo de investimento. Foi possível identificar alguns casos interessantes de proposta de reparação de dano por parte de administradores de fundos, a exemplo da celebração de compromisso nos autos do PA RJ2006/6235, por meio do qual o compromitente, instituição financeira administradora de fundo de investimento, comprometeu-se a pagar aos cotistas dos fundos administradores o valor total estimado em R\$ 28.000.000,00 (vinte e oito milhões de reais). Após-se no termo cláusula atribuindo ao compromitente envidar os esforços necessários à localização dos cotistas, especialmente daqueles que não mais figurassem como correntistas da referida instituição financeira.

Ademais, há que se observar o montante atribuído a terceiros nos termos de compromisso analisados, assim considerados por não guardarem relação direta com a suposta infração encetada pelo administrado às normas que disciplinam o mercado de capitais. A partir de 2000, é possível verificar que em muitos termos de compromisso consta doação a programas sociais e a entidades filantrópicas. Desde 2006, esta tendência arrefeceu, sendo possível inferir que alteração no entendimento do Colegiado da CVM a respeito da adequação, conveniência e oportunidade em aceitar-se referida proposta.

Ainda a respeito de atribuição de valores a terceiros, interessante notar a aposição de obrigação de recolher valores à SRF, em casos que, além de infração ao mercado de capitais, aquele órgão público identificou irregularidades de natureza tributária (processos administrativos sancionadores nºs 02/02 e 09/01). A celebração de compromisso entre CVM e administrado revela, assim, instrumento que também possibilita a solução de conflitos apostos entre este e demais órgãos públicos, envolvendo os mesmos fatos.

Com efeito, em outros casos, observou-se que por meio da celebração de compromisso entre CVM e administrado foi possível traçar obrigações a serem por estes assumidas de forma a propiciar acordo em lide posta em juízo, na qual figuravam como parte a autarquia e o compromitente (processos administrativos sancionadores nºs RJ2001/0281, RJ2001/1789, 09/93, RJ2001/0281), ou entre compromitente e as pessoas prejudicadas por sua conduta infracional (processo administrativo sancionador nº RJ2001/4652).

Destaca-se a celebração conjunta de compromisso nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, e de ajustamento de conduta, previsto no §6º do art. 5º da Lei nº

7.347/1985, entre (i) CVM e MPF, autoras em ação coletiva e (ii) administrado, réu na referida ação (processo administrativo sancionador nº 2007/12231; e autos judiciais nºs 2007.51.01.022852-8 e 2007.51.01.4901576, que tramitavam perante a 6ª Vara Federal da Subseção Judiciária da Capital do Estado do Rio de Janeiro).

Observa-se, portanto, que o êxito na celebração do compromisso entre CVM e administrado e no seu cumprimento é apto a gerar reflexos no grau e na forma de utilização da ação coletiva e do termo de ajustamento de conduta pela referida autarquia em sua atividade regulatória.

2.1.1.11. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Instância recursal

O Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000, disciplinava a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores. Em 23 de outubro de 2007, com fundamento no art. 8º, inciso I, e no art. 18, inciso I, alínea “f”, da Lei nº 6.385/1976, a CVM expediu a Instrução CVM nº 461, por meio da qual disciplinou os mercados regulamentados de valores mobiliários e, assim, a constituição, a organização, o funcionamento e a extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

O mencionado Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/2000, no intuito de conferir maior segurança aos investidores, exigia que das bolsas de valores a constituição e manutenção de “Fundo de Garantia” para o ressarcimento, até o limite do fundo, dos prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária da bolsa de valores que tivessem recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia, nas hipóteses de inexecução ou infiel execução de ordens; uso inadequado de numerário, de títulos ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem); inautenticidade de endosso, entre outros; assim como da atuação de administradores, empregados e prepostos da sociedade membro que represente a contraparte da operação (art. 40).

O patrimônio do referido fundo era constituído por percentual das importâncias pagas às bolsas de valores pela subscrição de títulos patrimoniais de sua

emissão; pela contribuição a ser paga, mensalmente, pelas sociedades membros que operam na bolsa de valores, e ainda por qualquer outra forma admitida pela CVM.

A nova disciplina das bolsas manteve este instrumento destinado à célere reparação de danos sofridos por investidores. A Instrução CVM nº 461/2007 tratou do “Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos” na seção VIII de seu Capítulo VI, destinado ao mercado de bolsa¹³².

Nos termos do art. 77 da mencionada Instrução, a entidade administradora do mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores a reparação de danos decorrentes de ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, de seus administradores, empregados ou prepostos no que tange às negociações por eles intermediadas, realizadas na bolsa, ou aos serviços e custódia, sempre tendo em vista que o referido mecanismo somente é aplicável a casos de operações com valores mobiliários. Seus incisos trazem hipóteses similares àquelas previstas no art. 40 do Regulamento Anexo da Resolução CMN nº 2.690/2000, com destaque para intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN e encerramento das atividades.

O recurso ao “Fundo de Garantia” era administrado pela bolsa de valores. A Instrução CVM nº 461/2007 previu que o mecanismo de ressarcimento de prejuízos pode ser mantido pela própria entidade administradora de mercado de bolsa ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este mister. Compete à entidade administradora de mercado de bolsa baixar o regulamento para o funcionamento do mecanismos de ressarcimento de prejuízos, em especial sobre a condução do processo e a competência para julgamento do pedido do investidor.

O investidor pode pleitear o ressarcimento por meio do referido mecanismo, independentemente de ter realizado qualquer medida judicial ou extrajudicial com o objetivo de obter a reparação do dano. O art. 80 da Instrução CVM nº 461/2007 dispõe que o prazo para fazê-lo é de 18 (dezoito) meses, contados da data da ocorrência da ação ou da omissão que tenha dado origem ao requerimento¹³³.

¹³²Importante ressaltar que, nos termos do art. 108 da referida Instrução, a manutenção do mecanismo de ressarcimento de prejuízos é facultativa no âmbito de mercado de balcão organizado.

¹³³A parte final do referido art. 18 teve por objetivo arrefecer o debate acerca da fixação do termo inicial deste prazo, muito corrente sob a égide do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/2000. Com efeito, o art. 41, §1º, do referido Regulamento estabelecia que o pedido de ressarcimento ao Fundo de

Outra inovação reside no parágrafo único do mencionado art. 80. Na disciplina do Fundo de Garantia não havia sido fixado limite para a utilização dos recursos do fundo para o ressarcimento de cada reclamante. A Instrução CVM nº 461/2007 prevê que em regra o valor a ser proporcionado pelos recursos oriundos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos está limitado a R\$ 60.000,00 por investidor requerente, em cada ocorrência acima mencionada. Permitindo-se, porém, que a bolsa fixe quantias superiores.

A decisão do pedido do investidor, além do valor e das condições de pagamento da indenização, deverá indicar o responsável pelo prejuízo que ensejou o ressarcimento (art. 82, inciso III, da Instrução CVM nº 461/2007)¹³⁴.

À semelhança do previsto no procedimento do Fundo de Garantia, caso a decisão lhe seja desfavorável, o investidor poderá apresentar recurso à CVM.

2.1.1.12. Comunicação a outros órgãos. Convênio

Além de solicitar informações a outros órgãos para exercer o poder-dever de polícia sobre o mercado de capitais, a CVM também deve comunicá-los a respeito de irregularidades de sua competência, identificadas por ocasião de fiscalização do mercado de capitais. Neste sentido, o art. 28 da Lei nº 6.385/1976 dispôs que CVM, BACEN, Secretaria de Previdência Complementar - SPC, Secretaria da Receita Federal - SRF e Superintendência de Seguros Privados - SUSEP devem manter um sistema de intercâmbio de informações.

A Lei Complementar nº 105/2001, que dispõe sobre o sigilo das operações das instituições financeiras, estabeleceu em seu art. 9º, §2º, que quando a CVM verificar,

Garantia deveria ser formulado no prazo de 06 (seis) meses, a contar da ocorrência da ação ou omissão que tivesse causado o prejuízo, ou, na hipótese de ser impossível ao comitente precisar a data do fato, o prazo era contado da data do conhecimento deste acerca do ocorrido.

¹³⁴ A Instrução CVM nº 461/2007 seguiu a disciplina anterior a respeito da matéria e dispôs de forma expressa que o debate sobre eventual direito de regresso em face da pessoa autorizada a operar e causadora do dano objeto da reclamação do investidor não poder obstar o ressarcimento deste nos prazos regulamentares. Porém, tendo em vista o crescente volume de ações judiciais à época do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/2000, ajuizadas especialmente por sociedades corretoras, com o objetivo de questionar a exigência de recomposição de recursos do Fundo de Garantia, e muitas vezes até mesmo obstá-la, não somente em face da então administradora do Fundo de Garantia, mas também do próprio investidor e da CVM, a Instrução CVM nº 461/2007 previu que a entidade administradora de mercado de bolsa comunicará de imediato o ajuizamento de referidas demandas à CVM, e informará a concessão de liminar ou antecipação da tutela, ainda que não vislumbre o propósito do autor de elidir sua responsabilidade. Objetiva-se, assim, garantir a celeridade que deve caracterizar os mecanismos de ressarcimento de prejuízos.

no exercício de suas atribuições, irregularidades ou ilícitos administrativos, inclusive indícios de sua prática, cuja apuração esteja sob a competência de outro órgão público, deverá comunicá-los a respeito, encaminhando-lhes os documentos pertinentes.

O art. 2º, §4º, do referido diploma legal prevê a possibilidade da CVM firmar convênio com outros órgãos públicos, fiscalizadores de instituições financeiras, objetivando a realização de fiscalizações conjuntas, respeitadas as respectivas competências. No §5º do referido dispositivo, o legislador estabeleceu que a CVM deverá fornecer ao COAF as informações cadastrais e de movimento de valores referentes às operações previstas no art. 11, inciso I, da Lei nº 9.613/1998.

Atualmente, citem-se como exemplo os convênios firmados pela CVM com BACEN, SRF, SUSEP, SPC e Agência Nacional de Telecomunicações - ANATEL.

2.1.1.13. Comunicação ao Ministério Público sobre indícios de crime

Nos termos do art. 12 da Lei nº 6.385/1976 e do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001, a CVM deverá comunicar ao Ministério Público os indícios de ocorrência de crime definido em lei como de ação penal pública, instruindo referida comunicação com os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. O §1º do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 atribui referida competência ao Presidente da CVM, permitida sua delegação, bem como estabelece a prévia manifestação do órgão de execução da PGF.

Por fim, nos termos do art. 26 da Lei 7.429/1986, em se tratando de crime contra o sistema financeiro previstos na referida lei, será admitida a assistência da CVM na ação penal, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita às suas disciplina e fiscalização.

2.1.1.14. Convênios com órgãos reguladores estrangeiros. Participação em organizações internacionais

O art. 10 da Lei nº 6.385/1976 prevê a possibilidade da CVM celebrar convênio com órgãos similares de outros países ou com entidades internacionais, para

assistência e cooperação na condução de apuração de condutas que violem normas atinentes ao mercado de capitais, ocorridas no País e no exterior¹³⁵.

O art. 2º, §4º, da Lei Complementar nº 105/2001, também atribui competência à CVM para celebrar convênios com entidades fiscalizadoras de outros países, para alcançar os seguintes objetivos: “a *fiscalização de filiais e subsidiárias de instituições financeiras estrangeiras, em funcionamento no Brasil e de filiais e subsidiárias, no exterior, de instituições financeiras brasileiras*” e “a *cooperação mútua e o intercâmbio de informações para a investigação de atividades ou operações que impliquem aplicação, negociação, ocultação ou transferência de ativos financeiros e de valores mobiliários relacionados com a prática de condutas ilícitas*”.

A CVM celebrou acordo bilateral ou memorando de entendimentos para cooperação técnica e troca de informações com autoridades reguladoras de mais de 20 (vinte) países; tendo firmado também acordos multilaterais. Destacam-se os memorandos de entendimentos firmados com SEC, em 01 de junho de 1998, e com a *Commodity, Futures Trading Commission of the United States – CFTC*, em 12 de abril de 1991.

Por fim, a CVM também participa de organizações internacionais, ao lado de autoridades reguladoras do mercado de capitais de outros países. Destaque para a IOSCO.

2.1.1.15. *Amicus curiae*

Por meio da Lei nº 6.616, de 16 de dezembro de 1978, foi introduzido na Lei nº 6.385/1976 o art. 31, que dispôs sobre a atuação da CVM, na qualidade de “amicus curiae”, em processos judiciais que tenham por objeto matéria inserta em sua competência.

Referida alteração legislativa acarretou muita polêmica no que tange à sua natureza jurídica e respectivos efeitos¹³⁶, em especial sobre a definição da Justiça competente para julgar caso a CVM decida manifestar-se na qualidade de *amicus curiae*,

¹³⁵A este respeito, leia-se o disposto no art. 9º, §6º, da referida lei: “§6º A Comissão de Valores Mobiliários será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I – seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II – os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional”.

¹³⁶Cf. FRONTINI, Paulo Salvador. A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei 6.616/1978: uma charada processual! *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano, 17, n. 32, p. 103, 1978.

principalmente em razão do disposto no §3º do art. 31 em questão, que atribui à referida autarquia federal legitimidade para interpor recursos, quando as partes assim não o fizerem¹³⁷.

Assim, nos termos do §1º do art. 31 da Lei nº 6.385/1976, a CVM deverá ser intimada após a apresentação da contestação pelo réu. Observe-se que a apresentação de parecer pela CVM não se faz obrigatória. Com efeito, a atuação em tal qualidade requer imparcialidade e, muitas vezes, esta lhe é suprimida, a exemplo da hipótese em que a autarquia federal figura como ré naqueles autos judiciais ou em outros, nos quais se debatem os mesmos fatos, apresentando-se notória a ausência de imparcialidade, de forma a impedir sua manifestação na qualidade de “*amicus curiae*”.

Outra situação corriqueiramente se apresenta: no curso de processo administrativo, sancionador ou não, em que figure como interessado justamente o autor ou o réu da ação judicial na qual se pretende a manifestação da autarquia na qualidade de *amicus curiae*, o Colegiado da CVM já apresentou sua manifestação conclusiva sobre referidos fatos. Nestes casos, em regra, encaminham-se ao Poder Judiciário as referidas decisões administrativas, bem como informações acerca de seu cumprimento.

Por fim, pode-se afirmar que, apesar da polêmica acerca da ocorrência de modificação de competência para apreciar e julgar o feito, bem como o momento em que esta deveria ocorrer, observa-se a corrente atuação da CVM na qualidade de *amicus curiae* nos autos de processos que tramitam perante a Justiça Estadual, sem que isso acarrete a modificação da competência para a Justiça Federal. Há que se informar, porém, que raros são os casos de recurso interposto pela autarquia a desafiar de forma mais direta debate acerca da constitucionalidade de tal procedimento, mesmo em razão da restrição constante do próprio §3º do art. 31 da Lei nº 6.385/1976, que parece traçar hipótese de legitimidade recursal *subsidiária*, diversamente do que pretendeu legislador com a edição da Lei nº 9.469/1997.

¹³⁷ A questão segue controversa, especialmente após a edição da Lei nº 9.469, de 10 de junho de 1997, que no parágrafo único de seu art. 5º trouxe regra de atuação das pessoas jurídicas de direito público nesta qualidade, inclusive a respeito de sua legitimidade para recorrer, hipótese em que, segundo referido dispositivo, serão consideradas partes para fins de modificação da competência para apreciar e julgar o feito. A respeito da possibilidade de modificação da competência da Justiça Estadual para a Justiça Federal prevista no mencionado dispositivo legal, vide entendimentos distintos: BUENO, Cássio Scarpinella. *Amicus Curiae no processo civil brasileiro: um terceiro enigmático*. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 219-247; e CARNEIRO, Athos Gusmão. Da intervenção da União Federal, como *amicus curiae*: ilegitimidade para, nesta qualidade, requerer a suspensão dos efeitos de decisão jurisdicional; Leis 8.437/92, art. 4º, e 9.469/97, art. 5º. (Parecer). *Revista de Processo*, São Paulo, v. 28, n. 111, p. 243-258, jul./set. 2003.

2.1.1.16. Execução fiscal

Os créditos de titularidade da CVM, de qualquer natureza, inclusive aqueles decorrentes de penalidade e multa cominatória aplicadas na forma do art. 11, *caput* e §11, da Lei nº 6.385/1976, são inscritos na Dívida Ativa da referida autarquia federal e sua cobrança se dá mediante ajuizamento de ação de execução fiscal, cuja disciplina se encontra na Lei nº 6.830, de 22 de setembro de 1980.

2.1.1.17. Ação coletiva e termo de ajustamento de conduta

Estes instrumentos que se encontram à disposição da CVM para a disciplina e supervisão do mercado de capitais serão abordados no Capítulo IV. Encontram-se disciplinados pelas Leis nº 7.347, de 24 de julho de 1985. 7.913, de 07 de dezembro de 1989, e 8.078, de 11 de setembro de 1990.

2.1.2. Auto-regulação: instrumentos

Conforme mencionado na seção anterior, a atuação dos particulares no mercado de capitais também pode sofrer limitação por meio de regras formuladas pelos próprios agentes econômicos organizados de forma coletiva, denominada auto-regulação.

No mercado de capitais brasileiro, em regra, a auto-regulação não decorre meramente de acordo entre os agentes para submissão a regras elaboradas coletivamente, mas encontra fundamento na Lei nº 6.385/1976 e, assim, suscita debate acerca da natureza das entidades de auto-regulação e os reflexos desta sobre sua atuação.

Além disso, a própria opção do legislador por utilizar a auto-regulação na disciplina do mercado de capitais e o modelo de integração entre esta e a regulação exercida pelo Estado também são objeto de controvérsias.

Marcos Galileu Lorena Dutra aponta vantagens e desvantagens da auto-regulação para este fim, permitindo verificar que esta discussão é afeta a países que apresentam as mais distintas escolhas e formulações no que tange à utilização da auto-regulação para os mencionados fins¹³⁸. Segundo o autor, são indicadas como vantagens da auto-regulação no mercado de capitais o elevado grau de conhecimento da entidade auto-

¹³⁸DUTRA, Marcos Galileu Lorena. op. cit., p. 43-57.

reguladora sobre o objeto da regulação; o financiamento das atividades de auto-regulação, que não depende de recursos oriundos do Estado, por vezes limitados; a agilidade e a flexibilidade na criação e na imposição das regras, mais intensas do que na hetero-regulação, uma vez que o ente regulador deve ater-se aos contornos da competência que lhe foi atribuída; e, por fim, quando coordenada adequadamente com a hetero-regulação, a possibilidade de se evitar sobreposição de esforços¹³⁹.

Já como desvantagem da auto-regulação, destaca-se a possibilidade de conflito de interesses, caso em que, por exemplo, a entidade auto-reguladora utilizaria seus instrumentos para defender seus membros e não para proteger os investidores e, em última instância, o próprio interesse público. O mesmo se diga quanto à aplicação de penalidades a seus membros, o que pode demonstrar os efeitos do conflito de interesses sobre a efetividade do *enforcement* desenvolvido pela entidade auto-reguladora. A seu turno, o financiamento de suas atividades pode se mostrar ponto vulnerável da auto-regulação caso seus membros tenham suficiente influência na destinação dos recursos para deixar de aplicá-los em setores essenciais ao bom desenvolvimento de suas funções. Por fim, o acesso dos membros da entidade de auto-regulação a relevantes informações sobre as operações realizadas no mercado de capitais pode propiciar o cometimento de fraudes, caso seja deficientemente controlado. Tal qual a possibilidade de competição entre reguladores aludida no Capítulo I, pode-se vislumbrar na concorrência uma forma de mitigar as desvantagens acima relacionadas. Porém, esta solução se torna muito improvável em um cenário de competição limitada.

No art. 17 da Lei nº 6.385/1976 identifica-se a opção do legislador brasileiro pela existência da auto-regulação no mercado de capitais. De sua leitura surgem controvérsias acerca da natureza da atividade desenvolvida pelas bolsas a este título.

O *caput* do art. 17 confere às bolsas de valores, às bolsas de mercadorias e futuros, às entidades de mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações autonomia administrativa, financeira e patrimonial. Na sequência, dispôs o legislador que as referidas bolsas e entidades exercerão suas atividades sob a supervisão da CVM. O §1º do art. 17 as qualifica como “órgãos auxiliares da CVM”, aos

¹³⁹Esclarece o autor que neste caso não se trata de renúncia do Estado aos poderes sobre atividades que deveriam se submeter à regulação, mas tão somente de distribuição de esforços entre Estado e entidade de auto-regulação na busca por maior eficiência.

quais foi atribuída a fiscalização dos respectivos membros e das operações com valores mobiliários nelas realizadas.

Destacando a autonomia administrativa, financeira e patrimonial, alguns doutrinadores sustentam a natureza privada das bolsas e, assim, o caráter voluntário da auto-regulação. Entendimento contrário foi proferido por Fábio Konder Comparato¹⁴⁰, segundo o qual a autonomia conferida às bolsas se mostra extremamente reduzida. Assim, as funções desempenhadas pelas bolsas denotam caráter público, e estas encerrariam pessoa jurídica de direito privado a quem o legislador incumbiu o exercício de um serviço público.

Certo é que da dicção do referido §1º do art. 17 da Lei nº 6.385/1976 a auto-regulação encerra dever atribuído pelo legislador às bolsas e às referidas entidades. Reforça-se este entendimento a leitura do art. 11, §10; art. 18, inciso I, alínea ‘d’; e do art. 21, §4º, ambos da Lei nº 6.385/1976. Assim, respeitadas as distinções quanto à natureza, à estrutura e aos poderes conferidos à autoridade reguladora e à entidade de auto-regulação¹⁴¹, não se pode afastar das finalidades desta última a busca pelo interesse público, consubstanciado no eficiente funcionamento do mercado de capitais¹⁴².

Assim, seguem breves observações acerca dos principais instrumentos utilizados pelas entidades referidas no art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976 na atividade de auto-regulação.

2.1.2.1. Expedição de normas

Auto-regulação implica em formulação de regras e sua imposição por agentes econômicos coletivamente organizados, ou seja, a competência para tanto assenta-

¹⁴⁰COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 319-330.

¹⁴¹Segundo Otávio Yazbek, dada a natureza das entidades de auto-regulação, seus instrumentos são distintos daqueles utilizados pelo Estado, sendo, em geral, fundados no direito privado, sem que isso retire a subordinação que se revela na relação entre regulado e entidade auto-reguladora. Explica o autor: “Trata-se de uma subordinação, porém, sustentada muito mais por aquele instrumental típico das relações entre agentes privados. Naturalmente, nos regimes em que as bolsas recebem competência por força de disposições legais específicas (competência, portanto, originária da lei, e não derivada da competência do regulador), assim como naqueles em que elas detêm um *status* de auxiliares do poder público (caso em que se pode apresentar também aquela competência derivada, nos limites estabelecidos pela legislação), aumentam também, as possibilidades para a instância auto-reguladora” (YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 208-212).

¹⁴²Dispõe a Instrução CVM nº 461/2007: “Art. 14. A entidade administradora de mercado organizado deverá manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e auto-regulação dos mercados por ela administrados”.

se, em regra, na anuência dos envolvidos. Nos casos em que a auto-regulação se faz opção do legislador, as entidades de auto-regulação extraem o fundamento desta competência também de dispositivos legais ou das normas expedidas pelo regulador.

É o que ocorre com as bolsas e as entidades referidas no art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976. Referida lei, por exemplo, dispõe no §4º do art. 21 que as bolsas de valores e as entidades de mercado de balcão organizado poderão estabelecer os requisitos para que os valores sejam admitidos à negociação em seu recinto ou sistema, mediante prévia aprovação da CVM. Já nos termos do art. 11, §10, e do art. 18, inciso I, alíneas ‘c’, ‘d’, ‘e’, ‘f’ e ‘h’, do mencionado diploma legal, observa-se que referida competência das bolsas e das demais entidades auto-reguladoras relacionadas no §1º do art. 17, encontra-se delineada nos atos normativos expedidos pela CVM.

Assim, a Instrução CVM nº 461/2007, nos termos de seu art. 15, estabeleceu a competência as entidades administradoras de mercados organizados para aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, as matérias relacionadas em seus incisos, entre as quais destacam-se as condições para a admissão e permanência como pessoa autorizada a operar nos referidos mercados.

Por fim, nos termos do art. 17, incumbe às entidades administradoras de mercados organizados a aprovação de normas de conduta necessárias “ao seu bom funcionamento e à manutenção de elevados padrões éticos de negociação”. O §1º do art. 17 da Instrução CVM nº 461/2007 prevê também a competência de referidas entidades para estabelecer as sanções em caso de descumprimento de referidas normas de conduta, respeitado o direito de defesa.

2.1.2.2. Fiscalização. Processo disciplinar. Termo de compromisso

O art. 17, §1º, da Lei nº 6.385/1976 incumbiu às bolsas e às entidades ali referidas a fiscalização dos respectivos membros e das operações com valores mobiliários nela realizadas. O art. 18, inciso I, alínea ‘d’, da referida lei prevê o exercício de poder disciplinar pelas referidas entidades, com a possibilidade de imposição de penas.

Nos termos da Instrução CVM nº 461/2007, a fiscalização e a supervisão previstas no referido dispositivo legal competem ao Departamento de Auto-Regulação, ao Diretor deste

departamento e ao Conselho de Auto-Regulação da entidade administradora de mercados organizados (art. 36)¹⁴³.

Assim, a entidade administradora de mercados organizados deverá providenciar a segregação das atividades de auto-regulação por meio de sua divisão nos seguintes órgãos: o Departamento de Auto-Regulação, responsável pela atividade fiscalizatória; o Diretor do Departamento de Auto-Regulação, responsável pelo pessoal do departamento; e o Conselho de Auto-Regulação, órgão de deliberação e decisão¹⁴⁴.

Esses três órgãos são encarregados de fiscalizar a atividade da própria entidade administradora e também dos emissores de valores mobiliários, na hipótese destes existirem (art. 36, §1º), bem como de monitorar o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, impondo penalidades quando estas forem descumpridas (art. 36, § 2º), sendo-lhes exigido a manutenção do sigilo sobre as operações realizadas em mercado e por ele fiscalizadas (art. 36, § 4º).

O Departamento de Auto-Regulação tem a função de fiscalizar e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade e das pessoas ali autorizadas a operar (art. 42). Incumbe a este órgão também instaurar, instruir e conduzir processos administrativos disciplinares para apurar as

¹⁴³Os arts. 37, 38, 39 e 47 da referida Instrução CVM trazem requisitos para assegurar as necessárias autonomia e independência dos referidos órgãos. Assim, o Departamento e o Conselho têm asseguradas independência funcional e autonomia na gestão de seus recursos próprios, além de amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades que realizam. O Diretor do Departamento de Auto-Regulação e os demais integrantes do Conselho de Auto-Regulação serão eleitos e destituídos pelo Conselho de Administração (devendo tal decisão ser submetida à CVM); sendo-lhes garantido mandato fixo de três anos, renovável. Tais pessoas somente perderão seus mandatos por força de renúncia, condenação judicial ou em processo sancionador instaurado pela CVM, ou em caso de deliberação do Conselho de Administração, com base em proposta fundamentada. Por fim, impende destacar que o Conselho de Auto-Regulação deve ser composto por pelo menos 2/3 (dois terços) de membros independentes, sendo um deles eleito Diretor do Departamento de Auto-Regulação. Por conselheiro independente deve ser entender aquele que não mantém vínculo com entidade administradora; com as controladas desta, direta ou indiretamente; com o seu administrador; com pessoa a autorizada a operar no mercado fiscalizado; ou com sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora. E o vínculo acima referido compreende relação empregatícia; relação de prestação de serviço; participação em órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo; participação, direta ou indireta, com porcentagem igual ou superior a 10% do capital votante; ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.

¹⁴⁴Ressalte-se que, de acordo com a regulamentação em vigor, é permitido à entidade administradora, para a realização da função de auto-regulação, a constituição de uma associação, ou de uma sociedade controlada, ou submetida a controle comum, ou ainda a contratação de uma empresa terceirizada (art. 36, §3º). A Bolsa de Valores de São Paulo S/A e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC constituíram a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, uma associação à qual foi atribuída a supervisão do cumprimento das normas do mercado pelos participantes que atuam no âmbito das referidas entidades. Em 01 de outubro de 2007 a BSM deu início às suas atividades.

infrações das normas que lhe incumbe fiscalizar, devendo propor ao Conselho de Auto-Regulação a penalidade a ser aplicada em cada caso.

Assim, ao Conselho de Auto-Regulação compete supervisionar as atividades do Departamento de Auto-Regulação e o julgar os processos administrativos disciplinares.

Estão sujeitos às penalidades aplicadas pelo Diretor de Auto-Regulação ou pelo Conselho de Auto-Regulação, os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, e os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas (art. 48).

As penalidades que podem ser impostas por violações de normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Auto-Regulação estarão previstas em seu regulamento. Ressalte-se que das decisões do Conselho de Autor-Regulação não caberá recurso à CVM (art. 49, *caput* e §3º).

A possibilidade de celebração de compromisso no curso dos referidos processos administrativos foi prevista nos termos do §10 do art. 11 da Lei nº 6.385/1976¹⁴⁵.

Assim, o investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação seja submetida à CVM como base para a celebração de compromisso no curso de processo administrativo, previsto no art. 11, § 5º, da Lei nº 6.385/76 (art. 49, §4º, da Instrução CVM nº 461/2007).

Ainda, no julgamento das infrações apuradas em processo administrativo sancionador, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação, e a pena imposta pela auto-regulação deve ser considerada no cálculo da pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976 em processos administrativos que tramitam perante a CVM e que, porventura, tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação (art. 49, §§5º e 6º).

¹⁴⁵A BSM divulgou 09 (nove) termos de compromisso, celebrados no curso de processo administrativo, nos quais se verifica o pagamento total de R\$ 320.000,00. Também foram divulgadas as decisões proferidas em 03 (três) processos, que culminaram com a aplicação de multa no valor total de R\$ 125.000,00. Segundo divulgado pela BSM, os casos, em sua maioria, envolveram intermediação de operações para investidores não-residentes com cadastro irregular. BM&FBOVESPA. *Processos administrativos concluídos*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/ProcessosAdministrativos.asp>>. Acesso em: 18 jan. 2009.

Por fim, é interessante salientar que os recursos provenientes das multas e dos termos de compromisso celebrados no âmbito da auto-regulação são revertidos, em sua totalidade, para as atividades de auto-regulação ou para indenização de terceiros prejudicados.

2.1.2.3. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos

Trata-se do instrumento objeto de observações na seção anterior. Apenas complementa-se que em consulta às informações divulgadas pela BSM¹⁴⁶, entidade auto-reguladora anteriormente mencionada que iniciou suas atividades em outubro de 2007, foi possível aferir o número de reclamações de investidores ao mecanismo de ressarcimento de prejuízos, bem como o número de casos em que houve ressarcimento dos prejuízos sofridos pelo investidor.

Encontram-se sob análise 21 (vinte e um) requerimentos de investidores realizados sob a égide do art. 40 do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/2000, e 56 (cinquenta e seis) requerimentos realizados sob a vigência da Instrução CVM nº 461/2007. Constam como concluídos 06 (seis) reclamações realizadas sob a regulamentação anterior, com o seguinte resultado: 01 (um) investidor foi ressarcido; 03 (três) processos foram encerrados em razão da não interposição de recurso ou desistência pelo investidor; e 02 (dois) processos foram encaminhados à CVM para julgamento de recursos pelo reclamante.

Quanto aos requerimentos realizados nos termos do art. 80 da Instrução CVM nº 461/2007, 22 (vinte e dois) processos foram concluídos, com o seguinte resultado: 05 (cinco) investidores foram ressarcidos; 01 (um) processo foi encerrado mediante a realização de acordo entre investidor e causador do dano; 05 (cinco) processos foram encerrados em razão da ocorrência de prescrição; 05 (cinco) processos foram encerrados em razão do reconhecimento da prescrição ou da não interposição de recurso pelo reclamante; e 06 (seis) processos foram encaminhados à CVM para julgamento de recursos interposto pelo reclamante.

¹⁴⁶BM&FBOVESPA. *Processos MRP (Em análise)*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/FormConsultaProcessosAnalise.asp>>, e BM&FBOVESPA. *Processos MRP (Concluídos)*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp>>. Acesso em: 19 jan. 2009.

2.2. Os instrumentos conferidos aos investidores

O panorama dos instrumentos previstos no ordenamento jurídico para a proteção dos investidores e do próprio mercado de capitais deve compreender aqueles atribuídos pelo legislador aos primeiros. Algumas formas de atuação do investidor foram objeto de observações nas seções anteriores. Por exemplo, formular consulta à CVM ou encaminhar-lhe denúncia acerca do cometimento de infrações no mercado de capitais. Requerer o ressarcimento de prejuízos às entidades auto-reguladoras. Formular notícia-crime ao Ministério Público ou à autoridade policial.

Porém, para referido estudo, reforce-se, mais uma vez, a necessidade de analisar conjuntamente as Leis nº 6.385/1976 e 6.404/1976. Ademais, no que tange à disciplina das sociedades por ações, é preciso ter em mente outra advertência aposta por Calixto Salomão Filho, acerca da inadequação da pretendida aplicação da estrutura societária anglo-saxã para o Brasil, pois que desenvolvida em países onde o mercado de capitais se mostra relevante e o poder societário, diluído, características que exercem a função denominada pelo autor de “elemento organizador natural” no âmbito das sociedades, capazes de garantir a autonomia dos administradores, de propiciar a desejada cooperação entre os sócios e, principalmente, de possibilitar que a atual concentração de poderes nas mãos dos acionistas controladores seja acompanhada da devida proteção dos demais sócios e dos demais interesses envolvidos pela sociedade ¹⁴⁷.

Com efeito, conforme informam James D. Cox, Robert W. Hillman. Donald C. Langervoort, as medidas cuja legitimidade foi conferida aos particulares são elementos indispensáveis à conformação da disciplina do mercado de capitais nos Estados Unidos da América. Além de permitirem a reparação de dano sofrido pelo investidor, tais instrumentos desempenham a relevante função de estimular os participantes do mercado e as companhias ao cumprimento das normas. Destacam os autores a relevância desta constatação ante o fato de que os recursos da SEC para a regulação do mercado de capitais são limitados¹⁴⁸. Entre as medidas citadas pelos referidos autores, encontra-se o

¹⁴⁷ Observa o autor: “A uma realidade empresarial absolutamente concentrada contrapõe-se um direito societário que procura estruturar-se a partir de regras de informação completa dos acionistas. Busca-se então uma solução de mercado para uma situação onde obviamente o mercado não é um elemento suficiente para a organização as relações societárias (pois sendo concentrada a realidade econômica, este é necessariamente imperfeito)” In SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2006. p. 51-52.

¹⁴⁸ COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 4. ed. New York: Aspen Publishers, 2004. p. 717.

ajuizamento da *class action*, para o que é legitimado o investidor lesado, e que será objeto do próximo capítulo.

Assim, observa-se a importância da adequada previsão de direitos do acionista da sociedade anônima, bem como de dotar estes acionistas dos instrumentos necessários à sua garantia. Destacam-se os direitos previstos no art. 109 da Lei nº 6.404/1976, especialmente o de fiscalizar a gestão dos negócios sociais na forma prevista na referida lei, objeto do Capítulo I, bem como a possibilidade de o acionista provocar a atuação da CVM, nas diversas hipóteses previstas na lei que disciplina as sociedades anônimas.

Merecem menção também a possibilidade de ajuizamento de ação judicial, nas formas previstas no art. 159, §7º, e no art. 286 da Lei nº 6.404/1976, bem como a legitimidade subsidiária do acionista para a propositura de ação, em nome da companhia, em face de administrador, para obter a reparação de danos por estes causados, na forma do art. 159, §4º, da referida lei.

A par da disciplina especial encontrada na Lei nº 6.404/1976, observa-se a possibilidade do investidor ajuizar ação para a obtenção de danos sofridos causados por participantes do mercado.

Conforme será observado no Capítulo IV, no Brasil não foi atribuída legitimidade ao investidor para a propositura de ação coletiva. Porém, a coletividade de investidores pode fazê-lo, desde que organizada sob a forma de associação que tenha por objeto a defesa destes interesses, respeitados os demais requisitos legais.

Assim, caso o investidor decida não ajuizar demanda individual nem participar de associação de investidores, poderá, ainda, levar os fatos ao conhecimento dos demais órgãos públicos legitimados para a propositura de ação coletiva, entre estes a CVM e o Ministério Público, os quais poderão atuar caso os fatos trazidos a seu conhecimento revelem a necessidade de proteção a direitos transindividuais.

III. A EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA: MERCADO DE CAPITAIS E *SECURITIES CLASS ACTIONS*

3.1. Estudo de Direito Comparado: utilidade e limites

A utilidade do estudo de Direito Comparado é entendimento corrente na doutrina. Com efeito, reconhece-se que a comparação entre institutos estrangeiros e nacionais auxilia no entendimento do direito pátrio e em seu aperfeiçoamento, e que a observação da experiência estrangeira apura a compreensão dos diversos sistemas jurídicos. Atualmente, a comparação jurídica, que alguns doutrinadores consideram tão antiga quanto o próprio estudo do Direito, mostra-se necessária para a correta aplicação da lei estrangeira, quando assim o sistema nacional exige, e também para a disciplina de relações internacionais cada vez mais complexas e numerosas, aqui entendidas como aquelas em que seja possível vislumbrar elementos de conexão entre ordenamentos jurídicos de dois ou mais países.

A este respeito, pertinentes as palavras de Tullio Ascarelli:

*“Estudando o direito estrangeiro e descobrindo-lhe as premissas eventualmente diferentes das do seu direito nacional, ocorrer-lhe-á, às vezes, encontrar, ao cabo do estudo de um direito estrangeiro, uma explicação melhor para alguns problemas do direito de seu país. É, aliás, o que, em âmbito mais vasto, acontece com os que, viajando longe de sua pátria, são levados a perceber, através da observação dos países estrangeiros, as características do próprio país, colhendo, em toda a sua plenitude, dados de seu país, que, talvez pelo fato de lhe parecerem naturais, haviam anteriormente quase despercebido”*¹⁴⁹.

É também entendimento corrente na doutrina que somente após compreender os fundamentos das soluções jurídicas estrangeiras e seu alcance real é que a propalada comparação faz sentido e pode ocorrer de forma crítica ¹⁵⁰.

¹⁴⁹ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999. p. 42.

¹⁵⁰A este respeito, a necessária advertência feita por Ada Pellegrini Grinover, ao sustentar a utilidade da observação da *class actions for damages* para o estudo das ações coletivas: “É evidente que as soluções estrangeiras não podem ser importadas mecanicamente, porquanto cada sistema tem peculiaridades próprias e a realidade social, política e econômica pode variar muito de um país para outro. Mas a experiência alienígena, ao enfrentar e encaminhar soluções para problemas comuns, não deve ser desprezada”. In GRINOVER, Ada Pellegrini. Da *class action for damages* à ação de classe brasileira: os requisitos de admissibilidade. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 96, n. 352, p. 3, out./dez. 2000.

Tullio Ascarelli, com apoio em estudiosos que se dedicaram à ciência da comparação jurídica, elaborou interessante síntese do que denominou “advertências”, a serem observadas previamente ao início de estudo de Direito Comparado¹⁵¹, a seguir resumidas: (i) é necessário estudar o *direito* comparado, e não a *legislação* comparada; (ii) é necessário considerar a unidade do sistema jurídico: a influência dos princípios gerais do sistema sobre a solução jurídica e a existência de outros institutos; (iii) a disciplina de um instituto não decorre somente das normas que diretamente lhe dizem respeito, mas também de sua qualificação no sistema, quer dizer, no âmbito de cada direito interno, a aplicabilidade de uma série de normas, princípios, critérios interpretativos depende da qualificação do instituto em observação; (iv) a análise da jurisprudência, ao lado da legislação, mostra-se indispensável, especialmente no sistema de origem inglesa, em que se atribui aos precedentes jurisprudenciais certo caráter normativo, mas também nos sistemas de base romanista, em que, mesmo ante a ausência de atribuição do referido caráter normativo, as decisões judiciais, na prática, tendem a adotar máximas constantes; (v) faz-se importante observar as diversas relações que se firmam entre legislação e jurisprudência, entre as quais o autor indica duas hipóteses opostas e interessantes: quando uma lei está em vigor há muito tempo, é comum a jurisprudência fazer sua interpretação, integração e modificação, tornando-a, em certos casos, irreconhecível, caso em que se pode verificar a elaboração de novas soluções, novos institutos e até mesmo novos princípios gerais; por outro lado, quando a lei é recente e encontra sua origem em idéias distintas daquelas que prevalecem no direito vigente no momento de sua promulgação, é comum observar a tendência de interpretação da lei com fundamento nos velhos princípios; (vi) ao lado da lei e da jurisprudência, é importante observar as práticas comerciais vigentes no sistema estrangeiro; (vii) a análise das tendências da técnica jurídica é igualmente importante; e (ix) é preciso buscar o que o autor denomina “premissas implícitas” nos diversos direitos, que são premissas econômicas, sociais, doutrinárias, entre outras, muitas vezes não explicitadas pela doutrina do direito nacional objeto de estudo e comparação, mas de extrema importância para entender o alcance das soluções jurídicas e para a compreensão da diretriz de evolução de determinado direito.

Na pesquisa desenvolvida para a elaboração do presente trabalho buscou-se considerar as “advertências” acima mencionadas, no intuito de colher os melhores

¹⁵¹ASCARELLI, Tullio. op. cit., p. 35-45.

resultados da comparação entre o sistema norte-americano e o sistema brasileiro para o tema proposto.

Desta forma, foi realizada pesquisa sobre a origem e a evolução do sistema jurídico norte-americano, com o objetivo de se apreender as peculiaridades deste sistema, especialmente sobre as *class actions*.

3.2. Estados Unidos da América: a escolha da experiência norte-americana como paradigma

Uma vez destacadas a importância e a utilidade do estudo de Direito Comparado em todas as disciplinas jurídicas, cumpre esclarecer a escolha da experiência norte-americana como objeto de estudo para comparação com o sistema brasileiro no desenvolvimento do tema proposto.

O primeiro fator a ser considerado para a realização da mencionada escolha reside no notório desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano.

É pertinente ressaltar a existência de estudos acerca da grande dispersão do controle acionário das companhias norte-americanas, e, assim, a separação entre controle e propriedade, com o conseqüente surgimento de conflito entre os interesses dos administradores e acionistas controladores das companhias, conhecidos como “insiders”, e os interesses dos acionistas não-controladores, ditos “outsiders”. Assim, a princípio, este teria sido um dos fatores a conformar o desenvolvimento dos instrumentos para a proteção dos investidores no mercado de capitais norte-americano, e uma possível explicação para a vivência norte-americana no que tange às denominadas *securities class actions*. Outros fatores estariam relacionados à tendência à construção de bases associativas e organizativas naquele país, encontrando-se, inclusive, ilações acerca dos reflexos do federalismo por agregação em oposição ao federalismo por segregação sobre este fenômeno.

Advirta-se, portanto, quanto às diferenças que se pode observar, sem maior esforço, na origem e na conformação dos mercados de capitais norte-americano e brasileiro, quer no aspecto qualitativo do conjunto de investidores, quer no que tange à importância dos recursos captados no âmbito deste mercado face à totalidade dos recursos aportados na economia de cada país.

Quem é o investidor no mercado de capitais? É provável que se obtenha respostas diferentes a esta indagação ao se analisar o mercado de capitais brasileiro e o mercado de capitais norte-americano.

Com efeito, pode-se afirmar que a crescente adesão de pequenos investidores ao mercado de capitais brasileiro, desencadeada principalmente a partir de 1970, em escala nem sempre constante, mas ultimamente considerável, e correntemente denominada, pelos meios de comunicação, “democratização do capital” ou “popularização do mercado de capitais”¹⁵², é fenômeno há muito vivenciado nos Estados Unidos da América.

Esta tendência pôde ser recentemente observada com a crescente participação de pessoas naturais na aquisição de ações em ofertas públicas, bem como em demais operações realizadas no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos, conforme explicitado no Capítulo I.

John C. Coffee Jr., Joel Seligman e Hillary A. Sale¹⁵³ destacam relevante modificação ocorrida no mercado de capitais norte-americano, que se afastou da então tradicional dispersão acionária e, possivelmente, da equação “separação entre propriedade e controle”, e veio a experimentar uma reconcentração da propriedade das ações com o aumento da participação dos investidores institucionais: *mutual funds* ou *investment companies*; *pension funds*; *hedge funds*; *bank trust departments*; e *insurance companies*¹⁵⁴.

A este respeito, é importante ressaltar a existência de polêmicos debates acerca da participação dos investidores institucionais na condução e na fiscalização das atividades desenvolvidas pelas companhias abertas nos Estados Unidos da América, que, segundo relato dos autores acima mencionados, mostra-se extremamente tímida, apesar dos recentes avanços¹⁵⁵.

¹⁵² A popularização do mercado de capitais. *RT Informa*, São Paulo, ano 8, n. 50, p. 4-5, jul./ago. 2007.

¹⁵³ COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 37-41.

¹⁵⁴ Os números apresentados pelos autores impressionam: em 1950, os investidores institucionais eram proprietários de aproximadamente 7,2% dos *securities* de emissão de companhias abertas; já em 2003, este percentual passou a aproximadamente 50%. E esta participação se elevaria a 69% se a análise considerasse apenas as 1000 (mil) maiores companhias abertas. O mesmo se relata no que tange ao volume de negociação destes ativos, indicando-se expressiva participação dos investidores institucionais.

¹⁵⁵ John C. Coffee Jr., Joel Seligman e Hillary A. Sale apontam algumas causas para a passividade dos investidores institucionais (i) regras editadas pela SEC em especial aquelas relativas à obtenção de procurações para exercício do direito de voto, que acabavam por impor dificuldades à comunicação entre os investidores institucionais e que foram recentemente alteradas, mas sem o condão de facilitar de forma relevante tal comunicação; (ii) preferência dos investidores institucionais por liquidez, incompatível com a participação em bloco de controle das companhias abertas; (iii) ausência de remuneração ou prêmio para os

Os *hedge funds*, por destinarem suas cotas a investidores ditos qualificados, diferentemente dos *mutual funds*, não são obrigados a manter registro junto à SEC nos termos do *Investment Company Act*, de 1940¹⁵⁶. São, assim, conhecidos por não se submeterem às regras emanadas pela mencionada autoridade reguladora, em especial àquelas relacionadas à diversificação como combate ao risco e à preservação da liquidez.

Isto tem sido motivo de intensa polêmica nos Estados Unidos da América, em especial após a deflagração da crise no mercado financeiro daquele país cujas consequências puderam ser vistas a partir do ano de 2007, causada, principalmente, pela aquisição de títulos de dívida, em larga escala, pelos investidores institucionais, entre eles os *hedge funds*, sem, ao que tudo indica, a necessária análise acurada do risco de crédito envolvido nos referidos ativos. A preocupação se elevou após a verificação de que entre os investidores ditos qualificados, ou seja, aptos a realizarem investimentos via *hedge funds*, encontram-se fundações e também *pension funds*.

Os *hedge funds* são conhecidos como investidores agressivos, cuja participação no mercado de capitais pode afetar a condução das atividades das companhias abertas das quais sejam acionistas. Menciona-se a “tomada” de controle de companhias abertas, ou atos tendentes a levar administradores de companhias abertas à renúncia. Porém, segundo John C. Coffee Jr., Joel Seligman e Hillary A. Sale, acredita-se que sua participação mais ativa nas companhias abertas, em geral, resulta naturalmente da ínfima regulação a que são submetidos, em especial da liberdade quanto à composição de suas carteiras.

Os investidores institucionais, brasileiros e estrangeiros, detêm relevantíssima participação no mercado de capitais brasileiro, conforme explicitado no Capítulo I. Encontra-se na doutrina pátria entendimento que uma mudança na sua forma de

gestores e administradores dos investidores institucionais como resultado de atuação na participação das atividades societárias das companhias abertas; (iv) adoção de estratégia de investimento voltada para a criação de carteiras que persigam a diversificação como controle de risco. Assim, *mutual funds* e *pension funds*, ditos os maiores intermediários de financiamento de companhias abertas via captação de recursos no mercado de capitais, apresentam atuação mais tímida em especial devido às regras mais rígidas de diversificação de ativos na formação de suas carteiras como forma de controle de risco. Porém, realçou-se uma distinção recente no comportamento destes dois investidores institucionais: enquanto os *mutual funds* mantêm-se na estratégia de aquisição de baixos percentuais de ações de um mesmo emissor, *pension funds* movimentaram-se no sentido de adquirir maior participação em uma mesma companhia, e, como reflexo, já se pôde observar atuação mais relevante em assembléias de acionistas, bem como a propositura de *class actions* pelos *pension funds*. COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 37-41.

¹⁵⁶ Diferentemente do que ocorre com os *hedge funds* nos Estados Unidos da América, os fundos de investimento constituídos no Brasil submetem-se à regulação da CVM.

atuação nas sociedades anônimas, da mera fiscalização à efetiva representação de seus interesses, poderia contribuir para o desejável equilíbrio entre os acionistas num ambiente de forte concentração do controle acionário como o mercado de capitais brasileiro¹⁵⁷.

Por fim, qual a relevância da participação do Estado na qualidade de investidor no mercado de capitais de cada um destes países? Importante ressaltar ser relevante participação do Estado no mercado de capitais brasileiro, na qualidade de acionista controlador, ou integrante do bloco de controle, das mais representativas companhias abertas, quer diretamente, quer por meio de seus bancos de desenvolvimento e de fundos de pensão.

Traçar em detalhes as causas da discrepância cronológica da ocorrência de tais fenômenos no Brasil e nos Estados Unidos da América demandaria estudo fortemente fundado na ciência da economia, afastando-se do objetivo do presente trabalho e extrapolando os limites delineados anteriormente.

Não se ignora que, entre tantos fatores passíveis de serem apontados como relevantes, o desenvolvimento da legislação e da regulação contribui para o fortalecimento do mercado de capitais¹⁵⁸, porém, mais que investigar as causas da discrepância de cronologia e de intensidade da diluição do controle acionário e da denominada “popularização do mercado de capitais” em cada país, importa, para o presente estudo, uma análise reversa acerca deste fenômeno. Quais são os efeitos trazidos por tal fenômeno ao mercado de capitais brasileiro?

Entre os efeitos possíveis, identifica-se a necessidade de aprimoramento da legislação no que tange aos interesses dos investidores no mercado de capitais, e principalmente, a premência de conferir efetiva, e, assim, tempestiva proteção aos interesses dos investidores já previstos no ordenamento jurídico.

Assim, o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano pode ser considerado entre as denominadas “premissas implícitas” da comparação que se realiza neste capítulo.

De fato, o surgimento da sociedade de massa, e dos conflitos de massa, como fenômeno vivenciado a partir da revolução industrial, verificou-se nos Estados

¹⁵⁷Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3. ed., cit., p. 77-81.

¹⁵⁸Cf. BLACK, Bernard S. op. cit. LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, Forthcoming. p. 2-5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1028081>>.

Unidos da América e também no Brasil, ainda que em tempo e forma distintos. Assim, a análise das soluções jurídicas desenvolvidas no sistema norte-americano mostra-se salutar para investigar se é possível e, mais, recomendável, a tentativa de se adotar, no Brasil, soluções semelhantes às existentes no referido ordenamento jurídico estrangeiro. Assim, sob este prisma, mantém-se a eleição da experiência norte-americana como paradigma.

Não menos importante para a referida escolha é a identificação da denominada *securities class action* como importante instrumento de proteção àqueles que aplicam recursos no mercado de capitais norte-americano.

A *class action*, que será objeto de estudo mais aprofundado nas próximas seções, tem por objetivo assegurar um tratamento processual unitário e simultâneo para um grande número de titulares de posições individuais de vantagem no plano material, reconhecidos como uma classe ou categoria. Isto é possível por meio da presença, em juízo, de um único membro dessa classe ou categoria. Assim como as ações coletivas no Brasil¹⁵⁹, a *class action* é reconhecida pela doutrina norte-americana como um instrumento poderoso de mudança social¹⁶⁰.

Com efeito: entre os instrumentos que o ordenamento jurídico brasileiro oferece para a proteção dos investidores, identifica-se a ação coletiva, a qual traz algumas similaridades com as denominadas *class actions*, cujas virtudes e deficiências têm sido objeto de intensa polêmica nos Estados Unidos da América¹⁶¹.

¹⁵⁹Cf. WATANABE, Kazuo et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*. 6. ed. rev. atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. MANCUSO, Rodolfo de Camargo. A projetada participação equânime dos co-legitimados a propositura da ação civil pública: da previsão normativa à realidade forense. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 91, n. 796, p.11-38, fev. 2002.

¹⁶⁰BILICH, Edward K. M.; KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation: cases and materials*. St. Paul, Minn: West Group, 1999.

¹⁶¹A este respeito, observações de Lionel Zaclis: “A despeito das ambigüidades existentes na legislação relativa a *securities*, o certo é que a maioria dos tribunais têm admitido a utilização das *class actions*, reconhecendo que elas representam um meio apropriado e desejável de resolver litígios decorrentes daquela legislação. Com efeito, na generalidade dos casos, as pretensões dos investidores apresentam reduzido valor unitário, o que impede a propositura de ações individuais, de modo que, por se revelarem as *class actions*, o único meio judicial eficiente para combater a fraude no mercado de valores mobiliários, sua admissão deve ser facilitada” In ZACLIS, Lionel. *Proteção judicial coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários* (análise crítica da Lei 7.913/89 e subsídios para uma visão unitária da ação coletiva). São Paulo, 2003. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. p. 47.

Ainda, como é cediço, os Estados Unidos da América têm notória tradição em matéria de demandas coletivas. Os estudos e as decisões judiciais norte-americanas sobre *group litigation* datam das primeiras décadas do século XIX¹⁶².

Ensina a doutrina pátria que as ações coletivas para a tutela de interesses individuais homogêneos teriam encontrado inspiração na experiência norte-americana sobre a *class action for damages*¹⁶³.

Antonio Gidi, ao tecer comentários sobre o disposto no art. 103, inciso III e § 2º, da Lei nº 8.078/1990, assim se manifestou:

*“Trata-se do que se convencionou chamar ‘class action brasileira’, uma ação civil coletiva cujo objetivo é apurar a responsabilidade civil por danos individualmente sofridos, decorrentes de origem comum (CDC, art. 81, III, c/c o art. 91). Percebe-se a nítida influência do direito norte-americano, e a semelhança com uma das categorias mais polêmica das class action: a damage class action, também conhecida como common question class action”*¹⁶⁴.

Por fim, Vincenzo Vigoriti assim se manifestou sobre a importância do estudo da experiência norte-americana sobre este tema:

“Pur nella consapevolezza di tutto questo, e quindi dei rischi di una ricerca avente, invece, per oggetto il processo di common law, sembra a me che la scelta dell’ordinamento statunitense come campo di indagine e di confronto sai, sotto tutti gli aspetti, una scelta obbligata. E questo

¹⁶²Cf. MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. *Ações coletivas no direito comparado e nacional*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2002. p. 63-72.

¹⁶³A este respeito, palavras de Ada Pellegrini Grinover: *“Os Estados Unidos da América têm longa tradição de ações coletivas. Sobre a class action for damages, na nova regulamentação das Federal Rules, de 1966, os tribunais norte-americanos vêm trabalhando há 34 anos. O Brasil não pode simplesmente desconhecer esta experiência. Não se trata, aqui, de acolher incondicionalmente as particularidades de institutos estrangeiros. Quando o Código de Defesa do Consumidor, em 1990, introduziu no ordenamento brasileiro a ação coletiva em defesa de interesses individuais homogêneos, inspirou-se sem dúvida nas class actions for damages norte-americanas, mas adotou uma disciplina original, [...]. Mas se a realidade fática é a mesma, se as questões práticas são semelhantes, se há princípios gerais comuns (acesso à justiça, efetividade do processo, justiça das decisões, devido processo legal), certamente a experiência estrangeira poderá oferecer parâmetros de inegável utilidade”* In GRINOVER, Ada Pellegrini. op. cit., p. 13-14. A autora também salienta que, anteriormente, a Lei nº 7.913/89 havia instituído uma forma de *class action* para a tutela dos interesses dos investidores no mercado de valores mobiliários, mas a legitimação para agir foi conferida apenas ao Ministério Público e o legislador deu à matéria tratamento muito diferente daquele adotado pelo Código. A este respeito, vide também, da mesma autora: *Das ações coletivas para a defesa de interesses individuais homogêneos*. In: GRINOVER, Ada Pellegrini et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*. 6. ed. rev. atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999. p.766-768.

¹⁶⁴GIDI, Antonio. *Coisa julgada e litispendência em ações coletivas*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 138. Ressalta, ainda, o autor ser notória a influência do direito norte-americano em todos os ordenamentos jurídicos em que existem previsão de proteção a direitos coletivamente considerados.

semplicemente perché l'esperienza di quell'ordinamento in tema di tutela giurisdizionale degli interessi superindividuali appare di gran lunga la più matura e la più ricca di spunti e di fermenti fra quante si vengono, faticosamente, svolgendo negli ordinamenti a cultura giuridica avanzata. Il che basta a giustificare impegno e rischi"¹⁶⁵.

Sempre observando as “advertências” acima relacionadas, é preciso explicitar a aposição de dúvidas sobre a validade da comparação que aqui se propõe tendo em vista a distinção entre os sistemas jurídicos denominados “*common law*”, em que se fundamenta o sistema jurídico norte-americano, e “*civil law*”, seguido nos países cujo ordenamento tem por base o sistema de origem romanista. Pode-se afirmar que o Brasil pertence a este último grupo.

De fato, já se indicou a referida distinção como obstáculo à possível utilidade de observação do sistema norte-americano para fins de estudo de Direito Comparado, mas tal fato não pode ser considerado de forma absoluta para os fins a que se destina o presente trabalho, especialmente nos dias atuais, em que se verifica tendência de adoção de soluções legislativas no referido sistema estrangeiro¹⁶⁶ e, de outro lado, ampla discussão sobre a atribuição de certa forma normativa à jurisprudência no sistema brasileiro, v.g., adoção da denominada “súmula vinculante”.

Mito ou não, é preciso esmiuçar a procedência da aposição deste óbice com relação ao tema ora proposto.

Antonio Gidi, em estudo que apresenta uma “*análise comparativa dos instrumentos jurisdicionais disponíveis no ordenamento norte-americano para a tutela processual dos direitos de grupo através das ações coletivas*”, sem se esquivar de trazer percuciente advertência sobre a dificuldade da tarefa, anota sobre o direito norte-americano:

“A ciência do direito, tanto quanto o direito positivo, é flexível, pouco abstrata e pouco sistematizada.

¹⁶⁵VIGORITI, Vincenzo. *Interessi collettivi e processo: la legittimazione ad agire*. Milano: Giuffrè, 1979. p. 252.

¹⁶⁶Aluisio Gonçalves de Castro Mendes, no capítulo dedicado à síntese e às conclusões de seu estudo de Direito Comparado sobre ações coletivas, destacou que “[O] primeiro aspecto levantado é a fonte ou o modo de expressão do direito pelo qual a tutela coletiva vem sendo assumida nos ordenamentos nacionais. É de se constatar, inicialmente, que mesmo os países de common law vêm regulando a proteção judicial coletiva mediante o processo legislativo, como ocorreu nos Estados Unidos da América, no Canadá, na Austrália e, recentemente, na Inglaterra” In MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. op. cit., p. 182.

O direito americano das ações coletivas não é exceção a essa regra, muito embora nos últimos 10 anos tenha havido uma multiplicação de normas escritas, algumas muito longas e de caráter extremamente específico. Basta-se pensar nas emendas de 1998 e 2003 da Rule 23, na Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) de 1995 e no Class Action Fairness Act (CAFA) de 2005. Aliás, esse é um aspecto geral do direito americano que está em conflito com as suas origens: cada vez mais as leis se multiplicam e se tornam muito específicas”¹⁶⁷.

Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer em uma série de estudos e, em especial, no artigo denominado “*The Economic Consequences of Legal Origins*”, trazem relato exaustivo acerca das distinções entre os sistemas da *common law* e da *civil law*, reforçam sua forte convicção acerca das vantagens encontradas no primeiro enquanto propulsor ou facilitador do desenvolvimento da economia¹⁶⁸, sem, porém, ignorarem a influência mútua e a convergência entre os referidos sistemas, ambas visíveis na atualidade.

Sustentam Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, a origem e as características de cada sistema jurídico são elementos de extrema importância e que em geral devem ser considerados pelo operador do direito no manejo das normas e dos instrumentos judiciais já existentes e, principalmente, nas reformas, ou seja, na criação de novas normas e de novos instrumentos jurídicos¹⁶⁹.

Em constatação que coincide com a análise realizada pelos doutrinadores brasileiros mencionados anteriormente, Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e

¹⁶⁷GIDI, Antonio. *A class action: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007. p. 19-20.

¹⁶⁸Os autores afirmam, no início do artigo, que, em comparação com o sistema *civil law*, a *common law* está associada a melhor proteção dos investidores e, assim, a maior desenvolvimento da economia e do acesso a crédito, bem como a maior dispersão da propriedade acionária; menor índice do Estado como acionista e de regulação, o que os autores associam a menor índice de corrupção e melhor funcionamento do mercado de trabalho e menor índice da denominada “economia informal”; sistemas judiciais menos formais e mais independentes, o que os autores associam com maior segurança ao direito de propriedade e ao cumprimento de contratos (LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. op. cit., p. 20). Contudo, nos parágrafos conclusivos, observam que o objetivo da “Legal Origin Theory” ali desenvolvida não é apontar eventual superioridade do sistema *common law*, e, assim, especialmente por reconhecerem que o resultado das pesquisas utilizadas como fonte para o referido artigo apontam a superioridade das soluções encontradas sob o sistema da *civil law* em momentos de crise (op. cit., p. 64-65).

¹⁶⁹Indicam os autores três situações às quais a referida advertência se aplica de forma mais relevante: aplicação de normas e instrumentos jurídicos já existentes em áreas antes não reguladas; criação de normas ou inserção de instrumentos jurídicos em momentos de crise extrema, os quais podem se mostrar inapropriados e de difícil reversão quando a situação retorna ao estado da normalidade; e, finalmente, a transposição de normas que se mostram adequadas nos países de alto desenvolvimento econômico pode se mostrar fonte de morosidade e até mesmo de corrupção em países cuja economia não apresente o mesmo grau de desenvolvimento (LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. op. cit., p. 59-61).

Andrei Shleifer concordam que países cujo sistema tem origens na *common law* adotam cada vez mais soluções desenvolvidas nos sistemas de origem da *civil law*, e vice-versa¹⁷⁰. Como exemplo recente de adoção, por países de *common law*, de soluções originadas na *civil law*, indica-se o denominado “*Sarbanes-Oxley Act*”, aprovado nos Estados Unidos da América após a crise de confiança que assolou o mercado de capitais quando da descoberta de fraudes nas demonstrações financeiras de companhias abertas divulgadas ao público investidor, episódio conhecido como “caso Enron”.

Observa-se, assim, que atualmente muitos autores, brasileiros e estrangeiros, reconhecem a convergência entre *common law* e *civil law*, divergindo quanto à intensidade, às causas e, especialmente, aos efeitos deste fenômeno.

Não se identifica, porém, entendimento no sentido da suficiência desta convergência para que se possa afirmar uma completa superação das distinções seculares entre os referidos sistemas, as quais não se resumem ao processo de criação de normas jurídicas, mas dizem respeito, especialmente, à concepção do escopo, e assim, das funções e dos limites, do próprio sistema, perpassando a conformação de suas instituições judiciárias, quer no que tange à sua organização, quer no que diz respeito à atuação de seus integrantes.

Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, no mencionado artigo, apontam como a distinção histórica mais relevante entre sistemas de *common law* e de *civil law* a dicotomia entre o que denominam “*the policy-implementing focus of civil law*” e “*the market-supporting focus of common law*”¹⁷¹. E como resultado de uma análise que se mostra extremamente oportuna neste ano em que se observa crise

¹⁷⁰Os doutrinadores brasileiros anteriormente citados e assim também Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer apontam o intercâmbio de ideais, e a intensa transferência de informações e, no caso, de conhecimento jurídico, ocorridos com o advento da globalização, como causas para a referida convergência entre sistemas jurídicos de origens distintas. Um efeito muito interessante da denominada globalização é a competição que se estabelece entre países por investimento estrangeiro direto e pelo desenvolvimento de atividades empresariais, que faz com que cada país busque adotar normas e mecanismos de regulação mais eficientes. Daí recorrer-se ao estudo da viabilidade da aplicação de novas soluções jurídicas, inclusive aquelas talhadas em sistema cuja origem é tão diversa daquele no qual se está inserido.

¹⁷¹Com base nos estudos elaborados por Mirjan Damaska¹⁷¹, Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer expõem o contraste entre o escopo da atuação da jurisdição nos sistemas *common law* e *civil law*. No primeiro, enfatiza-se a solução judicial para disputas entre particulares, em oposição à busca por soluções legislativas para os problemas sociais; ou seja, identifica-se menor ênfase na regulação estatal e, quando esta ocorre, teria por objetivo primordial facilitar a atuação negocial dos particulares e não dirigi-la. Já nos países cujo sistema guarda origem na *civil law*, com base em estudo desenvolvido anteriormente por Andrei Shleifer em colaboração com Casey Mulligan (“The extent of the market and the supply of regulation.” *Quarterly Journal of Economics*, 120(4): 1445-73), Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer identificam maior controle direito do Estado na atividade econômica, bem como tendência à ampliação da atuação do Estado para novas áreas dessa atividade quando da solução de novos problemas. LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. op. cit., p. 64-65.

generalizada nos mercados de capitais e financeiro de muitos países, afirmam os mencionados autores que esta distinção fundamental entre *common law* e *civil law* está a nortear a convergência entre ambos, em movimento pendular, sob a alternância dos momentos de estabilidade e de crise econômica e, assim, de seus reflexos sobre a conformação dos mencionados sistemas jurídicos.

Em suas conclusões, Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer trazem interessantíssima indagação acerca do tema: concordando-se que a convergência ora experimentada não seja suficiente para debelar os traços distintivos entre *civil law* e *common law*, os países penderão para a adoção de soluções desenvolvidas em qual dos dois sistemas? E arriscam uma previsão, fundamentada na pesquisa desenvolvida para a formulação da denominada “*Legal Origin Theory*”: em momentos de estabilidade, sem guerras, sem graves crises econômicas ou perturbações de outra ordem, a visão da *common law* parece melhor que aquela sobre a qual a *civil law* se desenvolveu. Ou seja, a idéia é que se os mercados são capazes de formular sua própria ordem, é melhor apoiá-los a regulá-los, ou até mesmo, substituí-los. E no caso de crise econômica aguda? A tendência parece ser a adoção das soluções preconizadas no sistema da *civil law*, ou seja, a definição de uma política pública para a regulação dos mercados e sua implementação.

Talvez a preconizada superioridade das soluções encontradas no *common law* para o desenvolvimento da economia, alardeada no início do artigo por Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer, deva-se ao fato de que na segunda metade do século XX se observou longos períodos de relativas paz e ordem, e, assim, as soluções desenvolvidas na *common law* tenham se mostrado mais adequadas que aquelas preconizadas pela *civil law*¹⁷².

Assim, a observação dos acontecimentos recentes da economia mundial, ainda que sem o rigor científico exigido para a aposição firme de conclusões, permite afirmar que Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer parecem ter razão, pois o que se destaca atualmente é a proposição de “pacotes” de ajuda financeira elaborados pelo Governo dos Estados Unidos da América, por meio de seu Secretário do Tesouro, e aprovados pelo Congresso Nacional daquele país, cujos destinatários são sociedades atuantes no ramo imobiliário, da construção ao financiamento de imóveis, instituições bancárias e seguradoras, entre as quais, grandes bancos comerciais e de

¹⁷² Advirta-se que esta não é uma conclusão posta pelos referidos autores de forma definitiva, mas seu esboço pode ser encontrado na página 60 do referido artigo.

investimento. E recentemente, observou-se auxílio estatal às montadoras de veículos, sob forte debate travado no Congresso daquele país. Mais: verifica-se que a adoção das referidas medidas vem acompanhada da limitação da remuneração dos executivos das sociedades em apuros, e se dá na forma da aquisição, pelo Estado, de ações de emissão das referidas sociedades. Aumento, inegável, da regulação do setor, encarado pela população e pelos políticos norte-americanos como necessária; melhor: essencial para que se debrasse a crise econômica no país que é o exemplo mais citado de sistema de origem na *common law*.

Por todo exposto, pode-se sustentar ser imprescindível a observação da experiência norte-americana para o desenvolvimento do presente trabalho, que deve se dar sob os ditames metodológicos mencionados na seção anterior, entre estes, a distinção entre as origens dos sistemas jurídicos norte-americano e brasileiro e suas conseqüências.

3.3. Estados Unidos da América: origem, evolução e peculiaridades do sistema jurídico. Reforma Processual. *Federal Rules of Civil Procedure*

Partindo-se da premissa de que é necessário estudar *direito* comparado e não somente *legislação* comparada, um breve estudo sobre a origem, a evolução e a conformação do sistema jurídico norte-americano foi realizado e será exposto em singelas linhas neste capítulo.

Como é cediço, predominou a colonização inglesa nos Estados Unidos da América. Outros países europeus também ali estabeleceram suas colônias, a exemplo dos holandeses em “New Amsterdam”, atual “New York”. A partir de 1660, iniciou-se um processo de expulsão dos demais europeus e também de submissão dos nativos, e, assim, o sistema jurídico norte-americano foi concebido a partir do modelo inglês.

Geoffrey C. Hazard Jr. e Michele Taruffo¹⁷³ destacam que, à época da independência dos Estados Unidos da América (1776), cada ex-colônia havia desenvolvido seus próprios sistemas judicial e legal, inclusive processual, inspirados no sistema inglês, mas conformando-se a um modelo simplificado em relação a este. Por isso, não seria de todo incorreto denominá-los de sistemas de *common law*.

¹⁷³HAZARD, Geoffrey C.; TARUFFO, Michele. *American civil procedure: an introduction*. Yale: New Haven, 1993. p. 1-28. A título ilustrativo: à época havia cortes de *common law* distintas na Inglaterra, denominadas *King's Bench* e *Common Pleas*, as quais seguiam procedimentos judiciais distintos. Nas referidas ex-colônias, havia somente um tribunal de *common law*, no qual um só procedimento era seguido.

Os sistemas judicial e legal de cada ex-colônia mantiveram a dita autonomia no período entre a independência em relação à Inglaterra e a adoção da Constituição dos Estados Unidos da América, em 1787. Como reflexo desta experiência, ainda nos dias atuais, cada Estado norte-americano demonstra grande autonomia perante a federação, mantendo traços de identidade distinta ao apresentar seu próprio sistema judicial e até mesmo suas próprias leis, materiais e processuais.

O sistema de processo civil nas ex-colônias por volta de 1776 era considerado anacrônico, porém, sua manutenção, além de atender a preceitos de conveniência, uma vez que aquele não se mostrava o momento ideal para pugnar por uma reforma, apresentava também uma motivação de ordem constitucional. Geoffrey C. Hazard Jr. e Michele Taruffo ressaltam que um dos argumentos para a independência em relação à Inglaterra sustentado pelos colonos era de que eles eram titulares de direitos com fundamento na *commom law*. Os mencionados autores indicam como características do sistema norte-americano herdadas do sistema inglês: (i) a separação entre *law* e *equity*; (ii) no sistema da *common law*, a técnica do *writ*; (iii) a utilização de jurados para apreciação das questões de fato; e (iv) o *adversary system* para apresentação das razões das partes em juízo. Estas características, com exceção à técnica do *writ*, persistem no sistema processual civil norte-americano moderno.

Breve descrição do sistema inglês mostra-se útil à compreensão das origens do sistema norte-americano. À época da independência dos Estados Unidos da América, o sistema judicial inglês apresentava-se como uma combinação de quatro diferentes cortes centrais e muitas cortes locais. As quatro cortes centrais eram: (i) *King's Bench*; (ii) *Common Pleas*; (iii) *Exchequer*; e (iv) *Chancery*¹⁷⁴.

A terceira corte central de *common law* era denominada *Exchequer*. Originalmente, “exchequer” era o fiscal do rei que resolvia conflitos sobre tributos. Com o tempo, a jurisdição da corte de *Exchequer* passou a abranger certos casos de litígio entre particulares e havia superposição entre esta e a jurisdição das demais cortes de *common*

¹⁷⁴As cortes locais eram inúmeras e de caráter paroquial, também conhecidas como *village courts*. A corte central mais antiga era a *King's Bench*, cuja criação data do século XII e teve por objetivo fazer valer a paz e a justiça do rei. Originalmente, os julgamentos realizados nesta corte se desenvolviam perante o rei e sua jurisdição abrangia, basicamente, disputas sobre terras, incidentes sobre o regime feudal e controvérsias envolvendo violência e ameaça. Com o passar do tempo, o rei delegou esta função para seus servidores, dando origem a uma outra corte, a *Commom Pleas*. A corte de *Common Pleas* teria alcançado identidade própria em relação à corte denominada *King's Bench* no século XIII. O procedimento judicial ali seguido, que derivava da corte *King's Bench*, desenvolveu, assim, regras próprias.

law, de cujos procedimentos o da corte de *Exchequer* passou a se distanciar. A “*law*” que estas três cortes centrais administravam era “*common*” por derivar da autoridade do reino e, neste sentido, estas cortes se diferenciavam das cortes locais, cuja autoridade derivava das relações feudais atinentes à determinada terra, e de escopo, portanto, apenas local. “*Common law*”, como a lei do reino, era distinta da “*local law*”, lei da terra.

Em síntese, o procedimento seguido nas cortes da *common law* fora delineado para servir ao escopo de controlar o uso indevido da força e da violência (*wrong of trespass*). Tinha início, em geral, com um *writ*, uma ordem dos oficiais do rei para que o réu tomasse certas medidas com relação à conduta ilícita ali descrita e para que apresentasse sua resposta¹⁷⁵.

A quarta corte central inglesa era denominada *Court of Chancery*¹⁷⁶. O chanceler era o secretário-geral do rei e, antes mesmo do século XIV, exercia autoridade judicial e administrava uma modalidade especial de remédio judicial denominado “*equity*”.

A necessidade de atuação do chanceler em julgamentos teve origem com a limitação da jurisdição das demais cortes centrais de *common law*: a exigência de alegação de força e violência excluía de julgamento das outras cortes centrais, por exemplo, os casos de quebra de boa-fé e fraude. Nesses casos, em nome da justiça, o rei determinava que seu secretário-geral julgasse a questão.

O procedimento tinha início com uma *bill of equity*, por meio da qual a parte apelava pela atuação do chanceler. Esta declaração da parte era feita sob juramento. A defesa do réu também devia ser apresentada sob juramento. Depois de determinar a produção da prova, inclusive de prova testemunhal e documental sob pena de punição em caso de recusa, e de compilar as provas em forma escrita, o chanceler proferia seu decreto.

¹⁷⁵ A idéia era que, quando o caso envolvesse uso indevido da força e violência, haveria interesse público e necessidade de que a paz fosse restabelecida de pronto e, após, o mérito da controvérsia poderia ser devidamente apreciado e julgado. Com o tempo, foram desenvolvidas modalidades de *writ* (e correspondentes *forms of action*), de casos de força e violência a casos de responsabilidade por negligência e de quebra de contrato. A alegação de força e de violência passou a ser meramente fictícia, apenas para afirmar a jurisdição da corte de *common law* e permitir que o caso fosse a julgamento. Dependendo das razões apresentadas em juízo, poder-se-ia estar diante de matéria de fato, apreciada pelos jurados, ou de matéria de direito, apreciada pelo juiz.

¹⁷⁶ As principais características da *Court of Chancery* indicadas pela doutrina podem ser assim relacionadas: (i) geralmente, não utilização de júri para apreciação de matéria de fato; (ii) o chanceler, como juiz da corte de equidade, exercia uma autoridade especial, destinada a mitigar os efeitos da limitação da jurisdição das cortes de *common law*; e (iii) o chanceler decidia de acordo com sua concepção de justiça, sem estar adstrito ao direito aplicado na *common law* ou ao procedimento ali seguido

Se houvesse controvérsia fática, o chanceler poderia, excepcionalmente, determinar que a questão fosse levada à apreciação dos jurados, em uma corte de *common law*.

Na evolução do sistema judicial, a *Court of Chancery* passou a julgar casos de transações envolvendo direitos reais com vício por fraude ou erro; de quebra de deveres fiduciários, incluindo a administração de sociedades; de controvérsias relativas à construção em terras sob disputa; de inadimplemento contratual, entre outros. Em tese, o requerente deveria demonstrar que o sistema de *common law* não oferecia o remédio judicial adequado ao caso concreto, o que faria a atuação do chanceler necessária.

No século XVIII, com a maior abrangência do sistema de *writ* das cortes de *common law*, era possível buscar remédios judiciais tanto nestas cortes quanto na corte central de *equity*. E, assim, as cortes passaram a “competir” na administração dos provimentos jurisdicionais.

Para certos casos, as cortes de *common law* tinham competência exclusiva; para outros, somente a corte de *equity* era competente para o julgamento. Em muitos casos, porém, as cortes de *common law* e a de *equity* coexistiam como competentes para o julgamento e o requerente fazia sua escolha, geralmente, com fundamento nas diferenças existentes entre os procedimentos seguidos em cada uma.

No século XVII, a autoridade das cortes inglesas para dizer a lei foi considerada como fundamento para restringir a autoridade do rei, bem como para dar efetividade às prerrogativas deste. As ordens dadas pelas cortes eram impostas aos oficiais do rei, evitando-se um confronto direto com o próprio rei.

Estes conceitos foram desenvolvidos ao mesmo tempo em que se desenvolveu a resistência no Parlamento, que culminou na *Bill of Rights* de 1688. No século XVIII, estes conceitos foram invocados pelas colônias inglesas na América do Norte para sustentar sua independência, conforme acima mencionado. A autoridade dos juízes das cortes de *common law* para dizerem a lei tornou-se um elemento importante da tradição constitucional norte-americana.

Neste passo, cumpre traçar de forma breve as principais diferenças indicadas pela doutrina. A corte de *equity* era formada por um juiz, sem a presença de jurados. O juiz decidia tanto sobre a matéria de fato quanto sobre a matéria de direito. A corte tinha amplos poderes para determinar a produção de provas. As partes podiam ser testemunhas. A prova testemunhal, prestada por escrito em sua origem, passou a ser

realizada de forma oral. Havia previsão de procedimento de colheita de provas previamente ao ajuizamento da demanda. A interposição de recurso de apelação tinha por efeito devolver toda a matéria para conhecimento da corte de revisão. Os doutrinadores ressaltam que, salvo pela garantia do julgamento pelos jurados, o processo civil norte-americano seria muito semelhante a este.

Nas cortes de *common law*, a demanda, denominada “*action*”, tinha início com um *writ*, escrito e formal. As matérias de fato eram decididas pelo júri, cuja autoridade para dizer a justiça repousava no povo; e as matérias de direito eram decididas pelo juiz, cuja autoridade para dizer a justiça tinha origem no rei. Não havia previsão de procedimento para exibição de documentos, especialmente aqueles em poder da parte contrária. As partes não podiam ser testemunhas ou depor. Até o século XIX, o procedimento não previa interposição de recurso de apelação. Depois, permitiu-se a apelação, mais como forma de permitir a verificação sobre a legalidade do procedimento realizado do que uma previsão de possibilidade de se rever, propriamente, a decisão proferida.

Além das diferenças nos procedimentos aplicados nas cortes de *common law* e de *equity*, a doutrina aponta distinção de princípios e de direito material aplicados em cada uma destas cortes. A título ilustrativo indica-se a possibilidade de acionistas de uma sociedade ajuizarem, perante as cortes de *equity*, demanda em face dos administradores desta em caso de evidente má-gestão, o que não era admitido pelas cortes de *common law*.

Conforme acima mencionado, o processo civil norte-americano moderno foi influenciado pelo modelo inglês, que o inspirou.

Alguns Estados norte-americanos, como *Delaware* e *New Jersey*, mantiveram cortes de *common law* e de *equity* distintas. Outros, como o de *New York*, criaram uma estrutura judicial formada por uma só corte em primeira instância, que aplicava dois procedimentos distintos, em se tratando de caso sob julgamento de *common law* ou de *equity*. Outros Estados, por sua vez, criaram cortes que seguiam apenas o procedimento de *common law*, as quais, entretanto, aplicavam os princípios de derivados da *equity* no julgamento de casos envolvendo fraude ou erro.

Outra característica apontada pela doutrina como marcante do processo civil norte-americano moderno reside no *adversary system*. A iniciativa para a condução do processo e a responsabilidade pela apresentação das razões em juízo recaem sobre os

advogados das partes, em oposição àqueles sistemas centrados na figura do juiz, geralmente presentes na maioria dos ordenamentos modernos, incluindo a Europa continental e o Japão (identificados sob a nomenclatura de “*civil law system*”).

Nestes, cabe ao juiz conduzir o caso e o papel dos advogados é secundário, são auxiliares do juiz nesta tarefa, pois este deve conhecer o direito, quais as provas relevantes e como deve seguir a produção da prova.

Em teoria, no *adversary system* o juiz tem um papel mais passivo, mas, ainda assim, exerce importantes funções, especialmente ao supervisionar a atividade do júri. Na prática, há notícia de que os juízes norte-americanos exercem um papel ativo, tanto na condução da produção da prova quanto na supervisão da atividade dos jurados.

O sistema dual de cortes foi mantido nos Estados Unidos da América por ocasião das cortes federais e persistiu em alguns Estados até a metade do século XX. Contudo, no princípio do século XIX, teve início um movimento pró-reforma denominado “*Code Pleading*”, cujo objetivo era simplificar o sistema processual¹⁷⁷.

A citada reforma foi adotada, de forma integral, pelas cortes estaduais em 1850, e pelas cortes federais em 1938. Faz-se importante tratar das *Federal Rules of Civil Procedure* como resultado desta reforma.

As cortes federais norte-americanas foram criadas na Constituição de 1787, com jurisdição, basicamente, para apreciar e julgar casos envolvendo o governo e casos envolvendo cidadãos residentes em diferentes Estados. Até 1938 prevaleceu um sistema processual misto nestas cortes federais, ou seja, para o julgamento de *common law*, as cortes aplicavam procedimento seguido nas cortes estaduais, em cada Estado; para os

¹⁷⁷ A premissa deste movimento era de que o processo deve ser claro, simples e lógico, em oposição ao que se indicava como um sistema dual e anacrônico. Como resultado, em breves linhas: (i) foi abolida a distinção entre *common law* e *equity*, exceto pela manutenção da instituição do júri; ou seja, um sistema processual único substituiu o sistema de *writ* seguido nas cortes de *common law* e o sistema de *bill of rights*, seguido nas cortes de *equity*; (ii) a linguagem utilizada no processo judicial deve ser clara, simples e direta; (iii) em princípio, todas as questões que se originaram em uma relação sob disputa entre duas partes devem ser resolvidas em um único caso, não sendo mais necessário buscar um remédio previsto no sistema de *common law* para a reparação do dano, e outro, no sistema de *equity*, para as obrigações de fazer ou não fazer; (iii) é possível depoimento das partes na fase de produção de provas; e (iv) foram desenvolvidas regras sobre o procedimento para exibição de documentos e provas, possível mesmo antes do ajuizamento da demanda.

julgamentos fundados na *equity*, as cortes federais aplicavam os princípios geralmente seguidos nas cortes estaduais de *equity*¹⁷⁸.

Em 1934, o Congresso norte-americano autorizou a elaboração de um sistema federal único. Em 1938 foi adotada as *Federal Rules of Civil Procedure*, as quais, a partir de então, passaram a conformar também os feitos em trâmite perante cortes estaduais. Assim, quando se faz referência a processo civil nos Estados Unidos da América, geralmente a referência é feita às disposições constantes nas *Federal Rules of Civil Procedure*.

3.3.1. *Class action*: Origem. Evolução. *Federal Rules of Civil Procedures: Rule 23*

Após tecer breves comentários sobre o sistema judicial e legal norte-americano, cumpre tratar da origem do instrumento da *class action*, e de sua disciplina até a atual *Rule 23* das *Federal Rules of Civil Procedure*.

A doutrina¹⁷⁹ atribui a origem das *class actions* à prática que se tornou comum nas antigas cortes inglesas de equidade (*Chancery Courts*), que podiam dispensar a presença de todos os membros da classe no processo, caso isso fosse impossível, conforme era exigido pela “*necessary parties rule*”¹⁸⁰.

¹⁷⁸É importante recordar que alguns Estados mantiveram cortes distintas; outros, uma só corte, mas que aplicava procedimentos distintos, *common law* ou *equity*, conforme o caso; e outros, ainda, mantiveram apenas cortes de *common law*, com a aplicação de princípios de *equity*, em certas hipóteses.

¹⁷⁹Sobre a origem e evolução das *class actions*, vide: KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation*. St. Paul, Minn: West Group Publishing, 2004. p. 16-24. (Nutshell Series); VIGORITI, Vincenzo. op. cit., p. 261-287; MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. op. cit., p. 63-97; e GRINOVER, Ada Pellegrini. Da *class action for damages* à ação de classe brasileira: os requisitos de admissibilidade, cit., p. 3-14.

¹⁸⁰“*Although representative suits have been recognized in various forms since the earliest days of English law, (...) class actions as we recognize them today developed as an exception to the formal rigidity of the necessary parties rule in equity, (...) as well as from bill of peace, an equitable device for combining multiple suits (...). The necessary parties rule in equity mandated that ‘all persons materially interest, either as plaintiffs or defendants in the subject matter of the bill ought to be made parties to the suit, however numerous they may be.’ (...) But because that rule would at times unfairly deny recovery to the party before the court, equity developed exceptions, among them one to cover situations ‘where the parties are very numerous, and the court perceives that it will be almost impossible to bring them all before the court; or where the question is of general interests, and a few may sue for the benefit of the whole; or where the parties form a part of a voluntary association for public or private purposes, and may be fairly supposed to represent the rights and interests of the whole...’ (...) From these roots, modern class action practice emerged in the 1966 revision of Rule 23. In drafting Rule 23(b), the Advisory Committee sought to catalogue in ‘functional’ terms ‘those recurrent life patterns which call for mass litigation through representative parties.’”*, sem grifos no original. (Trecho da decisão da Suprema Corte norte-americana proferida em 23 de junho de 1999 no caso *Ortiz v. Fibreboard Corp.*, nº 97-1704. FINDLAW. Disponível em <<http://laws.findlaw.com/us/000/97-1704.html>>. Acesso em: 25 nov. 2005; grifou-se).

Nos Estados Unidos da América, a primeira codificação da *Federal Class Action Rule* surgiu em 1842, quando a Suprema Corte editou um conjunto de regras para os processos que tramitavam sob julgamento de *equity*, denominado “*Equity Rule 48*”. Por esta regra, era possível que casos envolvendo partes numerosas pudessem prosseguir com a presença, apenas, de um representante em juízo, sem que se fizesse necessário o comparecimento de todos os interessados pessoalmente. Segundo a doutrina, a decisão proferida com fundamento na *Equity Rule 48* não podia prejudicar as partes ausentes.

Em 1912 a mencionada *Equity Rule 48*, foi substituída pela *Equity Rule 38*, também aplicável somente para procedimentos de *equity*. A diferença entre as duas regras era a ausência de previsão expressa, na *Equity Rule 38*, de que a decisão proferida não vincularia as partes ausentes, o que causou polêmica em sua aplicação quanto ao alcance da decisão¹⁸¹.

Em 1938 foram editadas pela Suprema Corte norte-americana as *Federal Rules of Civil Procedure*, conforme mencionado na seção anterior. Entre estas regras se encontrava a versão original da *Rule 23*, disciplinadora das *class actions*.

Em linha com o escopo da reforma processual que resultou nas *Federal Rules of Civil Procedure*, o objetivo da *Rule 23* era permitir que a *class action* fosse possível tanto nos procedimentos de *equity* quanto nos de *actions at law*, do sistema da *common law*.

Ainda, a versão original da *Rule 23* previa a admissão de uma *class action* quando fosse impossível reunir todos os membros da classe perante o juiz. O autor (*plaintiff*) deveria demonstrar ser o representante adequado de toda a classe. Por fim, era exigida uma comunhão de interesses entre os membros da classe.

Sob este aspecto, as *class actions* eram classificadas em *true*, *hybrid* e *spurious*, conforme o direito objeto da controvérsia pudesse ser caracterizado como *joint* ou *commom*, *secondary*, tuteláveis por *true class action*; ou *several*, tuteláveis por *hybrid* ou por *spurious class actions*. Contudo, estas classificações causavam confusões e remetiam a diferentes requisitos para o procedimento da certificação, ou seja, da admissão de uma ação como *class action*¹⁸².

¹⁸¹WRIGHT, Charles et al.. *Federal Practice and Procedure apud* BILICH, Edward K. M.; KLONOFF, Robert H. op. cit., p. 25.

¹⁸²Para uma visão detalhada sobre o assunto, vide ZACLIS, Lionel. op. cit.

A *Rule 23* foi integralmente revisada em 1966. A classificação acima foi suprimida, por se mostrar obscura e originar incessantes debates judiciais a respeito de sua aplicação.

A revisão da *Rule 23* traz descrição de categorias de casos adequados à admissão na qualidade de *class action* (*Rule 23(b)(1)(2)(3)*). Contudo, tais categorias têm por fundamento suas funções e não mais a antiga divisão pela conceituação aplicada aos objetos de cada demanda.

As categorias previstas na *Rule 23 (b)(1)* e *(b)(2)* são consideradas obrigatórias (*mandatory class actions*); e a prevista na *Rule 23 (b)(3)* é considerada não obrigatória (*not mandatory class action*). Para esta última categoria o sistema prevê que o interessado possa exercer o *opt out*, ou seja, possa optar pela exclusão, e, assim, não ter sua situação fático-jurídica individual abrangida pela decisão proferida na *class action*.

Os dois requisitos tradicionais para a admissão de uma *class action* foram mantidos (*Rule 23(a)*), ou seja, que os membros da classe sejam tão numerosos a ponto de tornar impraticável a presença de todos perante a corte judicial, e que se assegure a representação adequada de todos os membros da classe, especialmente para garantir a inexistência de conflitos de interesses entre o representante e os membros da classe por ele representados.

A *Rule 23* atualmente em vigor é praticamente aquela revisada em 1966, com algumas alterações introduzidas em 1998 e 2003. Assim, a lógica é que o autor (*plaintiff*) deve demonstrar à corte judicial que cada requisito descrito na *Rule 23* foi plenamente atendido. A doutrina indica, porém, a existência de decisões no sentido de que eventuais dúvidas devem ser resolvidas a favor da certificação da ação como *class action*.

Antes de realizar a análise dos requisitos classificados como “explícitos”, a corte judicial deve analisar os requisitos denominados “implícitos”, em síntese: (i) a existência de uma classe; (ii) se os representantes são membros da classe a ser representada; (iii) a existência de interesse do representante da classe no litígio (*the claim is live, not moot*).

Os requisitos explícitos estão descritos na *Rule 23(a)*, a saber: (i) a classe é numerosa, tornando o litisconsórcio impraticável (*numerosity*); (ii) existem questões comuns, de fato e de direito (*commonality*); (iii) a presença de representantes da classe cujas pretensões sejam típicas daquela classe (*typicality*); e (iv) a existência de

representantes da classe e de conselho da classe, os quais irão representar adequadamente os interesses dos membros ausentes ou não identificados (*adequacy of representation*).

Ainda, após demonstrar a existência dos requisitos implícitos e dos requisitos explícitos, o autor deve demonstrar que a *class action* proposta é apta a ser mantida como tal pela corte em uma das categorias previstas na *Rule 23(b)*.

A categoria prevista na *Rule 23(b)(1)(a)* se aplica, basicamente, quando um possível número elevado de ações individuais a serem propostas pelos membros da classe podem ter como consequência padrões de conduta inconsistentes para a parte contrária à classe.

A categoria prevista na *Rule 23(b)(1)(b)* se aplica aos casos denominados “*limited fund*”, ou seja, casos em que numerosas ações individuais poderiam impedir a satisfação dos interesses de todos os membros da classe pela parte ré.

A categoria prevista na *Rule 23(b)(2)* se aplica aos casos em que se objetiva, primordialmente, a obtenção de provimentos mandamentais ou declaratórios, e não a reparação de danos. Os doutrinadores norte-americanos citam como exemplo os *civil rights cases*.

Por fim, a *Rule 23(b)(3)* prevê *class action* para os casos em que as questões de direito ou de fato comuns aos membros da classe predominam sobre as questões individuais (*predominance*) e a *class action* se mostra superior a qualquer outro meio para solução da controvérsia (*superiority*). Trata-se de previsão a respeito das denominadas “*damages class actions*”, sobre as quais se centra o foco do presente trabalho.

A revisão da *Rule 23*, realizada em 1966, trouxe também regras acerca da notificação dos membros da classe sobre a existência da *class action*; a possibilidade do indivíduo requerer sua não participação no processo coletivo (*opt out*) nas *class actions* certificadas sob a *Rule 23(b)(3)*; a condução do processo, e de seu julgamento; bem como a extensão da decisão proferida no processo coletivo (*Rule 23(c)(d)(e)*).

Em 1998, foi inserida uma previsão de recurso contra a decisão judicial que admitiu, manteve ou indeferiu a certificação de uma ação como *class action* (*Rule 23(f)*).

Em 2003, a regra *23(e)* foi modificada para permitir uma segunda chance para os membros de uma *class action* certificada sob a *Rule 23(b)(3)* exercerem o direito de retirada (*opt out*). Isto também se aplica em caso de realização de acordos.

Também em 2003 foi inserida previsão para que a corte indique um conselho para a classe, mediante a análise de certos requisitos, que visam, basicamente, impedir a nomeação de pessoas que estejam ou possam estar em conflito de interesses com os membros da classe (*Rule 23(g)*). Por fim, foi inserida previsão sobre o tratamento a ser conferido aos honorários advocatícios e às custas (*Rule 23(h)*).

A Suprema Corte norte-americana já decidiu, por exemplo, que os membros de classe ausentes não podem ter suas situações fático-jurídicas alcançadas pela decisão proferida na *class actions* caso seus interesses não estejam adequadamente representados (*Hansberry v. Lee*, 311 U.S. 32, 61 S. Ct. 115, 85 L.Ed 22 (1940)). Daí a importância da notificação de todos os membros da classe sobre a existência da *class action*, a possibilidade de participação desses na solução da lide (*Phillips Petroleum Co. v. Shutts*, 472 U.S. 797, 105 S. Ct. 2965, 86 L. Ed. 2d 628 (1985)), e até mesmo de decidir não participar do processo, em algumas modalidades de *class actions*, o denominado *opt out*.

A importância da *class action* no ordenamento jurídico norte-americano e seu significado foram destacados por Vincenzo Vigoriti no capítulo de sua obra dedicado ao estudo deste instituto sob a dimensão do Direito Comparado¹⁸³.

Na referida obra, Vincenzo Vigoriti discorre sobre os escopos deste instituto. Após breve explanação sobre a distinção entre *public law litigation* e *class actions*, o autor explicita que esta pressupõe a existência, no plano substancial, de um número elevado de posições de vantagem de caráter individual e consente a estas um tratamento unitário e simultâneo, prescindindo da presença de todos os membros da classe no processo.

Assim, seriam escopos da utilização deste instrumento: permitir a superação dos obstáculos que se colocam à jurisdicionalização efetiva de certas posições de vantagem individuais; possibilitar a superação do obstáculo qualificado como de caráter social pelos denominados “carentes de iniciativa”, pois a organização aumenta a capacidade de utilização da informação, de iniciar e manter uma ação; superar o custo do processo, reduzindo o custo da assistência, especialmente para os casos em que o custo da demanda

¹⁸³Palavras do autor: “Più vicino allá problematica della tutela giurisdizionale di posizioni di vantaggio individuali dimensione collettiva riconosciute dall’ordinamento è l’istituto della class action. Tale istituto presuppone elevato di posizioni di vantaggio di carattere individuale e ne consente la trattazione unitária e simultânea prescindendo dalla presenza di tutti i contitolari, membri della class, nel processo. Inutile insistere sull’importanza di questo strumento ai fini della tutela degli interessi a dimensione superindividuale: la class action ha un ruolo assolutamente centrale nell’ordinamento statunitense e non pare affatto esagerato affermare che la sua presenza ha segnato una svolta nell’esperienza processuale di quel Paese”. In VIGORITI, Vincenzo. op. cit., p. 254.

superaria os benefícios que possivelmente se poderia obter; apresentar às cortes todos os elementos necessários para o conhecimento da dimensão real dos interesses que se encontram em discussão.

Robert H. Klonoff, em sua obra acima mencionada, afirma que o escopo das *class actions* é possibilitar o acesso à justiça, sob dois aspectos: (i) redução de litígios, evitando-se a multiplicidade de ações; e (ii) instrumentalizar a tutela de interesses que, por meio dos instrumentos tradicionais de tutela individual, não seriam levados a juízo.

Contudo, o mencionado autor também explicita que a utilização deste importantíssimo instrumento processual não ocorre sem causar polêmica nos Estados Unidos da América ¹⁸⁴.

Estas questões levaram a uma recente alteração legislativa. Em 18 de fevereiro de 2005, após debate e aprovação em tempo extremamente curto em ambas as Casas Legislativas (três semanas), o Presidente dos Estados Unidos da América sancionou o *Class Action Fairness Act of 2005*, que se insere dentro da reforma do sistema legal em curso naquele país e que pretende traçar uma linha de equilíbrio entre as inegáveis vantagens das *class actions* e os supostos abusos identificados na utilização deste instrumento processual, recentemente muito divulgados. O *Class Action Fairness Act of 2005* altera o *Consumer Class Action Bill of Rights and Improved Procedures for Interstate Class Actions*.

Tanto o Presidente quanto as duas Casas Legislativas reconhecem a importância da *class action* como instrumento apto a permitir uma solução justa e eficiente para causas legítimas que contam com uma multiplicidade de titulares nos pólos ativo e passivo da demanda, mas também fazem referência à existência de abusos na utilização deste instrumento que prejudicam o sistema judicial, o livre comércio interestadual e a divisão da jurisdição tal qual estabelecida na Constituição ¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Neste sentido, Robert H. Klonoff e Edward K. M. Bilich: “*The dynamics of class-action practice, however, have created a focus that is unprecedented in federal civil practice. Attorneys have made immense fortunes from class actions, and companies have been forced into bankruptcy. As loudly as supporters have applauded the ability of courageous plaintiffs and their innovative attorneys to use Rule 23 to right social and economic wrongs, critics have just as vocally attacked what they have termed attorney-driven litigation almost entirely bereft of accountability*”. In BILICH, Edward K. M.; KLONOFF, Robert H. op. cit., p. 1.

¹⁸⁵ A este respeito, nos *consideranda* do referido *Act*, aprovado pelo Senado em 10 de fevereiro de 2005, é explícita a preocupação com relação ao fato de que o conselho de representantes das classes tem auferido grandes somas, enquanto os membros das classes não logram obter a reparação almejada; de que prêmios injustificados são conferidos a certos membros da classe e não a outros; de que notificações confusas são publicadas, impedindo os membros das classes de exercerem plenamente seus direitos; de que cortes locais

Os objetivos da reforma da referida legislação sobre *class action*, assim, seriam, em apertada síntese: (i) assegurar a reparação pronta e justa para os membros da classe; (ii) restaurar a estrutura pretendida pela Constituição dos Estados Unidos da América, levando às cortes federais os casos de alcance interestadual e de relevância nacional, sob o respeito da diversidade de jurisdição; e (iii) beneficiar a sociedade ao estimular a inovação e a redução dos preços ao consumidor.

Neste sentido, Presidente dos Estados Unidos da América proferiu discurso ao sancionar o referido *Act*, cujo objetivo seria trazer novas garantias de que autores (*plaintiffs*) e as próprias ações coletivas devam ser tratados com justiça ¹⁸⁶.

Com efeito, o *Class Action Fairness Act* prevê a competência das cortes federais para julgar as *class actions* em que se apresentem pelo menos 100 (cem) membros em uma classe; em que o valor da causa *per capita* seja fixado acima de um certo montante; na qual existam partes, autora ou ré, domiciliadas em diferentes Estados, situação esta detalhadamente regulada por este *Act*, inclusive com exceções para os casos cujo objeto sejam certos tipos de valores mobiliários, em claro reconhecimento de sua natureza de investimentos em massa.

Ainda, há previsão de restrições aos acordos, especialmente aqueles em que os membros da classe recebam pequeno montante a título de indenização e em que o conselho de representantes receba grande soma de valores a títulos de honorários.

3.3.2. *Securities Class Actions. The Private Securities Litigation Act of 1995*

É importante notar que com relação especificamente às *class actions* cujo objeto sejam *securities*, a discussão relatada na seção anterior havia desencadeado uma alteração legislativa já em 1995, que culminou na edição do *Private Securities Litigation*

estariam mantendo sob sua jurisdição causas de relevância nacional, prejudicando a defesa de réus domiciliados em outros Estados e impondo suas decisões a outros Estados da federação.

¹⁸⁶Neste discurso foram apontados os seguintes problemas identificados no sistema vigente para *class actions*: (i) as *class actions* podiam ser manipuladas para ganhos pessoais, por advogados que representam *plaintiffs* de diversos Estados; (ii) pequenos empresários temem que uma *class action* injusta ou indevidamente ajuizada possam levá-los à falência; (iii) ações judiciais para responsabilização de médicos estariam elevando o custo de honorários médicos pelo país; (iv) *class actions* ajuizadas de forma irresponsável elevam o custo para a industrialização e criam uma desvantagem desnecessária para os trabalhadores e para os empreendimentos norte-americanos em uma economia globalizada, impondo custos injustos para aqueles que criam empregos, e elevando o preço repassado aos consumidores. WHITE HOUSE. Disponível em: <<http://www.whitehouse.gov>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

Act of 1995, aprovado novamente pelo Senado, após o veto do então Presidente dos Estados Unidos da América, Bill Clinton¹⁸⁷.

Isto demonstra que a discussão sobre a necessidade e sobre os termos da reforma legislativa em questão foi, e continua, fonte de grande polêmica nos Estados Unidos da América¹⁸⁸.

Os objetivos dessa reforma legislativa de 1995 foram assim indicados pela doutrina norte-americana, em síntese: (i) estimular a divulgação espontânea de informação pelas companhias; (ii) munir investidores de instrumentos para que eles, e não seus advogados, possam exercer o controle primário sobre as ações judiciais envolvendo *securities*; (iii) estimular os representantes dos *plaintiffs* a ajuizarem *class actions* válidas, e os representantes dos *defendants* a resistirem contra o ajuizamento abusivo de ações¹⁸⁹.

Para tanto, a Seção 27 do *Securities Act* de 1933 e o §21D do *Securities Exchange Act* de 1934 foram alterados. Interessante notar, por exemplo, a exigência de que

¹⁸⁷ LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. New York: Aspen, 2001. p. 1381-1382.

¹⁸⁸ John C. Coffee Jr. e Joel Seligman reproduziram o “*Conference Report on the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*” com o objetivo de ilustrar e contextualizar o debate: “*Naming a party in civil suit for fraud is a serious matter. Unwarranted fraud claims can lead to serious injury to reputation for which our legal system effectively offers no redress. For this reason, among others, Rule 9(b) of Federal Rules of Civil Procedure requires that plaintiffs plead allegations of fraud with ‘particularity’. The Rule has not prevented abuse of the securities laws by private litigants. Moreover, courts of appeals have interpreted Rule 9(b)’s requirement in conflicting ways, creating distinctly different standards among the circuits. The House and Senate hearings on securities litigation reform included testimony on the need to establish uniform and more stringent pleading requirements to curtail the filing of meritless lawsuits [...]*”. O Presidente dos Estados Unidos da América discordou das razões apostas pelos congressistas, que, em suma, conforme acima mencionado, apresentaram como fundamento da reforma legislativa a necessidade de uniformizar e impor mais rigor aos requisitos a serem preenchidos para o ajuizamento de uma ação por meio da qual se pretenda reparação de danos e na qual, para tanto, alegue-se a ocorrência de fraude, especialmente tendo em vista os efeitos reputacionais negativos que podem advir da adoção de comportamentos levanos no ajuizamento de ações. Conforme a mensagem de veto, o Presidente dos Estados Unidos não entendeu possível estabelecer um conjunto de requisitos mais rigoroso que o então existente, extraído dos precedentes judiciais: “*I believe that the pleading requirements of the Conference report with regard to a defendant’s state of mind impose an unacceptable procedural hurdle to meritorious claims being heard in Federal courts. [...] Then they [the conferees] specifically indicated that they were not adopting Second Circuit case law but instead intended to ‘strengthen’ the existing pleading requirements of the Second Circuit. All this show that the conferees meant to erect a higher barrier to bringing suit than any now existing – one so high that even the most aggrieved investors with the most painful losses may get tossed out of court before they have a chance to prove their case*”. Cf. COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation: cases and materials*. 9th ed. New York: Foundation Press, 2003. p. 1226-1227.

¹⁸⁹ Observe-se que, apesar do foco da referida reforma legislativa estar centrado nas *securities fraud class actions*, o referido *Act* de 1995 traz dispositivos sobre todo e qualquer instrumento judicial relativo a *securities*. A polêmica a respeito da necessidade e do mérito da reforma legislativa aqui tratada reacendeu por ocasião dos escândalos no mercado de capitais norte-americano, especialmente aquele envolvendo divulgação de informação sobre companhias abertas e auditores independentes (e demais *gatekeepers*), que culminou no *Sarbanes-Oxley Act*, em 2002.

uma declaração do autor, sob juramento, acompanhe a petição inicial no ajuizamento da *securities class action*, da qual deve constar, entre outras afirmações: (i) que o autor revisou os termos da petição inicial e autorizou o ajuizamento da ação; (ii) que o autor não adquiriu os *securities* objeto da demanda sob a orientação de seus conselheiros (advogados) ou com o objetivo de participar de qualquer demanda ajuizada sob as regras da referida Seção; (iii) a relação de todas as operações realizadas pelo autor envolvendo os *securities* objeto da demanda no período ali descrito; (iv) a relação de quaisquer outras ações ajuizadas sob as regras da referida Seção no período de 3 anos a contar da data da declaração, e nas quais o autor se dispôs a atuar como representante da classe lesada; e (v) o autor não aceitará qualquer pagamento por atuar na qualidade de representante da classe, recebendo apenas a parte que lhe cabe a título de reparação dos prejuízos incorridos, exceto se decido de outra forma pela corte ¹⁹⁰.

John C. Coffee Jr. e Joel Seligman após relatar os intensos debates travados perante as Casas Legislativas previamente à aprovação do referido *Act*, identificam quatro críticas a este instrumento, recorrentemente apresentadas naquela ocasião: (i) o número de *securities class actions* ajuizadas teria aumentado a “proporções epidêmicas”, muitas vezes *class actions* eram ajuizadas em razão de qualquer declínio de 10% no preço das ações em um dia, o que levaria a crer que o instrumento era utilizado mais com o objetivo de penalizar companhias que apresentassem alta volatilidade, e não só para deter fraudes; (ii) os benefícios auferidos pelos membros da classe, parte autora, eram ínfimos, suficientes apenas para reparar parte dos prejuízos sofridos; (iii) os advogados da classe percebiam um alto montante a título de honorários, em contraste com os membros da classe, que apenas recebiam pouco, havendo até a apresentação do argumento de que tal montante a título de honorários provinha de acordos realizados entre os advogados da classe e a parte ré em conluio; e (iv) os acordos realizados nos autos de *securities class actions* não levavam em consideração o mérito da demanda, mas eram baseados no “*nuisance value*”, ou seja, nos custos, diretos e indiretos, arcados pela parte ré para sua defesa, o que seria um incentivo para a adoção de um comportamento especulativo ao se avaliar a possibilidade do ajuizamento de uma *securities class action* ¹⁹¹.

No que tange à primeira crítica, informam os autores que, apesar dos inflamados argumentos apresentados perante o Congresso, apenas a SEC teria apresentado

¹⁹⁰LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 1382.

¹⁹¹COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. p. 1217 e ss.

estatísticas confiáveis a respeito do número de *securities class actions* ajuizadas. Após a demonstração da inexistência de tendências definidas, não se verificou persistência no argumento de alegado crescimento exponencial no ajuizamento de tais *class actions*. Ainda, estudos apresentados teriam negado a alegada tendência de ajuizamento quase automático de *class actions* após o declínio de 10% no preço de ações¹⁹².

Quanto à segunda crítica acima mencionada, John C. Coffee Jr. e Joel Seligman relatam pesquisa¹⁹³ cujo resultado indicou que em 254 acordos firmados em *securities class actions* entre 1991 e 1993 o pagamento médio para membros da classe perfez algo em torno de 5% das perdas alegadas, o que comprovaria que as *securities class actions* encerravam demandas frívolas, ou que os acordos eram firmados tendo em vista o interesse dos advogados da classe em receber seus honorários, em prejuízo dos interesses dos membros da classe.

Contudo, tendo em vista a grande dificuldade em mensurar as perdas advindas da conduta imputada à parte ré¹⁹⁴, entre demais fatores passíveis de serem arrolados como causa, advertem os autores acerca dos problemas de se realizar análise baseada na relação entre o valor fixado em acordo e o montante total que os autores da *securities class action* indicam como perdas¹⁹⁵.

¹⁹²Tal alegação havia sido formulada por uma série de companhias atuantes no ramo de tecnologia, sediadas no Vale do Silício. Apesar dos estudos apresentados negarem esta tendência, John C. Coffee Jr. e Joel Seligman chamam atenção para o fato de que pesquisas posteriores demonstraram que tais *securities class actions* eram geralmente ajuizadas em face de companhias de tecnologia e, assim, esta exposição desproporcional a este fato poderia ter reflexos no processo de formação de capital de tais companhias.

¹⁹³Fred Dunbar e Vinith Juneja. Recent Trends III: What Explains Settlements in Shareholders Actions?. National Economic Research Associates, 1993, cited in Senate Hearings at 739 *apud* COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1229.

¹⁹⁴A este respeito, Código Civil: “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

¹⁹⁵COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1219-1220: “Basically, a defendant is liable only for that portion of the plaintiff’s economic losses that the plaintiff can show were proximately caused by the defendant’s actionable misrepresentations or omissions. Thus, for example, a stock may fall fifty points in a single day following disclosure of previously undisclosed material information, but much of this decline may be attributable to external developments in the world or in the financial markets or to a general industry decline. As a result, a methodology that simply compares the settlement size to the total investors’ economic losses on their investment tends systematically to overstate losses that were liable for the plaintiffs”. A este respeito, faz-se pertinente consignar a existência de pesquisas realizadas por economistas no sentido de definir o melhor método para aferir o montante do prejuízo decorrente da conduta ilícita imputada à parte ré. Encontra-se na doutrina norte-americana menção a “single trader” e a “two trade model”, os quais se distinguem, basicamente, por não considerar, no primeiro modelo, ou considerar, no segundo modelo, compras e vendas de *securities* realizadas pelo mesmo investidor no período sob análise.

Em pesquisa realizada por Carleton, Weisbach e Weiss¹⁹⁶, após analisar 340 *securities class actions* em cujos autos fora realizado acordo nos anos de 1989 a 1994, sob o método denominado “*two trade model*”, foi observado que 24,1% dos acordos previram a reparação de pelo menos metade dos danos estimados; 19,3%, um quarto dos danos estimados; e, finalmente, 31,8%, menos de 10% dos danos estimados.

A princípio, os resultados da pesquisa realizada por Carleton, Weisbach e Weiss não permitem concluir de forma simplista pela procedência do argumento de que as *securities class actions* encerrariam demandas frívolas. Ainda acerca dos resultados desta pesquisa, John C. Coffee Jr. e Joel Seligman não descartam as seguintes hipóteses como possível explicação para alguns acordos objeto de análise, especialmente aqueles realizados nos casos em que a expectativa de êxito da demanda mostrava-se inicialmente alta: (i) a parte ré não possui recursos para o pagamento de mais de 10% dos prejuízos; (ii) alterações legislativas posteriores fizeram com que tal ação judicial se tornasse inviável; e (iii) os advogados da parte autora não mais apresentavam capacidade financeira para suportar os custos do litígio e, assim, firmaram acordos de pequeno valor.

A causa da alegada tendência de celebração dos ditos acordos pífios no curso de *securities class actions* segue, assim, objeto de grande debate na doutrina norte-americana. John C. Coffee Jr. e Joel Seligman advertem que as pesquisas realizadas têm foco mais centrado em aspectos quantitativos, e não qualitativos, mas não deixam de indicar um fator que consideram importante neste debate.

Nas *securities class actions*, os serviços prestados pelos advogados são remunerados na forma de prêmio, e não fixados conforme horas despendidas ou sobre um percentual do montante recebido pela parte autora como reparação de danos. Conforme já relatado, a reforma processual de 1995 teve por objetivo limitar o prêmio atribuído aos advogados da parte autora, mesmo ante as diversas outras formas sugeridas para disciplinar a remuneração dos advogados. Assim, os autores concluíram que esta medida apenas teria reduzido o incentivo para que advogados atuem na propositura e na condução de *securities class actions* e os motiva a trabalharem para a realização de acordos, inclusive aqueles em que se prevê redução de valores atribuídos aos membros da classe.

¹⁹⁶Willard T. Carleton, et al. *Securities Class Action lawsuits: A Descriptive Study*, 38 Ariz. L. Rev 491, 494-499 (1996) *apud* COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1220.

Com efeito, em 1995 alterou-se o §27(a)(3)(B)(vi) do *Securities Act* de 1933 e o §21D(a)(4) do *Securities Exchange Act* de 1934 para prever que o montante total dos valores pagos a título de honorários advocatícios não pode exceder uma percentagem razoável do montante efetivamente conferido à classe autora. A este respeito, Louis Loss e Joel Seligman informam que o objetivo do legislador, ao não fixar o percentual a ser pago a título de honorários e despesas, foi conferir às cortes flexibilidade para determinar este percentual, em cada caso concreto, com fundamento na razoabilidade¹⁹⁷.

John C. Coffee Jr. e Joel Seligman, após breve balanço acerca do impacto da Reforma de 1995, informam que a chamada “corrida às cortes” foi mitigada e que os acordos firmados no curso de *securities class actions* foi elevado, o que pode sugerir um estudo mais aprofundado pela parte autora, em especial os advogados da parte autora, antes do ajuizamento de tais ações. Concluem ainda os autores:

*“The basic policy issue suggested by these developments is whether a dispute resolution system in which litigation on the merits in increasingly remote makes sense. To be sure, a nontrial system reduces the costs and burdens of litigation on corporations, reduces nonmeritorious litigation, and may strengthen desirable entrepreneurial risk-taking. But a nontrial system also may systematically reduce incentives to comply with a mandatory disclosure system and reduce the deterrent impact of fraud remedies”*¹⁹⁸.

O debate sobre a importância das *class actions* para a efetividade do mercado de capitais norte-americano persiste, mesmo após as alterações legislativas acima mencionadas. Alguns estudos concluem pela importância da combinação de instrumentos de iniciativa dos órgãos públicos, reguladores, e de iniciativa dos particulares. Neste sentido, a conclusão dos estudos desenvolvidos por James D. Cox e Randall S. Thomas a respeito da importância da combinação entre a atuação da SEC e dos particulares, por meio da propositura das *private securities class actions*, para a efetividade das normas que regulam o mercado de capitais nos Estados Unidos da América¹⁹⁹.

¹⁹⁷LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. op. cit., p. 1385.

¹⁹⁸COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1225-1226.

¹⁹⁹COX, James D.; THOMAS, Randall S. SEC enforcement actions for financial fraud and private litigation: an empirical inquiry. *Valderbilt Law and Economics Research Paper*, n. 03-08, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/asbstract=429140>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

3.4. A aplicação da experiência norte-americana para o mercado de capitais brasileiro

Conforme acima mencionado, não é possível transpor, de forma simplista e automática, as soluções desenvolvidas nos Estados Unidos da América para o mercado e o ordenamento jurídico pátrios. Assim, o objetivo da presente seção é relacionar as soluções identificadas como relevantes e, em especial, seus pontos objeto de intensos debate e críticas, os quais podem contribuir para a elaboração de sugestões para o contexto brasileiro.

O primeiro ponto a ser analisado diz respeito à própria evolução na conformação da *class action* no ordenamento norte-americano e sua aplicação, em comparação à mesma evolução legislativa e aplicação no Brasil.

A este respeito, relevante a constatação de Antonio Gidi, em estudo sobre as ações coletivas em uma perspectiva comparada, que toma por paradigma os Estados Unidos da América, onde a atuação dos particulares é considerada uma complementação relevante à atuação do Estado²⁰⁰, em razão do reconhecimento da limitação natural deste e também certa desconfiança na atuação competente e desinteressada de seus integrantes. Assim, naquele país o processo civil e especialmente as *class actions*, são considerados instrumentos centrais na formação da regulação. Esta constatação opõe a experiência norte-americana à européia, a qual confere maior papel à atividade reguladora estatal.

Assim, e a partir das pesquisas realizadas, pôde-se observar que as *class actions*, desde o início, foram intensamente utilizadas para a solução de conflitos no âmbito do mercado de capitais, além de veicularem as questões de saúde pública e as causas consumeristas. Verifica-se, portanto, vasto repertório jurisprudencial e doutrinário sobre *securities class actions*, bem como um conjunto de profissionais especializados no manejo deste instrumento, em especial advogados, o que leva à referência, às vezes de forma crítica, é verdade, acerca da “indústria” das *securities class actions*. No Brasil, conforme relatado no próximo capítulo, as ações coletivas foram muito utilizadas para o

²⁰⁰Explica o autor: “O direito americano moderno percebeu que a forma mais eficiente de controlar o cumprimento (enforcement) de alguns tipos e leis com dimensões sociais (como as leis do consumidor, antitruste, civil rights, securities etc.) é atribuir tal controle diretamente às pessoas interessadas, e não somente através do controle monopolístico do Estado. Essa concepção deu origem à private attorney general litigation, ações de interesse social (cuja legitimidade, no Brasil, seria tendencialmente atribuída ao Ministério Público), propostas de forma privada diretamente pelas pessoas cujos direitos foram violados”. In GIDI, Antonio. *A class action: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*, cit., p. 34-35.

enfrentamento dos conflitos envolvendo questões ambientais e consumeristas. Apesar da edição da Lei nº 7.913 em 1989, o avanço das ações coletivas no âmbito do mercado de capitais foi tímido se comparado à proteção ao consumidor e ao meio ambiente.

De fato, o volume de ações coletivas cujo objeto seja valores mobiliários aumentou recentemente, mas não se pode afirmar sua utilização na mesma escala que as ações coletivas consumeristas desde 1990.

Vislumbra-se a indicação de dois fatores como possíveis causas desta ocorrência: (i) a estruturação de órgãos reguladores do mercado de capitais é antiga e ganhou especial vulto com a criação da CVM em 1976, a qual teve seus instrumentos regulatórios remodelados desde o final da década de 1990; (ii) a dispersão acionária no Brasil, com certeza, não se fez nos patamares do mercado norte-americano, sendo mais apropriado, inclusive, ainda se falar em concentração, e não em dispersão, apesar das recentes transformações relatadas no Capítulo I.

Atualmente a tutela coletiva do consumidor, judicial e extrajudicial, encontra-se consolidada, sendo objeto de estudo em disciplina autônoma nas universidades brasileiras, em nível de graduação e de pós-graduação. Há, inclusive, um sistema nacional de proteção ao consumidor estruturado, bem como número considerável de associações, por meio das quais os consumidores buscam organizar-se. Ainda, verifica-se na estrutura do Ministério Público grupo de atuação específica no âmbito consumerista. Por fim, é importante observar a projeção da proteção ao consumidor nos meios de comunicação, especialmente sua ampla divulgação pela chamada comunicação de massa.

A tutela dos interesses no âmbito do mercado de capitais, em sua modalidade judicial, não encontrou este nível de desenvolvimento em mesma época que a tutela do consumidor. De fato, a proteção ao acionista é objeto de estudo na disciplina de Sociedades Anônimas, incluindo, assim, as ações judiciais previstas na Lei nº 6.404/76. Novamente, ao tratar do Sistema Financeiro Nacional, este tema é objeto da disciplina de Títulos de Crédito e de Mercado de Capitais. A tutela dos referidos interesses coletivos na forma de atuação do Estado no domínio econômico é objeto de estudo na disciplina de Direito Econômico. Mas o estudo das ações coletivas nas disciplinas destinadas ao estudo do Direito Processual Civil ordinariamente abrange questões ambientais e consumeristas, integrando, apenas de maneira excepcional, a tutela dos interesses no âmbito do mercado de capitais.

Ainda, é recente a notícia de criação de núcleo no MPF e celebração de convênio entre este órgão e a CVM²⁰¹ para atuação neste âmbito, bem como não se verifica expressivo número de associações cujo objeto seja a proteção dos investidores no mercado de capitais. Por fim, observa-se que a tutela do investidor não alcança a mesma divulgação nos meios de comunicação tal qual a tutela do consumidor.

É interessante notar o descompasso entre a aplicação deste importante instrumento para conflitos entre consumidores e fornecedores e para a tutela dos interesses no mercado de capitais, especialmente neste momento, em que, conforme relatado no Capítulo I, o mercado de capitais brasileiro vivencia uma série de transformações, as quais, sem dúvida, acarretaram a inserção de um maior número de pessoas naturais neste âmbito, por meio da titularidade direta de participação ou dos instrumentos de investimento coletivo, em especial os fundos de investimento.

Daí a tendência que se verifica em buscar aplicação das soluções desenvolvidas no âmbito da tutela coletiva dos consumidores para a tutela coletiva dos investidores, tanto no que diz respeito ao direito material quanto às regras de direito processual.

Dadas as peculiaridades das relações jurídicas que se estabelecem no mercado de capitais, tal aplicação, direta, em raciocínio simplista, pode não se mostrar possível, bem como causar distorções. Com efeito, a título ilustrativo, pode-se dizer que o risco, como elemento ordinário nos investimentos em valores mobiliários, a essencial simetria na disseminação de informação ao público investidor, bem como a separação entre propriedade, controle e administração nas sociedades anônimas, são pontos que merecem análise específica e acurada ao se cogitar da utilização deste poderoso instrumento.

Da leitura do repertório jurisprudencial e doutrinário norte-americano, é possível depreender que tais fatores mereceram, naquele país, estudo específico, inclusive levando ao desenvolvimento de princípios, bem como de regras, materiais e processuais, delineadas para a utilização dos instrumentos judiciais, em especial, das *class actions*.

Por exemplo, vale mencionar que, uma vez detectada a violação, ou a iminência de, de dispositivos legais e normativos disciplinadores do mercado de capitais,

²⁰¹Convênio para intercâmbio e cooperação técnica e operacional entre MPF e CVM firmado em 08 de maio de 2008. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Termo de Cooperação Técnica. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convênio_Ministério_%20Público_Federal.pdf>.

especialmente nos casos de potencial dano a este mercado, a SEC, além da utilização dos instrumentos administrativos que o legislador lhe conferiu²⁰², pode, se necessário, recorrer ao Poder Judiciário. Neste caso, a SEC tem por objetivo solucionar as consequências do ato ilícito já praticado, e também desestimular futuras violações aos referidos dispositivos normativos²⁰³.

Informa a doutrina que, geralmente, a SEC requer ao juiz a indisponibilidade de ativos de titularidade do autor do ato ilícito. Ainda, é comum o posterior ajuizamento de *private securities class actions* pelos indivíduos prejudicados, providência que se aproveita dos resultados da ação judicial anterior, movida por aquela agência²⁰⁴. O juiz tem amplos poderes para conferir o provimento necessário para tutelar de forma adequada os interesses trazidos à corte. É possível, por exemplo, determinar-se o perdimento dos lucros auferidos em decorrência do ato ilícito, denominado

²⁰²Até 1990, os poderes da SEC mostravam-se mais limitados. Recorde-se, ainda, as distinções com relação à atuação administrativa da CVM e da SEC, em especial no que tange à auto-executoriedade dos atos administrativos, conforme observado no Capítulo II. Explicam James D. Cox, Robert W. Hillman e Donald C. Langervoort, que o *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act*, daquele ano, ampliou significativamente estes poderes, e (i) instituiu a possibilidade da SEC requerer ao Poder Judiciário a imposição de “civil penalties” além da figura do “disgorgement of illegal gains”, que pode ser entendido como similar ao perdimento do produto do ato ilícito; (ii) dispôs sobre a “cease and desist order”; e (iii) conferiu poderes à SEC para proibir o exercício de cargo de administração em companhias emissoras. In COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. op. cit., p. 780-783. Merece especial atenção a “cease and desist order”, prevista na Seção 8-A do *Securities Act* de 1933: “(a) AUTHORITY OF THE COMMISSION - If the Commission finds, after notice and opportunity for hearing, that any person is violating, has violated, or is about to violate any provision of this title, or any rule or regulation thereunder, the Commission may publish its findings and enter an order requiring such person, and any other person that is, was, or would be a cause of the violation, due to an act or omission the person knew or should have known would contribute to such violation, to cease and desist from committing or causing such violation and any future violation of the same provision, rule, or regulation. Such order may, in addition to requiring a person to cease and desist from committing or causing a violation, require such person to comply, or to take steps to effect compliance, with such provision, rule, or regulation, upon such terms and conditions and within such time as the Commission may specify in such order. Any such order may, as the Commission deems appropriate, require future compliance or steps to effect future compliance, either permanently or for such period of time as the Commission may specify, with such provision, rule, or regulation with respect to any security, any issuer, or any other person”. Além de previsão de revisão administrativa, há previsão de revisão judicial da “cease and desist order”, a requerimento do interessado, conforme Seção 8-A(d)(2)(a) e 8-A(d)(2)(b).

²⁰³Os instrumentos conferidos à CVM, conforme visto no Capítulo II, em regra são dotados do atributo da auto-executoriedade. Porém, nos casos em que esta se faz na modalidade imprópria ou parcial, ou até mesmo para obter providência que não decorra da utilização dos instrumentos que lhe são peculiares, pode-se vislumbrar a defesa do mercado de capitais pela CVM por meio das denominadas tutelas preventivas, como a inibitória e a de remoção de ilícito. A este respeito: MARINONI, Luiz Guilherme. Ações inibitória e de ressarcimento na forma específica do Anteprojeto de Código Modelo de Processo Coletivos para Iberoamérica. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 101, n. 381, p. 121-134, set./out. 2005. (art. 7º).

²⁰⁴COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1545: “A SEC injunction is also often followed by a private securities class action. If the injunction was the result of a litigated decision (and not a negotiated settlement), the defendant will be collaterally estopped from denying any facts determined by the court. Under *Parklane Hosiery Co. v. Shore*, private plaintiffs can make offensive use of collateral estoppel even though they were not parties to the earlier proceeding”.

“*disgorgement*”, muito utilizado nos casos de “*insider trading*”. O *disgorgement*, ao privar o agente dos valores auferidos como resultado do ato ilícito, não pretende significar punição, mas visa à prevenção, ou seja, impedir, desestimular que novos atos ilícitos sejam cometidos.

No Brasil, há notícia de ajuizamento de ação coletiva por MPF e CVM, na qual os autores requereram ao Poder Judiciário a indisponibilidade dos lucros obtidos em razão de operações supostamente realizadas com a utilização de informação privilegiada, bem como o bloqueio da liquidação de operação a termo realizada sob referidas condições²⁰⁵.

Existem ainda outras medidas, impostas ou objeto de acordo em juízo, e que têm sido fonte de grande polêmica por envolverem certo controle sobre a condução futura da atividade desenvolvida pela companhia. A doutrina indica como exemplos: a indicação de um “*special counsel*”, com o objetivo de realizar investigação dos atos já praticados pelos administradores da companhia e, a final, elaborar um relatório; requerer a renúncia dos administradores; a eleição de “conselheiro independente”, o qual, geralmente, deve ser aprovado pela SEC.

²⁰⁵ Autos nº 2007.51.01.490157-6 em trâmite perante a 23ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro. Foi decretado segredo de justiça no mencionado caso, razão pela qual não foi possível a obtenção de outras informações além das divulgadas pela referida autarquia por meio de comunicado ao mercado. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comunicado ao Mercado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado_suzano.asp>. Acesso em: 08 ago. 2007. Em reunião do Colegiado da CVM realizada em 04 de março de 2008 foi apreciada a proposta de celebração de compromisso e de ajustamento de conduta apresentada pelo administrado, réu nas ações coletivas ajuizadas por CVM e MPF. Consta da ata da referida reunião: “*Por estarem convencidos de que a Compromitente incorreu no ilícito de uso indevido de informação privilegiada, e sem prejuízo da atuação administrativa da CVM na espécie, a CVM e o MPF ajuizaram as ações antes identificadas, pleiteando o pagamento de indenização pelo dano difuso que teria sido causado no âmbito do mercado mobiliário e da sociedade. O pagamento pleiteado corresponde a três vezes o valor do lucro obtido com a operação reputada irregular, a ser revertida ao Fundo de Defesa de Direitos Difusos (art. 13 da Lei nº 7.347/85), bem como o pagamento de indenização pelos danos individuais homogêneos causados aos investidores que negociaram com a VAILLY S.A. anteriormente à publicação do Fato Relevante do dia 03.08.07*”. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado e do Comitê de Termo de Compromisso de 04.03.08. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2009. Por fim, em 17 de março de 2008, foi firmado termo de compromisso e de ajustamento de conduta entre CVM, MPF e administrado, por meio do qual, com o objetivo de requerer a extinção das ações coletivas sem julgamento do mérito, o administrado assumiu a obrigação de depositar R\$ 2.200.000,00 (dois milhões e duzentos mil reais) em conta bancária de sua titularidade, a qual somente poderá ser movimentada em razão de ordem conjunta da CVM e do MPF, que decidirão sobre a destinação do montante depositado. Interessante ressaltar que consta do mencionado termo que referido valor deverá ficar depositado por 12 (doze) meses contados da celebração do compromisso, e após este período os eventuais recursos remanescentes deverão ser transferidos ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos, previsto no art. 13 da Lei nº 7.347/1985. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Termo de compromisso e de ajustamento de conduta. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 04 dez. 2008.

John C. Coffee Jr e Joel Seligman trazem como exemplo um acordo realizado no curso de uma ação judicial (SEC v. Mattel, Inc.), segundo o qual por cinco anos, a maioria dos administradores da companhia deveria ser escolhida por meio de uma lista previamente aprovada pela SEC e que um conselheiro especial seria indicado para realizar investigação dos atos praticados pelos antigos administradores²⁰⁶. Contudo, advertem os autores, a referida decisão judicial não deixou de ser objeto de críticas, por entenderem alguns que a medida interferiria no direito dos acionistas de elegerem os administradores da companhia e, assim, conduzirem as atividades sociais.

Por isso, tais medidas são geralmente aplicadas com o consenso dos autores do ilícito, como forma de evitar o prosseguimento do litígio. Assim, informam os doutrinadores que há casos em que a corte indeferiu o pedido da SEC e deixou de impor tais medidas, como em SEC v. Falstaff Brewing Corp.²⁰⁷, por entender que: *“the court should not, without considerable justification, impose a remedy which would in effect regulate areas traditionally left to internal corporate management”*.

Ressalte-se que o projeto de que resultou a Lei nº 10.303/2001 trazia a previsão da introdução de um dispositivo na Lei nº 6.385/1976 que possibilitaria à CVM a nomeação de um “diretor-fiscal” para atuar na administração de companhia aberta em que fossem constatadas irregularidades. Este dispositivo foi objeto de veto pelo Presidente da República, que em suas razões explicitou ser tal nomeação “suspeita e desnecessária”, e afirmou ainda que referido diretor nomeado pela autarquia federal estaria sujeito à mesma previsão de responsabilidade dos diretores eleitos e isto poderia retirar a isenção da CVM necessária à condução da fiscalização²⁰⁸.

Conforme seções anteriores, a pesquisa realizada até o momento acerca da experiência norte-americana indica relevante volume de *securities class actions* ajuizadas por particulares. Em contraste com esta realizada, no Brasil²⁰⁹, no que tange à atuação de associações, a mesma situação se verifica.

²⁰⁶ COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1546.

²⁰⁷ Citado em COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel. op. cit., 9th ed., p. 1546.

²⁰⁸ Cf. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. op. cit., p. 25.

²⁰⁹ É importante notar que, conforme será descrito no próximo Capítulo, no que tange o ajuizamento de ações coletivas, a legislação brasileira vigente não confere legitimidade ao indivíduo. Este tema é objeto de intenso debate na doutrina brasileira, inclusive no bojo de elaboração de anteprojeto de lei para disciplina dos processos coletivos, trabalho em curso no Ministério da Justiça e sob a coordenação de juristas brasileiros. A despeito da experiência norte-americana, a abordagem desta questão não se mostra possível sem a consideração das ditas “premissas implícitas” do sistema jurídico brasileiro, que será realizada no capítulo seguinte.

Não se desconhecem as críticas, muitas vezes apropriadas, que são postas em face da judicialização dos conflitos. É grande a preocupação, por exemplo, com fator temporal, de extrema relevância quando se trata de mercado de capitais, cuja intrínseca dinamicidade pode ser considerada como um valor a ser preservado. Sem olvidar do debate acerca dos limites da atuação do Estado, e no caso ora em debate, na figura do Poder Judiciário, no âmbito da atividade empresarial, objeto do próximo capítulo.

No entanto, há que se deixar registrada a escassez de precedentes judiciais acerca da tutela coletiva dos interesses transindividuais no âmbito do mercado de capitais, o que dificulta sobremaneira o delineamento do debate sob o prisma pragmático por meio da verificação da aplicação dos raciocínios desenvolvidos em sede teórica.

O desenvolvimento dos estudos sobre a proteção dos direitos transindividuais, além de demonstrar a necessidade de aprimoramento das normas materiais de cunho protetivo, também revelou a premente exigência de evolução dos instrumentos processuais para tanto, quer se trate de processo individual, quer de processo coletivo. Com certeza, essa evolução pode ocorrer com a edição de normas processuais mais adequadas à efetividade do direito material objeto, mas não prescinde da eleição e a organização dos instrumentos mais adequados à atuação no caso concreto, entre todos os previstos no ordenamento jurídico pátrio, inclusive os judiciais, o que, sem dúvida, requererá maior sofisticação dos operadores do direito.

Assim, superados os obstáculos, de diversas ordens, já expostos, e também aqueles a que se fará menção no próximo capítulo, culminando na possibilidade de que se eleja a ação coletiva como o instrumento mais adequado para a solução de dado caso concreto, outros desafios se farão presentes, tais como o desenvolvimento de bases teóricas para a mensuração dos danos causados a investidores e ao próprio mercado de capitais, e, assim, para a identificação dos elementos a serem considerados na formulação de pedido e obtenção de provimento jurisdicional para sua justa reparação.

IV. A TUTELA COLETIVA DOS INTERESSES NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

4.1. A evolução histórica e legislativa

Entre os instrumentos da tutela de direitos essencialmente ou acidentalmente coletivos previstos no ordenamento jurídico brasileiro, encontra-se a ação coletiva, que pode ser proposta em caso de violação a direitos difusos, coletivos em sentido estrito, ou individuais homogêneos, assim definidos no art. 81, parágrafo único, incisos I, II e III, da Lei nº 8.078/1990²¹⁰, respectivamente.

Em 1985, por meio da edição Lei nº 7.347, o legislador disciplinou a tutela coletiva dos direitos difusos e coletivos expressamente relacionados no art. 1º do referido diploma legal, a saber: meio ambiente, consumidor, bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico. Ainda, o legislador arrolou como legitimados à propositura da referida ação o Ministério Público, a União, os Estados, os municípios, as autarquias, empresas públicas, fundações e sociedades de economia mista, bem como as associações.

É importante notar que a redação original da referida lei não incluía a expressão “quaisquer outros direitos difusos e coletivos”, conforme constava no projeto de lei, na forma de inciso IV. Com efeito, o então Presidente da República vetou referido dispositivo, razão pela qual se firmou o entendimento de que o rol ali previsto seria taxativo.

A doutrina relaciona outros instrumentos delineados para a tutela coletiva em juízo dos denominados interesses transindividuais²¹¹, anteriores à ação civil pública tal qual prevista na Lei nº 7.347/85.

²¹⁰“Art. 81. [...] Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de: I - interesses ou direitos difusos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato; II - interesses ou direitos coletivos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base; III - interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum”.

²¹¹Rodolfo de Camargo Mancuso faz menção à Lei nº 1.134/50, que disciplinou a ação proposta por associação de servidores públicos (MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 16). Hugo Nigro MAZZILLI indica, ao lado da ação popular, algumas ações intentadas pelo Ministério Público no âmbito civil, como a ação de reparação por danos ao meio ambiente, com fundamento na Lei nº 6.938/81, art. 14,

O advento da Lei nº 7.347/85 significou um marco na efetivação da participação democrática, ao munir de instrumentos os titulares de interesses que se encontravam, no mundo dos fatos, alheios à proteção judicial, eis que os instrumentos do processo de cunho individual não se mostravam aptos a solucionar estas demandas, de pequeno valor, mas numerosas, as quais, sem solução, contribuía para a permanência de condutas perniciosas, especialmente para o mercado de consumo. Por outro lado, o avanço na criação de instrumentos de tutela coletiva, especialmente da técnica da legitimação coletiva, disjuntiva e corrente, e da coisa julgada *secundum eventus litis*, trouxe efetiva proteção aos direitos difusos, materialmente reconhecidos, mas, na prática, muitas vezes alijados de proteção judicial e, portanto, de real efetivação.

Há que se reconhecer que a referida lei também representou verdadeiro avanço por sistematizar este relevante instrumento processual para a defesa de direitos difusos e coletivos, e assim, inspirar a edição de outras leis que ampliariam a possibilidade de tutela coletiva em juízo em nosso ordenamento jurídico.

E, assim, em 1988, o legislador constitucional, no tocante às ações coletivas, atribuiu legitimidade às associações (CRFB, art. 5º, inciso XXI), e aos sindicatos (art. 8º, inciso III). No art. 232, atribuiu-se legitimidade também aos índios e às suas comunidades e organizações. O rol de legitimados para a propositura de ação direta de inconstitucionalidade foi ampliado (art. 103) e instituiu-se o mandado de segurança coletivo.

O Ministério Público, instituição permanente, essencial à função jurisdicional do Estado, foi incumbido da defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais indisponíveis (CRFB, art. 127). Leia-se, no art. 129, o rol de funções institucionais do Ministério Público, entre as quais merece destaque para os fins do presente estudo: “*promover o inquérito civil e a ação civil pública, para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos*”; e “*exercer outras funções que lhe forem conferidas, desde que compatíveis com sua finalidade*”.

§1º; ainda, o autor chama atenção para a autorização legal para que algumas entidades de classe postulassem interesses coletivos em juízo, conforme previam o antigo Estatuto da Ordem dos Advogados do Brasil (Lei nº 4.215/63, arts. 1º, parágrafo único, e 129) e a antiga Lei de Direitos Autorais (Lei nº 5.988/73, art. 104). Na sequência, pondera Hugo Nigro MAZZILLI, em nota: “*Entretanto, tais normas criaram antes hipóteses quase que teóricas, sem maior eficácia concreta*” in MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo: meio ambiente, consumidor, patrimônio cultural, patrimônio público e outros interesses*. 17. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 63.

Também merece destaque, para os fins do presente trabalho, o disposto no art. 129, § 1º, da CRFB: “*A legitimação do Ministério Público para as ações civis previstas neste artigo não impede a de terceiros, nas mesmas hipóteses, segundo o disposto nesta Constituição e na lei*”.

Em 07 de dezembro de 1989, por meio da edição da Lei nº 7.913, o legislador disciplinou, pela primeira vez, a utilização da ação coletiva no âmbito do mercado de capitais. O art. 1º deste diploma legal dispõe que o

“Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter o ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado”.

Ainda, informa a doutrina, a Lei nº 7.913 inovou ao disciplinar o instrumento para tutela coletiva dos interesses individuais. Inspirada no sistema norte-americano, com as devidas adaptações ao sistema do *civil law* e à realidade brasileira, foi instituída, assim, a primeira *class action for damages* no ordenamento jurídico brasileiro²¹².

A este respeito, importante notar que, como resultado do desenvolvimento da sociedade de massa, a necessidade de solucionar os conflitos surgidos nessa realidade social, mais especificamente, a necessidade de conferir proteção aos consumidores e aos investidores em valores mobiliários, originou a tramitação de projetos de lei que culminaram, em breve período, nas Leis nº 7.913/89 e 8.078/90.

Conforme preceituam os arts. 21 da Lei nº 7.347/85 e 90 da Lei nº 8.078/90, os referidos diplomas legais formam um sistema integrado, aplicável à tutela coletiva dos direitos transindividuais, ou seja, direitos difusos, direitos coletivos *stricto sensu*, e direitos individuais homogêneos²¹³.

Em 1990, a possibilidade de tutela coletiva de “*qualquer outro interesse difuso ou coletivo*”, objeto de veto presidencial em 1985, foi inserida no referido sistema por meio de alteração do art. 1º da Lei nº 7.347/85 (inciso V, após renumeração pela Lei nº 10.257, de 10 de junho de 2001).

²¹²Cf. GRINOVER, Ada Pellegrini et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*, cit., p. 763-766.

²¹³WATANABE, Kazuo et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*, cit., p. 711. ZACLIS, Lionel. op. cit., f. 65.

Outra inovação de extrema importância foi a inclusão da tutela coletiva de quaisquer interesses individuais homogêneos, conforme inciso III do parágrafo único do art. 81, e art. 91, ambos da Lei nº 8.078/90. Para tanto, são legitimados os entes relacionados no art. 5º da Lei nº 7.347/85 e no art. 82 da Lei nº 8.078/90.

Por fim, em 15 de janeiro de 2007, a Lei nº 11.448 alterou a redação do art. 5º da Lei nº 7.347/1985, incluindo a Defensoria Pública entre os legitimados à propositura da ação coletiva e à celebração do ajustamento de conduta.

Dessa forma, pode-se afirmar a existência no ordenamento jurídico brasileiro de instrumentos de tutela coletiva dos interesses no mercado de capitais, e, assim, a viabilidade de se estudar a existência de relação entre o desenvolvimento deste instrumento e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro.

Após as breves, porém necessárias, observações sobre a previsão, constitucional e legal, para a tutela coletiva dos interesses transindividuais, em especial para a tutela coletiva dos interesses que se apresentam no âmbito do mercado de capitais, cumpre tratar da legitimidade para a ação coletiva.

O art. 1º da Lei nº 7.913/89 confere legitimidade ao Ministério Público para o ajuizamento da ação ali prevista. Trata-se de forma expressa da tutela coletiva de direitos individuais dos “titulares de valores mobiliários” e dos “investidores do mercado”.

Contudo, é importante observar que a edição da Lei nº 7.913/89 insere-se no âmbito do art. 129, inciso IX, em consonância com o art. 127, *caput*, ambos da CRFB, pois pretende a proteção dos investidores tendo em vista o interesse social no correto funcionamento do mercado de capitais. Pode-se afirmar, assim, que a legitimidade do Ministério Público configura-se de acordo com as normas constitucionais mencionadas.

José Marcelo Menezes Vigliar sobre a Lei nº 7.913/89 assim se manifestou:

*“Aqui, a perplexidade aparente fica adstrita à legitimação do Ministério Público. Contudo, público é o interesse na higidez das operações realizadas no Mercado de Valores Mobiliários e não somente privado, como poderia se supor”*²¹⁴.

Com efeito, a princípio, a dicção do art. 1º da Lei nº 7.913/89 poderia levar à conclusão de que o legislador teria conferido tal legitimidade exclusivamente ao

²¹⁴VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Tutela jurisdicional coletiva*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999. p. 136.

Ministério Público. Observe-se, todavia, que o art. 3º da referida lei prevê, no que couber, a aplicação dos dispositivos da Lei nº 7.347/85, determinando, assim, uma interpretação sistemática dos diplomas legais que constituem o sistema da tutela coletiva no Brasil.

Neste sentido, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo entende que a regra de legitimação ativa do art. 5º da Lei nº 7.347/85 aplica-se à ação coletiva prevista na lei nº 7.913/89, por força de seu art. 3º²¹⁵.

Pela legitimidade de demais autores além do Ministério Público, José Marcelo Menezes Vigliar²¹⁶, José Geraldo Brito Filomeno²¹⁷ e Julio Ramalho Dubeux²¹⁸.

Lionel Zaclis entende que restringir a legitimação para a propositura de ações coletivas na defesa dos investidores não é a melhor solução, pois, em determinadas situações apresentar-se-iam outras pessoas também aptas a exercer a representação adequada de tais interesses. Apesar deste entendimento, o autor afirma não ser possível sustentar, *de lege lata*, a legitimação de outros entes além do Ministério Público²¹⁹.

²¹⁵TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913/89, de 7 de dezembro de 1989 - A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 667, p. 72, maio 1991: “Ao atribuir legitimação ativa ao Ministério Público, o legislador nada mais fez que pôr em prática expresso preceito da Constituição Federal, que menciona, entre as funções institucionais do Ministério Público, a promoção do inquérito civil e da ação civil pública ‘para a proteção do patrimônio público e social, do meio ambiente e de outros interesses difusos e coletivos’ (art. 129, III). Foi além no entanto, uma vez que a Constituição acrescenta, no § 1.º do mencionado art. 129, que a legitimidade prevista no inc. III do dispositivo, ‘não impede a de terceiros, nas mesmas hipóteses, segundo o dispositivo nesta Constituição e na lei’. Como se vê, a norma constitucional remete à legislação ordinária, estabelecendo, no entanto, a regra da não-exclusividade da legitimação, por sinal elogiada pela doutrina. Na Lei 7.913/89, no entanto, o legislador deixou de dispor acerca da legitimação concorrente de terceiros para a propositura da ação civil pública. Tratando-se, como foi visto, de matéria pertinente ao âmbito da lei ordinária, pode-se daí inferir que a intenção do legislador foi a de atribuir ao Ministério Público, em princípio exclusivamente, legitimidade para propor a ação civil pública. Não se pode, no entanto, afastar de plano a possibilidade de, por aplicação extensiva da norma do art. 5º da Lei 7.347/85 (o recurso a esse diploma é explicitamente admitido pelo art. 5.º da Lei 7.913/89), ser a ação proposta por uma das pessoas relacionadas no citado dispositivo”.

²¹⁶VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Ação civil pública*. 6. ed. rev. amp. com jurisprudência. São Paulo: Atlas, 1999. p. 136.

²¹⁷FILOMENO, José Geraldo Brito. Empresas de avaliação de riscos – ratings – e sua responsabilidade. In: KALANSKY, Daniel; PERIN JÚNIOR, Écio; PEYSER, Luis (Coords.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005. p. 115.

²¹⁸DUBEUX, Julio Ramalho. op. cit., p. 75.

²¹⁹ZACLIS, Lionel. op. cit., f. 144: “Com efeito, chega a ser apodíctica a afirmação de que o objetivo de uma lei, ao mandar aplicar dispositivos de outra é regular situações por aquela própria não disciplinadas de modo expresso. Ora, e Lei n.º 7.913/89, em seu art. 1.º, tratou expressamente da matéria relativa à legitimação para agir, restringindo-se a atribuí-la ao Ministério Público. Tivesse sido intenção da Lei n.º 7.913/89 que, além do Ministério Público, também as demais entidades referidas no art. 5.º da Lei n.º 7.347/85 fossem dotadas de legitimação para agir no caso, certamente teria sido expressa a respeito. Portanto, a aplicabilidade das normas da Lei n.º 7.347/85 aos casos submetidos à Lei n.º 7.913/89 restringe-se às hipóteses relativamente às quais esta última é omissa.”. Conclui o autor: “Assim sendo, só de lege ferenda se poderá cuidar da extensão da legitimação para agir a outros entes”.

A questão não se cinge somente à aplicação de interpretação sistemática dos dispositivos legais ora em comento, pois qualquer interpretação do art. 1º da Lei nº 7.913/89 no sentido de excluir a legitimação da União, Estados, Municípios, autarquias, fundações, empresas públicas, sociedades de economia mista e associações, conforme rol de legitimados constante da Lei nº 7.347/85 e da Lei nº 8.078/90, seria desconforme ao disposto no art. 129, § 1º, da CRFB, anteriormente transcrito. Com efeito, tal interpretação implicaria atribuir ao Ministério Público legitimação exclusiva.

A doutrina relaciona os métodos clássicos de interpretação: gramatical, sistemático, histórico, e teleológico. A combinação desses métodos no caminho interpretativo é possível, sem olvidar que, a interpretação, como produto deste processo, é uma, o que significa afirmar que nenhum método pode ser considerado, ou descartado, de forma absoluta.

Assim, o intérprete deve trabalhar dentro dos limites e das possibilidades do texto da lei, preconiza o método gramatical. Mas não pode este intérprete observar um dispositivo legal sem analisá-lo em relação ao sistema com o qual guarda pertinência, no caso, o ordenamento jurídico. E o ordenamento jurídico ostenta, como elemento de sua unidade, as normas constitucionais.

Mas não é só. Um dispositivo legal também deve ser interpretado sob o método teleológico. Há que se considerar o bem jurídico cuja proteção se busca com a inserção deste dispositivo legal no ordenamento jurídico.

Forçoso reconhecer que a aplicação dos diversos métodos acima relacionados na interpretação de um dispositivo legal pode revelar ao operador do direito mais de uma possibilidade.

Na solução deste problema interpretativo, a doutrina sustenta que é preciso considerar que, em razão da supremacia da Constituição e da presunção de constitucionalidade das normas jurídicas, uma norma não deve ser declarada inconstitucional quando, entre interpretações plausíveis e alternativas, exista alguma que permita sua compatibilização com a CRFB. Trata-se do princípio da interpretação conforme a Constituição²²⁰.

²²⁰Cf. BARROSO, Luís Roberto. *Interpretação e aplicação da Constituição*. 5. ed. rev. atual. amp. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 190: “O papel da interpretação conforme a Constituição é, precisamente, o de ensejar, por via de interpretação extensiva ou restritiva, conforme o caso, uma alternativa legítima para o

Pode-se afirmar, portanto, que o art. 1º da Lei nº 7.913/89 deve ser considerado à luz do disposto no art. 129, § 1º, da CRFB, buscando-se, assim, de forma necessária, a aplicação subsidiária do rol de legitimados constantes da Lei nº 7.347/85 e da Lei nº 8.078/90. A tutela coletiva dos interesses que se apresentam no mercado de capitais brasileiro, assim, é passível de ser exercida, em juízo, por mais de um ente, em especial, pela CVM.

Rodolfo de Camargo Mancuso traz à discussão outra questão constitucional relevante: “[o] credenciamento outorgado a vários co-legitimados ativos para as ações de finalidade coletiva representa uma projeção, no plano judiciário, da diretriz constitucional da democracia participativa [...]”²²¹.

Ou seja, há que ampliar o rol de legitimados ativos de modo a conferir efetividade ao sistema de garantias dos direitos transindividuais. Hugo Nigro Mazzilli²²², ao comentar a defesa dos investidores no mercado de capitais:

“Negar a iniciativa dos co-legitimados para a ação civil pública ou coletiva nessas hipóteses seria o mesmo que olvidar os pressupostos e objetivos da legitimação extraordinária em defesa de interesses transindividuais”.

E a busca da mencionada efetividade na proteção dos mencionados interesses foi objeto da atenção de Rodolfo de Camargo Mancuso em outra obra²²³, na qual o autor tratou da atribuição da legitimidade a órgãos e agências especializadas:

“Essa atuação assim concorrente e disjuntiva harmoniza-se, de resto, com a diretriz estabelecida na Constituição Federal, pela qual a legitimação reconhecida ao Ministério Público na tutela aos interesses metaindividuais ‘não impede a de terceiros, nas mesmas hipóteses, segundo o disposto nesta Constituição e na lei’”(º1, do art. 129).”.

A ampliação do rol de legitimados é tendência que se verifica também no Código Modelo de Processos Coletivos para a Ibero-América²²⁴ e no Anteprojeto de

conteúdo de uma norma que se apresenta como suspeita. (...) Frequentemente, o princípio enseja que se afirme a compatibilidade de uma lei com a Constituição, com a exclusão expressa de outras possibilidades interpretativas, reputadas inconstitucionais. Visto pelo lado positivo, a consequência é, sem dúvida, a preservação da norma. Mas, pelo lado negativo, tem um caráter invalidatório, sendo acertada sua equiparação a uma declaração de nulidade sem redução de texto, como faziam os autores alemães (...).”.

²²¹ MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 22.

²²² MAZZILLI, Hugo Nigro. op. cit., p. 555.

²²³ MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 248.

Código Brasileiro de Processos Coletivos²²⁵, os quais trazem para o sistema das ações coletivas a análise da representatividade adequada²²⁶, como requisito para se conferir a legitimidade ao indivíduo, tal qual relatado no Capítulo anterior, acerca da experiência norte-americana.

Porém, é preciso observar que, de acordo com a minuta de anteprojeto de lei de reforma do sistema processual da tutela coletiva, ou de “Lei da Ação Civil Pública”, cujos estudos se fazem no âmbito da Secretaria de Reforma do Judiciário, órgão do Ministério da Justiça, não há previsão de tal atribuição de legitimidade ao indivíduo²²⁷.

4.2. Interesses difusos, coletivos em sentido estrito e individuais homogêneos

A palavra *interesse* é plurívoca. Assim, faz-se necessário investigar a que *interesse* se alude ao partir da observação da *tutela dos interesses individuais e coletivos* que se verifica no mercado de capitais brasileiro para a análise da *tutela coletiva destes interesses*. O resultado desta investigação permitirá delinear, por exemplo, a titularidade do *interesse* a que se alude e a efetividade da forma conferida pelo ordenamento jurídico para a sua proteção.

²²⁴ O Código Modelo de Processos Coletivos para Ibero-América, de cuja elaboração participaram os juristas brasileiros Ada Pellegrini Grinover, Aluísio G. de Castro Mendes, Antonio Gidi e Kazuo Watanabe, foi aprovado nas Jornadas do Instituto Ibero-Americano de Direito Processual, evento realizado na Venezuela em 2004. Cf. MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. O Código Modelo de Processos Coletivos para os Países Ibero-americanos. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Orgs.). Processo civil coletivo. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 730-744.

²²⁵ Em 2004, também como resultado de estudos realizados no âmbito desta Faculdade de Direito, o Instituto Brasileiro de Direito Processual divulgou o Anteprojeto de Código Brasileiro de Processo Coletivo, dentro da perspectiva de que o CPC atual fora concebido para a solução de conflitos individuais e, assim, da necessidade de consolidar e sistematizar as normas, presentes em diversos diplomas legais, que traçam o sistema da tutela coletiva no Brasil. Os estudos para a elaboração do referido anteprojeto de lei foram desenvolvidos por diversos juristas brasileiros, sob a coordenação da professora Ada Pellegrini Grinover, e encontram inspiração nos trabalhos realizados para o Código Modelo de Processos Coletivos para Ibero-América. Íntegra do anteprojeto publicada In MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Orgs.). op. cit., p. 800-821.

²²⁶ A este respeito, a exposição de motivos do referido Anteprojeto, da autoria da professora Ada Pellegrini Grinover: “[...] A grande novidade consiste na exigência do requisito da ‘representatividade adequada’ que, na prática, se mostrou útil para as ações civis públicas em geral, necessária par ampliar a legitimação ativa e indispensável para a admissibilidade de ações coletivas passivas, em que o grupo, categoria ou classe de pessoas figura na relação jurídica processual como réu (Capítulo III). Como dito, a legitimação ativa à ação civil pública é ampliada, abrangendo a pessoa física, o que é recomendável, desde que adotado o temperamento da aferição do requisito da representatividade adequada” Íntegra do anteprojeto publicada In Rodrigo MAZZEI e Rita Dias NOLASCO (org), Processo Civil Coletivo, São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 803.

²²⁷ Minuta disponibilizada no *workshop* “Sistema Único Coletivo - proposta de alteração da Lei da Ação Civil Pública”, realizado pela Escola de Magistrados da Justiça Federal da 3ª Região, com a participação da referida Secretaria do Ministério da Justiça, em 17 de novembro de 2008, na cidade de São Paulo.

As expressões “interesse geral”, “interesse coletivo”, “interesse social”, “interesse público”, “interesses metaindividuais” ou “interesses transindividuais” encontram-se na CRFB e em diversos diplomas legais. Observa-se que geralmente tais expressões são empregadas sob as mais diversas acepções. O mesmo se diga quanto a seu uso pela doutrina. Por isso, afastando a pretensão de definir de forma precisa cada uma destas expressões, procurou-se apenas identificar alguns de seus traços, que revelem certo consenso doutrinário.

A expressão “interesse geral” muitas vezes é utilizada em comparação a *interesse coletivo* e *interesse individual* ou *particular*. A doutrina se refere a uma “escala de coletivização”. É o que se extrai da leitura do disposto no inciso XXXIII do art. 5º da CRFB. Pode-se pensar na abrangência do conjunto de pessoas a que está afeto o interesse.

Interesse social pode ser lido ao menos de duas formas. Especialmente no que tange ao direito societário, debate-se a natureza do *interesse social*, ou seja, do interesse afeto a uma pessoa jurídica de direito privado constituída, por exemplo, sob a forma de sociedade anônima. Outra acepção para a expressão pode ser encontrada no art. 5º, incisos XXIV, XXIX e LX, da CRFB, bem como no art. 8º, §2º, da Lei nº 6.385/1976. Neste sentido, pode-se dizer que *interesse social* é aquele afeto à maioria da sociedade civil.

Explica Rodolfo de Camargo Mancuso, em obra de extrema relevância sobre o tema, que o *interesse social* em sentido estrito, denominado pelo autor de “exercício coletivo de interesses individuais”, não necessariamente guardará correspondência com o bem comum. Isto não significa dizer, porém, que as referidas acepções serão sempre antagônicas. Relata o autor que há quem pretenda afirmar que os interesses individuais, quando exercidos coletivamente, ficam impregnados de uma “*certa ‘aura’ coletiva*”, razão pela qual não mais poderiam ser considerados sob a forma individual. Discordando desta posição, Rodolfo de Camargo Mancuso assevera que “[...] *nos parece que esse aspecto diz com a forma, com o modo pelo qual o interesse se exterioriza; não com sua natureza ou essência, que restam individuais. Alteração essencial haveria se e quando a finalidade do exercício do interesse ‘social’ (em sentido estrito) se compatibilizasse com o interesse da coletividade*”²²⁸.

²²⁸ MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 29.

Encontra-se na doutrina diversas acepções para *interesse coletivo*. Merecem destaque: *interesse coletivo* como aquele que diz respeito à coletividade; ou tal qual disposto no art. 129, inciso III, da CRFB e no art. 81 da Lei nº 8.078/1990, expressão que comporta dois significados, pois ora é utilizada em sentido amplo, em referência ao conjunto de interesses definidos como “difusos”, “coletivos” e “individuais homogêneos”, ora é empregada em sentido estrito, em menção aos “*transindividuais, de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base*”.

A doutrina aponta traços comuns entre *interesse geral*, *interesse social* e *interesse público*²²⁹. De fato, todos remetem à idéia de um interesse que diz respeito à sociedade civil, à coletividade. No que tange ao *interesse público*, um outro traço se revela: a figura do Estado, em geral, de suas atividades legiferante e executiva. Pensa-se, assim, na competência para a eleição, dentre tantos interesses, daquele que se pode dizer *interesse público*.

Na obra mencionada anteriormente, ao apresentar os traços da acepção política para a expressão, encontrados na doutrina pátria e estrangeira, adverte Rodolfo de Camargo Mancuso que da noção de *interesse público* deve-se afastar a idéia de singela soma de interesses dos indivíduos, eis que muitas vezes estes se apresentam de forma colidente. Contudo, não se pode tomar *interesse público* como algo inteiramente apartado dos mencionados interesses dos indivíduos ou dos grupos existentes na sociedade, pois somente eles podem ser os beneficiários finais do interesse que se diz *público*.

Carlos Alberto de Salles, ao tratar do tema, faz referência a “processo civil de interesse público”, que no Brasil se reflete nas ações coletivas, não mais sob a divisão entre Direito Privado e Direito Público, mas para “*distinguir aquelas lides nas quais a prestação jurisdicional recai sobre interesses individuais de outras, nas quais o objeto do processo é uma decisão sobre o interesse público*”. Assim, explica o autor, que *público*

²²⁹José Eduardo Faria, ao tratar do tema “processo civil e interesse público”, aborda-o sob perspectiva sociológica, para referir-se a *interesse público* como um conceito que, tal qual “bem comum” ou “interesse social”, desempenha uma função pragmática, pois elaborado para servir como “princípio totalizador dos interesses tutelados pelo direito”, ou seja, para “*filtrar os diferentes valores em confronto na vida social, alcançando uma ideia de fechamento e acabamento lógico daqueles valores majoritariamente reclamados por parte da sociedade*”. Apresenta o autor, assim, reflexões acerca das dificuldades e dos desafios para a postulação do *interesse público* e para a utilização dos princípios, com seus usos e abusos, e das normas no Brasil, país em que a sociedade se mostra cada vez mais dividida e desigual. Cf. FARIA, José Eduardo. A definição do interesse público. In: SALLES, Carlos Alberto de (Org). *Processo civil e interesse público: o processo como instrumento de defesa social*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2003. p. 79-90.

não mais é definido pela oposição ao *privado*, mas sim ao *individual*, para o fim de revelar interesses atinentes à generalidade de pessoas²³⁰.

Destaca o mencionado autor que, apesar de a Administração Pública e o Legislativo serem os principais foros para a definição do interesse público, observa-se cada vez mais que referida tarefa também é realizada pelo Poder Judiciário, como no julgamento das ações coletivas que versem sobre interesses difusos e coletivos. Adverte Carlos Alberto de Salles para a insuficiência do critério meramente processual, de competência e procedimento, para a realização de tal definição. Imprescindível a adoção de critérios substanciais nesta tarefa. Conclui o autor que, apesar da impossibilidade de se traçar, *a priori*, um critério substancial que se entenda suficiente, este pode ser extraído do princípio da justiça distributiva. A indivisibilidade característica dos bens comuns, como o meio ambiente, por revelar um critério de justiça distributiva, pode ser indicado para nortear a atividade jurisdicional neste sentido.

Conforme mencionado na seção anterior, o legislador tratou de alguns interesses ou direitos metaindividuais, transindividuais ou coletivos em sentido amplo, no parágrafo único do art. 81 da Lei nº 8.078/1990, de acordo com a seguinte classificação: difusos; coletivos; e individuais homogêneos.

Explica Rodolfo de Camargo Mancuso: “[...] *um interesse é ‘metaindividual’ quando, além de passar o círculo de atributividade individual, corresponde à síntese dos valores predominantes num determinado segmento ou categoria social*”²³¹. Assim, entende o autor que o interesse público é um interesse metaindividual, mas não se confunde com o interesse difuso:

“[...] o interesse público é um interesse metaindividual (à saúde, à segurança) atomizado e compartilhado por toda a sociedade civil, restando pensável um conflito ‘indivíduo-Estado’, a respeito da forma de gestão desse interesse. Já o interesse difuso, por não contar com uma base normativa própria, exurgindo de circunstâncias de fato, conjunturais (consumir produto, habitar certa região) enseja o confronto entre interesses de massa, sustentados por grupos contrários: a intrínseca conflitualità, referida pela doutrina italiana”²³².

²³⁰Cf. SALLES, Carlos Alberto de. Processo civil de interesse público. In: _____ (Org). op. cit., p. 39-73.

²³¹MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 44.

²³²Id. Ibid., p. 151-152. Este entendimento também é adotado por Hugo Nigro Mazzilli. A respeito da relação entre interesse público e interesse difuso, afirma o autor que os interesses difusos não constituem uma subespécie do interesse público: “Embora em muitos casos possa até coincidir o interesse de um grupo indeterminável de pessoas com o interesse do Estado ou o interesse da sociedade como um todo (como o

A doutrina relaciona as seguintes características do interesse difuso: natureza indivisível ou indivisibilidade do objeto, explicada como uma situação fática que é compartilhada pelas pessoas; indeterminação dos sujeitos, ou seja, a impossibilidade de identificação das pessoas que estão ligadas pela referida situação fática, o que faz com que sua tutela do referido interesse não possa ter por fundamento sua titularidade, mas apenas sua relevância social, passando-se da indagação sobre a titularidade do interesse para a representatividade adequada daquele a quem foi atribuída sua defesa; conflituosidade intrínseca; e transição ou mutação no tempo e no espaço, pois não são extraídos de um vínculo jurídico básico, mas de circunstâncias de fato compartilhadas pelos beneficiários.

Quanto aos interesses qualificados como coletivos nos termos do inciso II do §1º do art. 81 da Lei nº 8.078/1990, também estes apresentam a mencionada natureza indivisível, porém, dizem respeito a pessoas determinadas ou determináveis, a um grupo, a uma categoria ou a uma classe de pessoas, que se encontram “*ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base*”.

Conforme anteriormente mencionado, os interesses qualificados como “individuais homogêneos” também dizem respeito a pessoas determinadas ou determináveis, porém, pressupõem o que a doutrina denomina de “divisibilidade do objeto”, ou seja, são interesses individuais que apresentam origem comum. Da leitura do inciso III do §1º do mencionado art. 81, observa-se que referidos interesses não se revelam propriamente *coletivos*, mas são interesses individuais que, uma vez presentes os requisitos constantes do referido dispositivo legal, encontram defesa por meio de instrumentos de tutela coletiva preconizados pelas Leis nºs 7.347/1985 e 8.078/1990. Assim, fala-se em interesses *essencialmente* ou *acidentalmente* coletivos.

Conforme explicitado no Capítulo I, o desenvolvimento do mercado de capitais é extremamente importante para a economia nacional, configurando *interesse* que se pode inserir entre os ditos “metaindividuais”, que transcendem a esfera individual.

Identifica-se, também, na tutela do mercado de capitais, de sua confiabilidade e higidez, nota de *interesse público*, por invocar a arbitragem entre interesses privados, a presença do Estado, legislador e administrador, mais facilmente identificado na atuação da CVM.

interesse ao meio ambiente sadio), a verdade é que nem todos os interesses difusos são compartilhados pela coletividade ou comungados pelo Estado [...] In. MAZZILLI, Hugo Nigro. op. cit., p. 51.

No âmbito do mercado de capitais, além do interesse difuso consistente em sua higidez e bom funcionamento, acima descrito, é possível encontrar outros interesses, também qualificáveis em uma das categorias dos interesses transindividuais e, em tese, igualmente legítimos, a merecerem a tutela do ordenamento jurídico e, assim, a exigirem o sopesamento dos princípios constitucionais que os fundamentam.

A respeito deste tema, leia-se o disposto no art. 116 da Lei nº 6.404/1976 denota serem inúmeros os interesses existentes nas sociedades anônimas, cujos conflitos não se restringem aos seus sócios, mas pode alcançar os trabalhadores, os consumidores, a comunidade na qual a mesma exerce suas atividades.

Ou seja, os interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos que gravitam no mercado de capitais cotidianamente entram em conflito com outros interesses, individuais ou transindividuais, como o interesse difuso ao meio ambiente saudável. Exigir-se-á, assim, o sopesamento do interesse dos acionistas da companhia aberta no desenvolvimento das atividades empresariais pela sociedade de forma lucrativa e a necessidade de se solucionar as externalidades negativas advindas da atividade produtiva no que tange ao meio ambiente.

Pode-se pensar no interesse daquelas classes de pessoas já tradicionalmente conhecidas no mercado de capitais, como os acionistas ou os debenturistas em relação a determinada companhia aberta, cuja organização encontra-se, inclusive, aposta em lei, à luz da disciplina das sociedades anônimas. Ou até mesmo dos detentores de ADRs lastreados em valores mobiliários de emissão da referida companhia.

Reflita-se também sobre o interesse dos cotistas de determinado fundo de investimento. Cite-se, ainda, o interesse dos intermediários coletivamente organizados, por exemplo, como membros de bolsa de valores, em aumentar o volume das negociações intermediadas neste mercado, elevando, assim, seus lucros.

4.3. Mercado de capitais e a tutela coletiva em juízo

Na presente seção, pretende-se traçar os principais pontos do debate acerca da tutela coletiva em juízo, de suas virtudes e suas limitações no que se refere aos interesses transindividuais, os quais se revelam no âmbito do mercado de capitais. Para tanto, será analisado o debate acerca da atribuição de legitimidade ao Estado e aos particulares, organizados ou não, bem como acerca da função jurisdicional do Estado.

4.3.1. A atuação dos co-legitimados

Em seção anterior, observou-se que os elementos trazidos pelo legislador no § 1º do art. 81 da Lei nº 8.078/1990 auxiliam na busca pela identificação dos interesses que gravitam no mercado de capitais brasileiro, mas se mostram insuficientes para encerrar o debate acerca da atribuição da tarefa de sua proteção, especialmente sob a forma judicial, ao Estado e às organizações.

Neste âmbito se insere a discussão acerca da conveniência e até mesmo da possibilidade de se conferir também ao indivíduo a legitimidade para o ajuizamento de ação coletiva buscando a proteção dos interesses transindividuais, inclusive o difuso, que toca à coletividade (beneficiários indeterminados), especialmente no âmbito do mercado de capitais.

A doutrina relaciona as vantagens e as desvantagens de se conferir ao Ministério Público e também aos órgãos públicos ou às chamadas agências estatais a legitimidade para a defesa dos interesses transindividuais. Naturalmente, o debate se torna mais intenso quanto à legitimidade para a defesa dos interesses difusos.

Mauro Cappelletti e Bryant Garth²³³ observaram que o método mais comum para a defesa dos interesses difusos é sua atribuição ao Estado, o qual é adotado em muitos países, verificando-se a relutância em se conferir ao indivíduo a legitimidade para tanto. Porém, a solução, segundo os autores, não se mostrou satisfatória. No que tange à atribuição de tal tarefa ao Ministério Público, entendem os autores que a defesa dos chamados novos direitos muitas vezes requer conhecimentos técnicos em áreas não jurídicas e, ao órgão ministerial, faltaria referida especialização.

Quanto à atribuição de referida legitimidade a órgãos ou agências públicas especializadas, limitações de outra ordem devem ser consideradas. Sustentam os autores:

*“Os departamentos oficiais inclinam-se a atender mais facilmente a interesses organizados, com ênfase nos resultados de suas decisões, e esses interesses tendem a ser predominantemente os mesmos interesses das entidades que o órgão deveria controlar. Por outro lado, os interesses difusos, tais como os dos consumidores e preservacionistas, tentem, por motivos já mencionados, a não ser organizados em grupos de pressão capazes de influenciar essas agências”*²³⁴.

²³³Cf. CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. *Acesso à justiça*. Tradução de Ellen Gracie Northfleet. Porto Alegre: Sergio Fabris, 1988. p. 48-73.

²³⁴Id. Ibid., p. 52-53.

Por fim, referidos autores fazem menção à solução norte-americana, que reconheceu a importância de se permitir a defesa dos interesses difusos pelos particulares e permitiu que esta tarefa fosse desempenhada por organizações não-governamentais, denominadas “*Organizational Private Attorney General*”. Advertem os autores, porém, que a defesa de interesses difusos por este método também pode ser fonte de abusos e, portanto, invoca a necessidade de criação de mecanismos de controle pelo Estado.

Rodolfo de Camargo Mancuso²³⁵, ao se manifestar sobre o tema, também relaciona a especialização dos órgãos e das agências governamentais como uma vantagem, sem deixar de indicar a possibilidade de crescente burocracia e sua conseqüente morosidade como desvantagens de se atribuir a defesa dos interesses difusos aos mencionados órgãos. A solução que melhor se apresenta, segundo o autor, é a combinação entre a legitimidade de agências governamentais, do Ministério Público e das associações. Este é o tratamento conferido atualmente pelo legislador à questão, ou seja, legitimidade concorrente e disjuntiva, a qual, conforme destaca o autor, também atende ao disposto no art. 129, §1º, da CRFB.

Conforme mencionado no Capítulo II, no art. 170 da CRFB encontram-se relacionados os princípios que conformam a ordem econômica. São princípios que devem nortear não somente a atuação do Estado, mas também a atuação dos particulares. A leitura dos incisos do referido art. 170 revela princípios que, em análise liminar, apresentam-se conflitantes. Porém, diversamente do conflito entre normas infraconstitucionais, que se resolve em eleição de uma só norma, em integral prejuízo da aplicação da outra, o conflito aparente entre os princípios constitucionais é solucionado por meio do chamado sopesamento ou balanceamento entre princípios constitucionais, em linha de raciocínio que determina a busca pela maior efetivação dos dois princípios aparentemente conflitantes, aplicando-se simultaneamente a regra da vedação à aniquilação de qualquer deles.

A instituição, a condução e supervisão do Sistema Financeiro Nacional, além de atender aos princípios acima mencionados, devem promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos *interesses da coletividade*. Ou seja, a atuação do Estado na atividade econômica, em especial da União sob a forma de poder de polícia exercido por meio de seus órgãos ou de suas autarquias como CVM, BACEN, SUSEP, SPC, entre outros, deve atender ao disposto no art. 192 da CRFB.

²³⁵MANCUSO, Rodolfo de Camargo. op. cit., p. 228-247.

Verifica-se, assim, a aposição da expressão “interesses da coletividade”. Em seção anterior foram analisadas as diversas acepções encontradas na doutrina para o termo *interesse* e suas diversas qualificações, inclusive no que tange a *interesse coletivo*. Pode-se afirmar que “interesses da coletividade”, da forma como empregada no art. 192 da CRFB não guarda pertinência com a definição de “interesse coletivo” prevista no inciso II do §1º do art. 81 da Lei nº 8.078/1990, ou seja, não se tratou de *interesses transindividuais de um grupo determinado ou determinável de pessoas, reunidas por uma relação jurídica base comum*. Parece mais apropriado entender que *interesses da coletividade* quer se referir ao interesse que se diz *social* ou *geral*, ou seja, interesse que toca à sociedade civil, revelando a idéia de persecução do “bem comum”.

Feita esta constatação, deve-se passar à leitura da Lei nº 6.385/1976, que disciplina a atuação da CVM. Poucas vezes encontra-se referência a *interesse social* ou a *interesse público*, quase sempre para delinear o tratamento a ser dado às informações coletadas nos autos de processo administrativo, impondo-se sigilo ou casos de obrigatoria publicidade.

No art. 4º encontram-se as finalidades a serem perseguidas pela autarquia. Retome-se, neste ponto, uma das acepções da palavra *interesse*, quando qualificada como *interesse público*. A este respeito, cumpre retomar duas idéias apostas na seção anterior: apesar de não se poder afirmar que o interesse público reduz-se à soma dos interesses dos indivíduos ou deste ou daqueles grupos sociais, não se pode retirar por completo de sua formulação preocupação com os mencionados interesses individuais, pois a persecução do interesse público somente pode ter por beneficiários finais as pessoas. A segunda idéia diz respeito à acepção jurídica da expressão *interesse público*, que revela a “competência para a arbitragem entre interesses particulares”, atribuída ao Estado.

Assim, da leitura das finalidades apostas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, pode-se afirmar que o Estado-legislador realizou suas opções, indicando, inclusive, os meios para que a CVM as persiga. No Capítulo II, traçou-se um panorama destes meios, dos principais instrumentos utilizados pela referida autarquia para alcançar tais fins. Conforme explicitado anteriormente, entre referidos instrumentos, o legislador conferiu à CVM a ação coletiva e o termo de ajustamento de conduta.

Pertinente transcrever os esclarecedores exemplos formulados por Hugo Nigro Mazzilli acerca de interesse público e as referidas modalidades de interesses transindividuais:

“Há interesses difusos: a) tão abrangentes que chegam a coincidir com o interesse público (como o do meio ambiente, como um todo); b) menos abrangentes que o interesse público, por dizerem respeito a um grupo disperso, mas que não chegam a confundir-se com o interesse geral da coletividade (como o dos consumidores de um produto); c) em conflito com o interesse da coletividade como um todo (como os interesses dos trabalhadores na indústria do tabaco); d) em conflito com o interesse do Estado, enquanto pessoa jurídica (como o interesse dos contribuintes); e) atinentes a grupos que mantêm conflitos entre si (interesses transindividuais reciprocamente conflitantes, como os dos que desfrutam do conforto dos aeroportos urbanos, ou da animação dos chamados trios elétricos carnavalescos, em oposição aos interesses dos que se sentem prejudicados pela correspondente poluição sonora)”²³⁶.

Pode-se afirmar que o interesse da coletividade no desenvolvimento de mercado de capitais brasileiro forte qualifica-se como interesse difuso, por atender ao disposto no inciso I do §1º do art. 81 da Lei nº 8.078/1990, e que, ao mesmo tempo, coincide, com o interesse público, com as finalidades legais cuja realização foi atribuída à CVM. Sem maiores dificuldades, afirmar-se-ia que a ação coletiva e o ajustamento de conduta encerram, assim, instrumentos aptos a serem utilizados pela CVM na regulação do mercado de capitais sempre que verificar violação ao referido interesse da coletividade no desenvolvimento de mercado de capitais brasileiro forte.

Porém, a simples aposição teórica desta afirmação não permite solucionar as diversas indagações que atualmente se põem em face da utilização deste instrumento. A primeira observação a ser feita é que no mercado de capitais brasileiro não se afigura somente o interesse difuso assim delineado, em justa coincidência com as finalidades descritas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976.

Interessante notar a este respeito, que referida conflituosidade, característica dos interesses transindividuais, não é desconhecida da doutrina que se dedica à análise da disciplina e da supervisão do mercado de capitais. O mesmo se diga quanto à atribuição da legitimidade para a defesa de referidos interesses. Pense-se, por exemplo, no debate acerca das virtudes e das limitações da auto-regulação, que mereceu comentários no Capítulo II. Entre as desvantagens da auto-regulação mais citadas pela doutrina está o conflito de interesses. De fato, questiona-se se a coletividade organizada dos agentes econômicos que atuam no mercado é capaz de se conduzir para a busca do interesse público, ou se a perseguição de interesses particulares por meio da auto-regulação é inerente à atuação

²³⁶MAZZILLI, Hugo Nigro. op. cit., p. 51.

daqueles. Em verdade, o que se está a analisar é a possibilidade de contraposição de interesses deste grupo, por exemplo, o aumento dos lucros percebidos com a atividade de intermediação, ao interesse geral ou ao interesse da sociedade como um todo, no funcionamento eficiente do mercado.

Dessa forma, pode-se afirmar que como os demais instrumentos regulatórios descritos no Capítulo II, a ação coletiva e o termo de ajustamento de conduta devem ser utilizados pela CVM para a persecução das finalidades insculpidas na Lei nº 6.835/1976, ou seja, é possível concluir pela possibilidade de ajuizamento da ação coletiva, por exemplo, para buscar proteção a interesses transindividuais que se revelem coincidentes com as finalidades a serem alcançadas pela mencionada autarquia.

O que significa afirmar de forma veemente que, nos casos de interesses que se qualifiquem como transindividuais, ou seja, aos quais foi permitida a tutela sob a forma coletiva, mas que colidam com as finalidades apostas na Lei nº 6.385/1976, indicativas dos interesses eleitos pelo Estado na forma acima mencionada, a utilização deste instrumento pela CVM não será possível.

É muito recorrente na doutrina a adoção do critério da “pertinência temática”, aposta em termos expressos para as associações, também para definir a legitimidade de um órgão público ou de uma autarquia para a propositura de ação coletiva. Ora, “pertinência temática” no caso de órgão estatal, em visão propositadamente simplista, nada mais é que aferição de conformação da atuação pretendida ao interesse público. E para não se ater à generalidade da expressão, pode-se falar em aferição da conformidade da atuação de um órgão estatal ou de uma autarquia às finalidades que lhes foram atribuídas pelo legislador.

Observe-se que é antigo o desenvolvimento de raciocínio semelhante acerca da atuação do Ministério Público no que tange à defesa dos interesses coletivos em sentido estrito e, principalmente, dos interesses individuais homogêneos. Firmou-se o entendimento pela exigência da presença de interesse social, para que tal atuação seja conforme ao disposto no art. 127 da CRFB. Da mesma forma, a doutrina e a jurisprudência não se limitaram a fazer referência a interesse social. De fato, da análise de casos concretos, extraíram-se os parâmetros para sua aferição. Neste sentido, a Súmula nº 07 do Conselho Superior do MP/SP:

“O Ministério Público está legitimado à defesa de interesses individuais homogêneos que tenham expressão para a coletividade, como: a) os que digam respeito à saúde ou à segurança das pessoas, ou ao acesso das crianças e adolescentes à educação; b) aqueles em que haja extraordinária dispersão dos lesados; c) quando convenha à coletividade o zelo pelo funcionamento de um sistema econômico, social ou jurídico”.

Além da característica conhecida como conflituosidade, acima descrita, pode-se afirmar que, se é do Estado a competência para eleger os interesses dotados de relevância para sociedade para a formação do conteúdo valorativo do interesse público, no que tange aos interesses transindividuais, que não ostentam uma base normativa própria, mas exsurtem de circunstâncias de fato, a legitimidade para qualificá-los na forma prevista nos incisos do §1º do art. 81 da Lei nº 8.078/1990, foi conferida a diversos entes, não somente à CVM. De fato, são legitimados à propositura da ação coletiva aqueles identificados no art. 5º da Lei nº 7.347/1985, conforme mencionado em seção anterior.

Isto significa afirmar a possibilidade de controvérsia tanto na qualificação de determinados interesses como “difusos”, “coletivos em sentido estrito” ou “individuais homogêneos” para fins da utilização dos instrumentos de tutela coletiva; na identificação da hipótese de sua violação, que se dá necessariamente a partir do manejo de suporte fático; bem como na formulação do pedido de provimento jurisdicional mais adequado para o caso. Não se olvide que, conforme explicitado no Capítulo II, a ação coletiva e o termo de ajustamento de conduta encerram instrumentos não-privativos da CVM.

Ressalte-se serem poucas as ações coletivas ajuizadas pela CVM. Assim, não se pode falar em um acervo representativo de decisões judiciais delineador de regras para aferição da denominada “pertinência temática”, ou melhor, para aferição da necessária concordância entre os interesses transindividuais cuja proteção pretende buscar a CVM e as finalidades que lhe foram atribuídas pelo legislador.

Porém, destaque-se, por surpreendente, que um esboço de tal regra tem sido traçado pela contraposição entre entendimentos da CVM e dos demais co-legitimados à defesa dos interesses transindividuais, em fase anterior ao ajuizamento das referidas ações coletivas. Explica-se: Ministério Público ou associações identificam interesses no mercado de capitais que entendem qualificarem-se como transindividuais. Segue-se a decisão de ajuizamento de ação coletiva. O Ministério Público requer a atuação da CVM no pólo ativo da ação coletiva, por comunicação na via administrativa, ou na petição inicial de referida ação requer ao Poder Judiciário a intimação da referida autarquia federal para se manifestar

no sentido da co-autoria ou, caso assim não entenda a CVM, seja a mesma incluída no pólo passivo da demanda²³⁷.

Foi possível identificar dois casos em que a CVM integrou a demanda na qualidade de assistente do Ministério Público²³⁸. Infere-se, assim, que nestes casos, a CVM entendeu que os interesses transindividuais cuja proteção foi requerida ao Poder Judiciário apresentavam-se em conformidade com as finalidades que a Lei nº 6.385/1976 traçou para sua atuação. Pode-se dizer que a autarquia federal identificou a presença de interesse público, a qual, logicamente, foi reconhecida pelo Poder Judiciário, que afirmou a legitimidade da CVM para tanto.

Porém, também foi possível identificar casos em que a CVM entendeu por bem não integrar o pólo ativo da demanda e, assim, conforme pedido do Ministério Público, o Poder Judiciário determinou sua presença no pólo passivo desta, na qualidade de ré ao lado dos participantes do mercado apontados na petição inicial como violadores dos interesses transindividuais cuja proteção se requer²³⁹.

²³⁷ A propósito, vide autos nº 2007.35.00.007455-4, em trâmite perante o juízo da 7ª Vara Federal da Seção Judiciária do Estado de Goiás. Trata-se de ação civil pública com pedido de antecipação de tutela ajuizada pelo MPF em face de sociedade de responsabilidade limitada em razão da oferta ao público de contratos de investimento coletivo sem o devido registro junto à CVM. O autor pediu a dissolução da sociedade ré e sua condenação a ressarcir os danos causados aos investidores adquirentes dos mencionados contratos de investimento coletivo. Requereu o MPF a citação da CVM para responder aos termos da ação ou, caso queira, integrar o pólo ativo da lide ao lado do órgão ministerial. A CVM se manifestou no sentido de não integrar a demanda, no pólo ativo ou passivo. Informou a referida autarquia a instauração de processo administrativo sancionador para a apuração dos fatos (PA CVM RJ nº 2005/8000), bem como a expedição de ordem à mencionada sociedade no sentido de cessar a prática de qualquer ato que configurasse oferta pública de valores mobiliários sem o devido registro, correntemente conhecida como *stop order* (Deliberação CVM nº 516/2007). COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 dez. 2008.

²³⁸ Autos nº 2004.61.00.015278-5, em trâmite perante o juízo da 15ª Vara Cível Federal da Subseção Judiciária da Capital do Estado de São Paulo. Trata-se de ação civil pública ajuizada por MPF em face de administradores de companhia aberta, cuja conduta foi apurada nos autos de processo administrativo sancionador (IA CVM nº 31/00). Em 10 de julho de 2003, o Colegiado da CVM condenou os administradores da referida companhia aberta por descumprimento de seus deveres e por irregularidades na elaboração de demonstrações financeiras, uma vez que não foram evidenciadas em notas explicativas as operações com partes relacionadas, conforme exigência legal. Autos nº 2004.61.00.019427-5, em trâmite perante o juízo da 5ª Vara Cível Federal da Subseção Judiciária da Capital do Estado de São Paulo. Trata-se de ação civil pública ajuizada por MPF e BNDES Participações S/A em face de acionistas controladores e administradores de companhia aberta, cuja conduta caracterizada como abuso de poder de controle foi objeto de apuração e aplicação de penalidades administrativas pela CVM em processo administrativo sancionado (IA nº 04/99). COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 dez. 2008.

²³⁹ Autos nº 2002.34.00.0333092-7, em trâmite perante o juízo da 9ª Vara Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal. Ação de improbidade cumulada com ação civil pública ajuizada pelo MPF em face do Presidente do BACEN, do Presidente da CVM, das referidas autarquias federais e também da União Federal, e de instituições financeiras administradoras de fundos de investimento. O autor requereu a condenação das instituições financeiras à reparação de dano causado aos cotistas de fundos de investimento supostamente decorrentes do descumprimento por aquelas de normas expedidas pelo BACEN e pela CVM

Pode-se inferir que, nestas hipóteses, a CVM entendera pela ausência de coincidência entre a proteção dos interesses transindividuais objeto da demanda e as finalidades que a lei atribuiu à regulação do mercado de capitais. Ou, caso não tenha assim entendido a CVM, outra questão se põe.

Com efeito, é de se indagar se a utilização da ação coletiva como instrumento regulatório se mostra imperativa nos casos em que se verifique que referidos interesses, difusos, coletivos em sentido estrito ou individuais homogêneos, apresentam-se em estrita consonância com as finalidades a serem realizadas pela CVM. A resposta não se afigura afirmativa.

Tendo em vista a limitação dos recursos materiais e humanos de que dispõe e, especialmente, o amplo rol de atribuições, algumas privativas, de que deve se desincumbir para atender à função administrativa que lhe cabe, impõe-se à CVM a análise do conjunto dos instrumentos regulatórios e sua correta aplicação para a solução de cada caso concreto. Neste mister, certamente a CVM deve utilizar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, ou seja, deve analisar os seguintes aspectos:

“[...] (a) da adequação, que exige que as medidas adotadas pelo Poder Público se mostrem aptas a atingir os objetivos pretendidos; (b) da necessidade ou exigibilidade, que impõe a verificação da inexistência de meio menos gravoso para atingimento dos fins visados; e (c) da proporcionalidade em sentido estrito, que é a ponderação entre o ônus imposto e o benefício trazido, para constatar se é justificável a interferência na esfera dos direitos dos cidadãos”²⁴⁰.

a respeito do critério da chamada “precificação” dos ativos integrantes das carteiras dos fundos, mais conhecido por “marcação a mercado”. A princípio, o MPF requereu ao Poder Judiciário a intimação de BACEN e CVM para se manifestarem no sentido de integrarem o pólo ativo ou o pólo passivo da demanda. Afinal, referidas autarquias foram incluídas no pólo passivo da demanda. No que tange às referidas autarquias, sustentou o MPF que estas se omitiram em dar cumprimento à recomendação do órgão ministerial no sentido de aplicar às referidas instituições financeiras as penalidades administrativas cabíveis, de orientar às instituições financeiras o imediato ressarcimento dos prejuízos apontados pelos cotistas e fiscalizar o cumprimento da referida ordem. Requereu o autor a condenação das autarquias ao cumprimento de obrigação de fazer consistente em fiscalizar as instituições financeiras quanto ao ressarcimento dos prejuízos pelos cotistas, bem como ao ressarcimento dos referidos danos. Vide também autos nº 2003.001.141528-3, que tramitaram perante a 2ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, os quais revelam solução diversa do caso anteriormente relatado. Trata-se de ação civil pública ajuizada pelo Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro – MP/RJ em face de instituições financeiras administradoras de fundos de investimento, em razão de supostos prejuízos sofridos por cotistas também advindos do episódio conhecido como “marcação a mercado”. A CVM foi intimada a se manifestar na qualidade de *amicus curiae*, mas deixou de emitir parecer, tendo em vista a existência de processos administrativos sancionadores em curso para apuração da conduta objeto da ação civil pública, à época já julgados ou pendentes de julgamento pelo Colegiado da referida autarquia. A CVM apresentou em juízo cópia de decisões administrativas proferidas em julgamento de processos administrativos sancionadores a respeito da mesma matéria, quais sejam, PA CVM Nº RJ2003/5596 e PA CVM Nº RJ2003/5058.

²⁴⁰In BARROSO, Luís Roberto. op. cit., p. 229.

Ressalte-se também que referida análise somente é possível em cada caso concreto. Ou seja, não se afigura possível afirmar, em tese, que todo e qualquer fato objeto de apuração pela CVM em processo administrativo sancionador constitui uma violação a interesses transindividuais, em especial ao interesse difuso ao funcionamento eficiente do mercado de capitais. Assim como não se pode afirmar, aprioristicamente, a impossibilidade de ajuizamento de ação coletiva pela CVM, quer em razão de interpretação literal do art. 1º da Lei nº 7.913/1989, objeto de observações em seção anterior, quer por reconhecer, em tese, a superioridade de outro instrumento regulatório, descrito no Capítulo II, em relação à ação coletiva ou ao termo de ajustamento de conduta.

Com efeito, pode-se vislumbrar caso em que o ajuizamento de ação coletiva pela CVM configura o único instrumento idôneo a assegurar o correto funcionamento do mercado de capitais. Por exemplo, se as sanções administrativas possíveis, de cunho reputacional, pecuniário ou impeditivo do exercício de atividades no referido mercado, já aplicadas, não se mostraram suficientes para conter a conduta perniciosa do administrado²⁴¹. Ou, ainda, caso em que os meios indiretos de atuação da auto-executoriedade de ato administrativo da CVM se mostram diminutos ante o dano iminente ou já realizado ao mercado de capitais ou a seus investidores.

O raciocínio ora traçado também se mostra aplicável à defesa de interesses coletivos e individuais homogêneos. O ajuizamento de ação coletiva pela CVM, além de estar de acordo com suas finalidades institucionais, pode configurar, em certos casos, providência adequada, e até mesmo imprescindível, para a atuação da regulação, sob o prisma de que a ausência de reparação de danos causados aos particulares, titulares dos referidos interesses, pode abalar de forma drástica a confiança e a higidez essenciais ao funcionamento do mercado de capitais.

²⁴¹Vide autos nº 06.227.950-0, em trâmite perante a 13ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo. Trata-se de ação civil pública ajuizada pelo Ministério Público do Estado de São Paulo – MP/SP com o objetivo de obter o ressarcimento de danos causados a investidores e ao mercado de capitais por pessoas que utilizaram informação privilegiada na negociação de ações de emissão de companhia aberta em bolsa de valores, ilícito mais conhecido como *insider trading*. Os fatos narrados na petição inicial foram apurados pela CVM por meio de processo administrativo sancionador (IA CVM nº 18/01), cujo julgamento ocorreu em 04 de novembro de 2004 e culminou na aplicação de penalidade administrativa de multa no valor de R\$ 500.000,00 e suspensão da autorização para o exercício de administração de carteira de valores mobiliários pelo prazo de 01 (um) ano. A aplicação das referidas penalidades foi revista pelo CRSFN em 27 de fevereiro de 2008. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2009. CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Informações disponíveis em <<http://www4.bcb.gov.br/crsfn/recursos/j20080226281.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2009.

Em outros casos, especialmente quando a CVM instaura processo administrativo sancionador para apuração de fatos, além da possibilidade de ajuizamento da ação coletiva, o momento para fazê-lo também deve ser analisado mediante a aplicação dos critérios mencionados anteriormente²⁴².

Uma vez que a legitimidade para a defesa dos interesses transindividuais foi traçada pelo legislador de forma concorrente e disjuntiva, os demais co-legitimados podem decidir por ajuizar a ação coletiva sem a participação da CVM. Repisada a ausência de relação de interdependência jurídica entre processo administrativo sancionador e ação coletiva, é preciso ressaltar que, nos casos em que a CVM utiliza referido instrumento para a apuração de condutas, a prova dos fatos a ser realizada no curso da ação coletiva se mostra facilitada, pela possibilidade de apresentação, em juízo, dos elementos colhidos no referido processo administrativo.

A mencionada ausência do que se pode denominar interdependência jurídica advém da independência das esferas administrativa e civil. Assim, se é verdade que à CVM não se impõe prévia instauração de processo administrativo sancionador para o ajuizamento de ação coletiva para a defesa dos interesses transindividuais, é preciso que se diga que a simples instauração do referido processo administrativo não tem o condão de interromper o prazo prescricional para a busca de reparação de dano em juízo²⁴³.

²⁴² A este respeito, vide comentários em nota anterior sobre os autos nº 2007.35.00.007455-4. Solução diversa foi encontrada nos autos nº 000.05.039741-9, em trâmite perante o juízo da 28ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo. Trata-se de ação civil pública, cautelar, ajuizada pelo MP/SP, com fundamento nas Leis nº 7.347/1985 e 7.913/1989, com o objetivo de obter provimento jurisdicional para impedir a oferta pública e a comercialização de contratos de investimento coletivo sem o devido registro junto à CVM. A CVM expediu a Deliberação CVM nº 474, em 01 de dezembro de 2004, para alertar os participantes do mercado e o público em geral sobre o fato de que referida sociedade emissora não se encontrava registrada perante a autarquia como companhia aberta e que não estava, portanto, habilitada a ofertar publicamente os referidos valores mobiliários, bem como para determinar que a referida sociedade se abstinhasse da prática de tais atos, sob pena de aplicação de multa cominatória. Em 19 de abril de 2005, o juízo da 28ª Vara Cível concedeu a antecipação de tutela requerida pelo MP/SP, e determinou a proibição de comercialização dos referidos contratos de investimento coletivo, esclarecendo-se que referida vedação não abrangia o a atividade de criação de aves desenvolvida pela ré. Consta da referida decisão judicial a vedação à divulgação da referida oferta em qualquer veículo de comunicação de massa, determinando o magistrado também a ciência de jornal de grande circulação a respeito. Referidas vedações foram apostas até que a ré cumprisse todas as determinações da CVM, tendo o juiz decidido pela aplicação de multa diária no valor de R\$ 500.000,00 em caso de desobediência. A CVM foi intimada para se manifestar na qualidade de *amicus curiae*, mas deixou de fazê-lo em razão da anterior impetração de mandado de segurança pela ré em face do Presidente da autarquia para questionar a ordem consubstanciada na mencionada Deliberação CVM nº 474.

²⁴³ Conforme mencionado no Capítulo II, a proposta de celebração de compromisso por administrado não configura confissão de cometimento de infração administrativa, porém, pode carrear uma confissão de dívida, por exemplo, em relação a investidores prejudicados, com todas as consequências que o ordenamento jurídico atribui a tal manifestação no que tange à reparação de danos.

Verifica-se, assim, mais uma razão para a atuação dos demais co-legitimados à defesa de interesses transindividuais, especialmente dos indivíduos organizados por meio das associações.

Portanto, verifica-se que nada obsta, ao contrário, muitas vezes convém, que a CVM integre o pólo ativo da ação coletiva a ser proposta ou já proposta por outro co-legitimado. Ou, ainda, da análise dos instrumentos regulatórios disponíveis no caso concreto, pode resultar decisão da CVM pela propositura de ação coletiva para a busca de tutela judicial exigida pela situação em questão, caso em que demais co-legitimados, em tese, também poderão compor o pólo ativo.

Afigura-se possível também situação em que a CVM, após tomar ciência da propositura de ação coletiva por outro co-legitimado, concordar com a qualificação dos fatos e com o pedido de tutela jurisdicional já formulado, tendo e vista o estado do processo e entendendo não possuir informações ou argumentos que possam colaborar para a procedência do pedido, decide, de forma fundamentada, não ingressar no pólo ativo da demanda. Em tais casos, em geral, a CVM pode atuar na qualidade de “amicus curiae”, conforme mencionado no Capítulo II.

Por fim, dada a conflituosidade e as demais características dos interesses transindividuais, logicamente, é possível que em determinadas situações a própria atuação da CVM na atividade econômica poderá ser objeto de demanda coletiva ajuizada pelos legitimados nos termos do art. 5º da Lei nº 7.347/1985, como o Ministério Público e as associações²⁴⁴, caso em que a referida autarquia será incluída em seu pólo passivo.

4.3.2. Virtudes e limitações

Na presente seção pretende-se identificar as virtudes e as limitações da ação coletiva como instrumento da proteção dos interesses coletivos em juízo à luz das peculiaridades e necessidades do mercado de capitais brasileiro, de forma a complementar

²⁴⁴Autos nº 2002.61.00.026226-0, em trâmite perante a 14ª Vara Federal Cível da Subseção Judiciária da Capital do Estado de São Paulo. Trata-se de ação coletiva ajuizada pelo Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor – IDEC, associação, em face de CVM, BACEN e instituições financeiras administradoras de fundos de investimento, com o objetivo de obter reparação de danos sofridos por cotistas de fundos de investimento em razão de alegado descumprimento de normas expedidas pelas referidas autarquias sobre o critério de “precificação” de ativos integrantes da carteira de referidos fundos, episódio conhecido como “marcação a mercado”.

as observações extraídas da análise da possibilidade e da abrangência da aplicação das soluções encontradas no direito norte-americano, realizada no Capítulo anterior.

A respeito da efetividade da tutela jurisdicional, explica Carlos Alberto de Salles:

*“A consideração da efetividade da tutela jurisdicional [...] impõe a formulação de um juízo sobre a adequação do procedimento e do provimento jurisdicional a uma determinada situação de fato, tomando em consideração não só seus objetivos imediatos (prestação de tutela à parte reclamante), mas também àqueles imediatos (relacionados com os valores e objetivos do ordenamento jurídico), o que apenas será factível a partir de uma visão externa do processo, isto é, não restrita a seus próprios pressupostos”*²⁴⁵.

Propõe o autor, assim, que a análise considere dois parâmetros: “produção”, que se refere ao dispêndio de recursos e à duração do processo, por exemplo²⁴⁶; e de “qualidade”, que investiga, entre outros fatores, a superioridade de dado processo em razão da satisfação das partes, do estímulo à adoção de soluções amigáveis, do estímulo à adesão espontânea às normas e da produção de precedentes úteis.

Antonio Gidi²⁴⁷, ao estudar as *class actions* norte-americanas e as ações coletivas em perspectiva comparada, relata ter identificado três objetivos a sustentar e a nortear as virtudes de referidas ações: economia processual, acesso à justiça, e aplicação voluntária e autoritativa do direito material, em suma, efetivação do direito material.

Com efeito, no que tange à efetivação do direito material, é vasta na doutrina norte-americana pesquisas sobre *class action* e a função denominada “*deterrence*”, desempenhada pela responsabilidade civil, ou seja, seu caráter inibitório, dissuasório²⁴⁸.

²⁴⁵ SALLES, Carlos Alberto de. op. cit., p. 51.

²⁴⁶ Apesar da concessão de tutela antecipada em ações coletivas ajuizadas por MPF e CVM ou pelo MP/SP, conforme anteriormente relatado, são notórias as preocupações com a demora do processo judicial no Brasil. Assim, o fator tempo pode ser incluído no conjunto das limitações da ação coletiva para a defesa de interesses transindividuais no mercado de capitais.

²⁴⁷ GIDI, Antonio. *A class action: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*, cit. Explica o autor que tais objetivos não são absolutamente convergentes, apresentando, em certos casos, conflitos que precisam ser sopesados. Por exemplo, economia processual e litigiosidade contida. Ainda, a consecução completa de cada um depende, em grande medida, da efetivação de outro. A economia processual não pode ser um fim em si mesma, mas a morosidade processual sem dúvida prejudica a consecução do acesso à justiça e da efetivação do direito material, justificando sua alocação entre os objetivos a serem perseguidos.

²⁴⁸ A este respeito, precisas observações de ANTONIO GIDI: “A simples possibilidade de tutela coletiva, e da conseqüente responsabilidade civil em massa, faz com que potenciais infratores se sintam desencorajados

Adentra-se, neste ponto, no campo das particularidades do mercado de capitais. Conforme visto anteriormente, a divulgação de informações confiáveis é um dos pilares deste mercado. Tendo em vista a disseminação de informações que naturalmente advém da propositura da ação coletiva, poder-se-ia decidir por ser esta uma virtude deste instrumento.

O caráter dito pedagógico proporcionado pelo ajuizamento de uma ação coletiva, e geralmente ampliado pelos meios de comunicação, poderia levar a uma resposta afirmativa. Mais uma vez, não se pode concluir de forma açodada. Não basta ao mercado de capitais a divulgação de informações confiáveis. A simetria que deve permear esta divulgação compõe este núcleo protetivo, que se desenvolve por meio de inúmeros dispositivos legais e normativos, inclusive penais, a preverem diversas obrigações de fazer para os produtores e detentores de informações.

Haja vista crescentes indícios de utilização de informação privilegiada, muitos reconhecidos como verdadeiros em julgamentos realizados pela CVM, este assunto se mostra atual.

Portanto, a análise da utilização dos instrumentos judiciais para a proteção dos investidores e do mercado de capitais, em especial a ação coletiva, deve necessariamente considerar se os dispositivos legais que disciplinam a publicidade e o

de praticar condutas ilícitas coletivas e resistam à tentação de obter lucros fáceis em detrimento de direitos e interesses de uma coletividade que, de outra forma, estaria completamente indefesa e vulnerável (deterrence). A função deterrence da responsabilidade civil, extremamente evoluída e bem explorada pelo direito privado americano, é um aspecto negligenciado tanto em nossa cultura, como em nossa doutrina jurídica e nossa política legislativa. Ainda não aprendemos que não é possível ao Estado controlar a conduta de cada cidadão e é mais efetivo incentivar o cumprimento voluntário do direito, através do exemplo e de incentivos e punições. No Brasil, os elementos inibitório e dissuasor do direito são identificados apenas no direito penal, ainda que, como sabemos, sejam bem pouco efetivos na prática, em face da certeza da impunidade". In GIDI, Antonio. *A class action: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*, cit., p. 36-37. A aplicação da parte final da observação do autor ao mercado de capitais deve ser analisada à luz do fator reputacional, muito considerado entre os agentes que atuam no referido mercado. O aumento do número de casos de celebração de compromisso entre CVM e acusados ou investigados nos últimos anos, relatado no Capítulo II poderia indicar a presença de elemento funcionalmente similar a *deterrence* no que tange à atuação do Estado no mercado de capitais brasileiro. Contudo, a simples observação estatística de tais dados pode levar à conclusão equivocada. Para tanto, é preciso analisar em cada caso concreto o comportamento objeto de censura e aquele objeto do compromisso, ou seja, pode se estar diante, simplesmente, de resultados de cálculo pela máxima "custo-benefício", não somente quando se analisa lucros auferidos indevidamente e valores pagos a título de compromisso celebrado administrativamente, mas em especial quando se contrapõe uma conduta imperativa, uma obrigação de fazer (cujo cumprimento pelos participantes do mercado, especialmente no que tange à questão informacional) e os valores pagos a título do referido compromisso. Somente assim se poderá afirmar que a atuação administrativa do órgão regulador do mercado de capitais está a exercer a função *deterrence* em substituição à previsão de responsabilidade civil, que pode ser perseguida em juízo, inclusive, na forma coletiva.

sigilo processuais se mostram adequados à garantia do necessário tratamento da informação no referido mercado.

Com efeito, informações acostadas aos autos de processos judiciais, às vezes por força de determinação judicial, podem constituir fatos relevantes, cuja divulgação deveria seguir as normas estabelecidas para tanto. É bom que se esclareça que não se está a falar de regras impositivas de sigilo fiscal, bancário ou bursátil, cujo bem jurídico protegido não se confunde com a necessidade de simetria na divulgação de informações no mercado. Trata-se da subsunção de um fato ao conceito técnico-jurídico de “fato relevante” e toda a sorte de normas que incidirão por esta razão.

Pode-se concluir que tais normas deverão ser consideradas pelo juiz na condução do processo, individual ou coletivo, em cujos autos se anteveja a aposição de informações relevantes para o mercado, determinando-se, conforme o caso, seu resguardo ou sua adequada disseminação.

Outra questão a ser analisada diz respeito ao limite da atuação do Poder Judiciário, tema recorrente na doutrina brasileira, geralmente debatido sob a expressão “*judicialização das políticas públicas*”, que pretende tratar da aparente oposição entre as funções jurisdicional, legiferante e executiva do Estado, bem como de seus reflexos sobre a atuação dos particulares, especialmente no que tange àquela realizada no âmbito da atividade econômica²⁴⁹. Discute a doutrina sobre os limites da função jurisdicional do Estado ante a previsão constitucional do exercício da autonomia privada naquele âmbito (CRFB, art. 170).

É natural que isto ocorra, pois conforme mencionado na seção anterior, os interesses metaindividuais, e entre estes, os difusos, trazem em si a característica da conflituosidade, reclamando o sopesamento entre interesses, muitas vezes, todos legítimos, e até entre direitos constitucionalmente garantidos. Tal questão também se coloca quanto às ações coletivas e à atuação de particulares, em especial, ao exercício da atividade empresarial. Conforme relatado no Capítulo III, também nos Estados Unidos da América não seguem sem polêmica os limites atuação do juiz na conformação do provimento que entenda mais adequado para o caso concreto.

²⁴⁹Vide FRONTINI, Paulo Salvador. Ação civil pública e separação dos poderes do Estado. In: MILARÉ, Edis (Coord.). *Ação civil pública: Lei 7.537/1985 – 15 Anos*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

Recentemente, o legislador disciplinou de forma mais detalhada a questão ao tratar das empresas em crise, especialmente com a edição da Lei nº 11.101/05. Destaca-se a previsão de afastamento do devedor dos negócios sociais, a figura do administrador judicial e do gestor, a submissão de plano de recuperação à aprovação dos credores. Ainda assim, pode-se dizer que referidos institutos suscitem polêmica. Por exemplo, quanto à possibilidade e à abrangência da apreciação judicial do requisito da viabilidade econômica e financeira do plano de recuperação judicial à luz dos objetivos e interesses previstos no art. 47 da referida lei.

É possível identificar na doutrina, brasileira e estrangeira, algumas abordagens para o problema. Atualmente, identifica-se entendimento na doutrina e na jurisprudência no sentido de que a efetivação dos direitos fundamentais é tema afeto não somente à relação que se estabelece entre Estado e indivíduo, mas também às relações entre particulares²⁵⁰. Afirma-se, assim, a denominada “*horizontalização dos direitos fundamentais*”, como a possibilidade de recorrer-se à função jurisdicional do Estado para tanto²⁵¹. Há que se ponderar os direitos constitucionais que se avizinham no caso concreto, uma vez que, como tal, a autonomia privada não pode ser simplesmente suprimida.

A questão também se apresenta no que tange aos limites da apreciação pelo Poder Judiciário das decisões tomadas pelos administradores de sociedades anônimas, com especial relevância quando se trata de companhia aberta. A Lei nº 6.404/1976 disciplina os deveres dos administradores e também traz as hipóteses de responsabilidade dos mesmos no que tange aos prejuízos causados à companhia, conforme art. 158 do referido diploma legal.

²⁵⁰ A respeito do tema, vide acórdão proferido pela Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal no julgamento do Recurso Extraordinário RE 201819/RJ, cuja ementa informa que restou afirmada a eficácia dos direitos fundamentais nas relações privadas e a aposição dos princípios constitucionais como limites à autonomia privada, decidindo-se que “*As violações a direitos fundamentais não ocorrem somente no âmbito das relações entre o cidadão e o Estado, mas igualmente nas relações travadas entre pessoas físicas e jurídicas de direito privado. Assim, os direitos fundamentais assegurados pela Constituição vinculam diretamente não apenas os poderes públicos, estando direcionados também à proteção dos particulares em face dos poderes privados*”. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Disponível em: <<http://www.stf.gov.br>>. Acesso em: 20 dez. 2007.

²⁵¹ Explica Ana Prata pela eficácia dos direitos constitucionalmente garantidos também no que denomina “domínio negocial interprivado”. Assim, afiguram-se limites negativos à autonomia privada, que se operam pela nulidade dos negócios que sejam contrários a direitos fundamentais. Afirma também a autora não vislumbrar justificativa para que se exclua desta análise a eficácia positiva dos direitos fundamentais “[...] sempre que qualquer destes se ache posto em causa pela recusa de contratar, ou a sua concretização dependa da inserção de uma dada cláusula no regulamento negocial”. In PRATA, Ana. *A tutela constitucional da autonomia privada*. Coimbra: Almedina, 1982. p. 140.

Destaca-se, sobre o tema, a análise da denominada “*business judgement rule*”, desenvolvida no nos Estados Unidos da América como um padrão para a revisão, pelo Poder Judiciário, de decisões tomadas por administradores de companhia. Adverte Alexandre Couto Silva não se tratar de um padrão predefinido de conduta dos administradores, mas sim balizamento para que o Poder Judiciário possa revisar uma decisão já tomada²⁵². Explica o autor que referida regra não se destina a blindar decisões que constituam fraude, ilegalidade e ato *ultra vires*, por isso sua aplicação pressupõe que as decisões tenham sido tomadas por administradores (i) desinteressados; (ii) independentes; (iii) imbuídos de boa-fé; (iv) devidamente informados; (v) visando aos melhores interesses da sociedade. Assim, a aplicação da regra acarretaria a exclusão da responsabilidade do administrador que agiu de forma diligente e a isenção de intervenção judicial em decisões tomadas por administradores.

Pode-se afirmar que esta questão será posta tanto ao autor da ação coletiva, na formulação do pedido, bem como ao Poder Judiciário, na apreciação do mesmo e no momento da prolação do provimento jurisdicional.

Outro ponto relevante diz respeito ao indesejável *nuisance value*, que muitos investidores buscam criar com o ajuizamento de *class actions*, conforme relata a doutrina norte-americana.

Não se pôde ainda identificar com clareza a ocorrência deste fenômeno no Brasil por meio de ajuizamento de ações coletivas, uma vez que são poucas as ações coletivas ajuizadas para a defesa de interesses que se afiguram no mercado de capitais no Brasil. Dado semelhante poderia ser extraído da análise das ações disciplinadas na Lei nº 6.404/76, as quais, apesar de guardar intensa relação com o tema proposto e muitas vezes servirem à tutela dos interesses coletivos existentes no mercado de capitais, não se encontram dentro dos limites deste trabalho, que tem por objeto final a ação coletiva disciplinada pelas Leis nºs 7.347/1985, 7.913/1989 e 8.078/1990.

De qualquer forma, pode-se identificar a preocupação do legislador com o problema ao traçar requisitos para a propositura das referidas ações, alguns calcados na titularidade de certo percentual do capital social, bem como ao definir a aplicação da teoria das anulabilidades ao direito societário.

²⁵²SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de SA: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.1-5.

O problema também foi objeto de preocupação do legislador ao disciplinar as ações coletivas, na tentativa de resolver este problema sem mitigar o acesso à justiça. Merece atenção o fato de não ter sido conferida, até o momento, legitimidade ao indivíduo para a propositura da ação coletiva, diferentemente da experiência norte-americana, e também da aposição de requisitos para que os indivíduos, organizados no seio das associações, façam uso deste instrumento processual. O juiz aferirá, assim, se a associação ostenta entre seus objetos a proteção ao direito material em questão, e se já funciona a tempo suficiente para que não se possa inferir que sua constituição se deu com vistas à fraude à lei.

Por fim, outra questão que se pode identificar como uma limitação deste instrumento ora objeto de análise envolve as ditas “premissas implícitas”, sobre as quais se discorreu no Capítulo III. Trata-se do necessário incentivo a que o acesso aos instrumentos de investimento coletivo ocorra de forma consciente, uma vez que envolvem riscos.

É princípio dos mercados em geral, e, assim, do mercado de capitais brasileiro, que a proteção do investidor se realize pela exigência de disseminação de informações por parte do emissor dos valores mobiliários, viabilizada pelos registros conferidos pela autoridade reguladora que ensejam o periódico cumprimento de obrigações. A idéia é que incumbe ao Estado garantir a livre iniciativa da atividade econômica, sopesando-a com os demais princípios constitucionais que conformam a ordem econômica. Não é papel do Estado, por meio da CVM, eleger os valores mobiliários a serem negociados pelo investidor, mas sim garantir as condições necessárias para que este o faça, assumindo assim, de forma consciente, os riscos, jurídicos e econômicos, de sua escolha.

É certo que o investidor, ao adquirir valores mobiliários, pode e deve suportar as áleas inerentes ao negócio, mas é possível que este sofra também prejuízos decorrentes de atuação ilícita do emissor, do administrador e do gestor destes valores, de demais investidores, enfim, daqueles que atuam no mercado de capitais. Assim, a prevenção e o combate às fraudes também são objeto de preocupação da regulação do mercado de capitais.

A ação coletiva, como instrumento que pode permitir a prevenção e a reparação do dano por meio da prestação jurisdicional, não deve, portanto, ser manejada a

partir de equivocado “espírito paternalista”, sob pena de contrariar não somente os objetivos da criação dos instrumentos de tutela coletiva no País²⁵³, mas especialmente um dos objetivos essenciais ao fortalecimento do mercado de capitais, que é a maturidade do investidor, o que faz com que ele, de posse das informações necessárias, saiba distinguir entre diversas companhias abertas, e decidir o preço que quer pagar pelo papel de emissão de cada uma, bem como utilizar dos instrumentos que o legislador conferiu aos particulares para a defesa de seus interesses, inclusive mediante a desejável organização da sociedade civil.

Ao Estado não foi conferida a função de garantir o investimento realizado pelo particular no âmbito do mercado de capitais. Entre as funções institucionais da CVM está a de coibir práticas de fraudes, mas não é crível se supor que o Estado impedirá absolutamente a ocorrência de atos ilícitos perpetrados por seus administrados. Além dos melhores esforços na prevenção do ilícito, inclusive a partir do manejo de instrumentos judiciais para tanto, como as tutelas de inibição e de remoção do ilícito, o que se pode e deve exigir do Estado é a instauração da persecução contra o agente causador do dano, inclusive quanto à reparação do mesmo.

Desta feita, a ação coletiva deve ser proposta em face do causador do dano, sem buscar a inserção do Estado, na qualidade de autoridade reguladora do mercado de capitais, no pólo passivo, salvo nos casos em que se esteja de fato caracterizada a presença de indícios da responsabilidade civil do Estado no caso concreto. Ademais, urge estimular que a busca pela prevenção e reparação do dano parta dos próprios investidores, preferencialmente de forma organizada, com a desejável cooperação do Ministério Público e dos órgãos públicos.

²⁵³ Kazuo Watanabe, em seus comentários sobre os arts. 81 a 90 da Lei nº 8.078/1990, assim se manifestou: “[...] o acesso à justiça e os correspondentes instrumentos processuais deverão ser importantes mais pela sua potencialidade de uso, pela sua virtualidade, do que pela sua efetiva utilização. A só existência de mecanismos processuais mais eficazes e mais ajustados à natureza dos conflitos a serem solvidos deverá fazer com que juntamente com o conjunto de medidas antes enumeradas, a nova mentalidade tão almejada seja efetivamente uma realizada, fazendo com que, ao invés do paternalismo do Estado, tenhamos uma sociedade civil mais bem estruturada, mais consciente e mais participativa [...]” In WATANABE, Kazuo et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*, cit., p. 707.

CONCLUSÃO

Nos termos das Leis nº 7.347/1985, 7.913/1989 e 8.078/1990, identifica-se a ação coletiva como instrumento para a proteção dos interesses transindividuais (difusos, coletivos em sentido estrito, e individuais homogêneos) no âmbito do mercado de capitais brasileiro. A legitimidade para sua propositura, concorrente e disjuntiva, foi atribuída nos termos do art. 5º da Lei nº 7.347/1985, entre outros, à CVM, ao Ministério Público e às associações. Afirma-se, assim, a legitimidade da CVM, nos termos dos referidos diplomas legais, cujos dispositivos devem ser submetidos à interpretação conforme à Constituição, em especial, em consonância com o disposto art. 129, §1º, da CRFB.

A adequada utilização deste instrumento se torna premente ante as transformações recentes no mercado de capitais brasileiro, em especial no que tange à integração entre mercados de capitais brasileiro e estrangeiros, a ensejar debate acerca de uniformização, ou ao menos de aproximação das exigências por transparência e de outras medidas destinadas à efetiva proteção dos investidores, inclusive quanto ao célere ressarcimento de prejuízos.

Ademais, referidos instrumentos para a tutela coletiva de interesses transindividuais podem exercer relevante papel em um mercado de capitais em que a concentração do poder societário ainda se faz marcante. Com efeito, em cenário de elevada concentração, busca-se institutos que possam exercer parte da função de controle externo sobre a administração dos emissores, que estaria a cargo da dispersão acionária e da diluição do poder econômico. A adequada utilização da ação coletiva pode significar um importante meio de participação mais ativa dos investidores neste sentido.

Da experiência norte-americana a respeito das *securities class actions* e da experiência brasileira acerca da utilização dos instrumentos de tutela coletiva para a defesa do meio ambiente e dos consumidores, extrai-se vasto e relevante repertório doutrinário e jurisprudencial, que pode auxiliar a compreensão e a adequada utilização da ação coletiva, do inquérito civil e do termo de ajustamento de conduta para a defesa dos interesses transindividuais no âmbito do mercado de capitais.

Porém, é preciso considerar os prejuízos advindos da transposição simplória do modelo norte-americano e das máximas desenvolvidas nos âmbitos consumerista e ambiental ao mercado de capital brasileiro. Urge desenvolver princípios e raciocínio que

considerem as peculiaridades do referido mercado, em que a assunção de risco se faz inerente e essencial, e assim, também, a liberdade para a formação da convicção de investimento. Com efeito, invocando-se o princípio da instrumentalidade do processo, pode-se afirmar que as características do direito material a ser tutelado devem ser consideradas. Há que se pensar, por exemplo, a respeito do risco como elemento ordinário dos investimentos travados no mercado de capitais; da exigência de simetria na disseminação de informações ao público investidor; do grau de separação entre propriedade, controle e administração nas companhias abertas e seus efeitos sobre o âmbito de atuação dos administradores; no intuito de desenvolver as bases que possibilitarão a utilização adequada deste poderoso instrumento.

A partir do estudo do repertório jurisprudencial e doutrinário norte-americano, observou-se que tais fatores mereceram desenvolvimento específico no que tange ao ajuizamento das *securities class actions*, uma vez que distintos, por exemplo, dos fatores que conformam a propositura de *class action* para a defesa da saúde, do meio ambiente e do mercado de consumo, bem como a formulação do provimento jurisdicional a ser conferido em cada âmbito.

Firmado o entendimento acerca da possibilidade de ajuizamento da ação coletiva para a tutela dos interesses transindividuais no âmbito do mercado de capitais brasileiro, o desafio passa a ser a identificação de sua adequada aplicação ao caso concreto, preferindo, cedendo ou combinando-se com os demais instrumentos previstos no ordenamento jurídico, os quais foram conferidos à CVM, ao Ministério Público, aos particulares, organizados ou não. Passa-se, assim, à análise das virtudes e das limitações dos instrumentos de tutela coletiva em comparação aos demais instrumentos existentes no ordenamento jurídico e também destinados a tanto.

O objetivo de propiciar acesso à justiça pode ser mencionado como uma das virtudes da utilização dos instrumentos de tutela coletiva no âmbito do mercado de capitais. Não se desconhece os problemas advindos da excessiva judicialização dos conflitos, porém, há que se ter em mente que facilitar o acesso à justiça, aliando a isto mecanismos de estímulo à participação ativa da sociedade civil organizada, mostra-se de extrema relevância no âmbito do mercado de capitais, em que se verifica a aplicação de recursos, nem sempre vultosos, por pessoas dispersas no território nacional e no exterior.

O estímulo a que o indivíduo, isoladamente, persiga a prevenção ou a reparação de dano desta natureza se mostra sempre reduzido, porém, os prejuízos advindos

da quebra de confiança na disciplina e na fiscalização do mercado causada por episódio como este apresentam alcance maior que os danos patrimonialmente suportados por cada investidor. Assim, a simples possibilidade de recurso a instrumento de tutela coletiva que confira célere e adequada resposta a violação às referidas normas constitui uma virtude a ser considerada.

Nesta linha, em tese, poder-se-ia mencionar também a legitimidade ativa concorrente e disjuntiva como uma das virtudes dos instrumentos de tutela coletiva, exatamente por permitir a participação mais ativa da sociedade civil organizada.

Porém, da análise dos poucos, mas reveladores, casos de utilização da ação coletiva, do inquérito civil e do ajustamento de conduta, extrai-se a imensa dificuldade que acomete a particulares e órgãos públicos no tratamento dos interesses transindividuais quando se trata de mercado de capitais, em especial em razão de sua característica da conflituosidade intrínseca.

Observa-se que referida dificuldade não se advém da atribuição de legitimidade ativa concorrente e disjuntiva ou de outros aspectos próprios da ação coletiva e dos demais instrumentos de tutela coletiva, mas, antes, espraia-se à compreensão do papel conferido ao Estado, em suas atividades legiferante, executiva e jurisdicional, e aquele atribuído aos particulares, na regulação e na busca pela efetivação da disciplina do mercado de capitais. Insira-se neste cenário a atuação do Ministério Público.

É de se considerar a disciplina jurídica do mercado de capitais e das sociedades anônimas, a criação das bases institucionais para a regulação deste mercado pela CVM desde 1976, bem como a previsão do dever de atuação da auto-regulação no Brasil, que acaba por revelar a existência de outros instrumentos para a proteção de interesses, especialmente dos investidores, cuja aplicação foi desenvolvida ao longo dos anos.

É certo que o mercado de capitais não ficou alheio à evolução da disciplina jurídica da tutela coletiva dos interesses transindividuais, especialmente em razão de sua vocação para a agregação de relações de massa, porém, não se observou nesta seara desenvolvimento semelhante ao conferido aos demais instrumentos, anteriormente mencionados. Cite-se a celebração de compromisso previsto no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, cuja propensão à busca de célere e efetiva solução ao processo administrativo exerce função semelhante àquela atribuída ao ajustamento de conduta, previsto na Lei nº

7.347/1985. Destaca-se, a este respeito, a possibilidade de oitiva de investidores a respeito da reparação de danos na fase de apreciação de proposta de compromisso pela CVM, exercendo, muitas vezes, a função de propiciar a reparação de dano de pequena monta sofridos por investidores dispersos.

Além da identificação da adequada hipótese de sua utilização, os instrumentos para a tutela coletiva invocam outros desafios: a formulação de pedido de tutela jurisdicional mais apropriada a solucionar o caso concreto, tendo em vista a dinamicidade da vida empresarial e o imprescindível sopesamento entre princípios constitucionais, tais como a função social da empresa e a liberdade de iniciativa do particular; o desenvolvimento de critérios para a mensuração do dano sofrido por investidores e pelo próprio mercado de capitais, sem deixar de considerar o risco como elemento essencial dos negócios que se travam neste âmbito; e a elaboração de provimento jurisdicional que adequado e tempestivo para a solução do caso concreto, não limitado à fórmula da indenização por perdas e danos.

Observa-se assim que o desenvolvimento das referidas bases teóricas pode contribuir para a adequada e efetiva utilização dos instrumentos de tutela coletiva dos interesses transindividuais no âmbito do mercado de capitais, em especial no que tange à ação coletiva. Por fim, conclui-se que o ponto de partida para tanto deve cingir-se ao abandono do “espírito paternalista”, providência salutar quando se trata de mercado de capitais, e ao fortalecimento da sociedade civil, por meio de estímulo à participação, à cooperação e à organização dos investidores em busca da evolução da disciplina do mercado de capitais e da efetivação das normas vigentes, reforçando-se, assim, tais objetivos, que são comuns à regulação do mercado de capitais e aos instrumentos para a tutela coletiva dos interesses transindividuais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, G. The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, 1970.

ANBID. *Boletim Fundos de Investimento*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf>. Acesso em 10 jan. 2009.

_____. *Finanças Corporativas*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/financas_corporativas/Coletiva_23_01_2008.pdf>. Acesso em 03 dez. 2008.

_____. *Finanças Corporativas. Divulgação Ranking*. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/institucional/noticias_download/Coletiva_230708_v2.pdf>. Acesso em 03 dez. 2008.

ANDONOVA, Veneta; ARRUÑADA, Benito. As instituições de mercado e a competência do judiciário. In: SZTAJN, Raquel; ZYLBERSZTAJN, Décio (Cords.). *Direito economia: análise do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa. *Uma revisão teórica e empírica da relação entre Judiciário e desenvolvimento do mercado de capitais*. São Paulo, 2007. Monografia. Prêmio Bovespa-Direito GV. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 jan. 2008.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2001.

ARAÚJO, Rodrigo S. M. A ação para a tutela dos interesses individuais homogêneos: a class action for damages brasileira? In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.) *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 1945.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio K. Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 35, n. 104, p. 109-126, out./dez. 1996.

BARROSO, Luís Roberto. *Interpretação e aplicação da Constituição*. 5. ed. rev. atual. amp. São Paulo: Saraiva, 2003.

BEDAQUE, José Roberto dos Santos. *Direito e processo: influência do direito material sobre o processo*. São Paulo: Malheiros Ed., 1997.

BERLE JR, A. A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1967.

BERSHAD, David J. *Securities class actions: abuses and remedies*. Editado por Edward J Yodowitz, Roger Clegg e Steven J. Kolleeeny. Washington, D.C.: National Legal Center for the Public Interest, 1994.

BILICH, Edward K. M.; KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation: cases and materials*. St. Paul, Minn: West Group, 1999.

BLACK, Bernard S. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, v. 48, p. 781-855, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=182169>>. Acesso em: 10 abr. 2005.

_____. Strengthening Brazil's securities markets. *Stanford Law School*, 2000. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 10 abr. 2005.

_____; KRAAKMAN, Reinier H.; TARASSOVA, Anna. Russian privatization and corporate governance: what went wrong? *Stanford Law Review*, v. 52, p. 1731-1808, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=181348>>. Acesso em: 10 abr. 2005.

BM&FBOVESPA. *Processos administrativos concluídos*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/ProcessosAdministrativos.asp>>. Acesso em: 18 jan. 2009.

_____. *Processos MRP (Concluídos)*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/FormConsultaProcessosConcluidos.asp>>. Acesso em: 19 jan. 2009.

_____. *Processos MRP (Em análise)*. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/FormConsultaProcessosAnalise.asp>>. Acesso em: 19 jan. 2009.

BUENO, Cássio Scarpinella. *Amicus Curiae no processo civil brasileiro: um terceiro enigmático*. São Paulo: Saraiva, 2006.

BUENO, Cássio Scarpinella. As *class actions* norte-americanas e as ações coletivas brasileiras: pontos para uma reflexão conjunta. *Revista de Processo*, São Paulo, v. 82, 1996.

BULGARELLI, Waldirio. *Direito comercial*. 12. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

_____. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. *Regime Jurídico da proteção às minorias nas S/As de acordo com a reforma da Lei n 6.404/76*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMIÑA, Alberto Moreira. Poderes da Assembléia de credores, do juiz e atividade do Ministério Público. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). *Direito falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

CANARIS, Claus-Wilhelm. *Direitos fundamentais e direito privado*. Coimbra: Almedina, 2006.

CAPPELETTI, Mauro; GARTH, Bryant. *Access to justice: the worldwide movement to make rights effective: a general report*. Tradução de Ellen Gracie Nothfleet. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 1988.

_____; _____. *Acesso à justiça*. Tradução de Ellen Gracie Northfleet. Porto Alegre: Sergio Fabris, 1988.

CARNEIRO, Athos Gusmão. Da intervenção da União Federal, como *amicus curiae*: ilegitimidade para, nesta qualidade, requerer a suspensão dos efeitos de decisão jurisdicional; Leis 8.437/92, art. 4º, e 9.469/97, art. 5º. (Parecer). *Revista de Processo*, São Paulo, v. 28, n. 111, p. 243-258, jul./set. 2003.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHAYES, Abram. The role of the judge in public law litigation. *Havard Law Review*, v. 89, p. 1281-1315, maio 1976.

CINTRA, Antonio Carlos de Araújo; DINAMARCO, Cândido R.; GRINOVER, Ada Pellegrini. *Teoria geral do processo*. 13. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 1997.

CLASS ACTION COMPLAINT FOR VIOLATION OF THE FEDERAL SECURITIES LAWS. Disponível em: <<http://www.howardsmithlaw.com/Cases/Sadia.html>>. Acesso em: 14 nov. 2008.

COFFEE, John C. Law and the market: the impact of enforcement. *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 304, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=967482>>. Acesso em: 15 dez. 2007.

COFFEE, John C. Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure. *Journal of Corporation Law*, n. 25, p. 1-39, 1999.

_____; SELIGMAN, Joel. *Securities regulation: cases and materials*. 9th ed. New York: Foundation Press, 2003.

_____; _____. *Securities regulation: cases and materials*. 10th ed. New York: Foundation Press, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado e do Comitê de Termo de Compromisso de 04.03.08. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 jan. 2009

_____. Comunicado ao Mercado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado_suzano.asp>. Acesso em: 08 ago. 2007.

_____. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2005; 19 dez. 2008; 10 jan. 2009; 20 jan. 2009.

_____. Termo de compromisso e de ajustamento de conduta. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 04 dez. 2008

_____. Termo de Cooperação Técnica. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/convenios/Convênio_Ministério_%20Público_Federal.pdf>.

COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

_____. O Ministério Público na defesa dos direitos econômicos, sociais e culturais. In: CUNHA, Sérgio Sérulo da; GRAU, Eros Roberto. *Estudos de direito constitucional em homenagem a José Afonso da Silva*. São Paulo: Malheiros Ed., 2003. p. 244-260.

_____. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação do seu objeto. In: _____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 38, n. 116, p. 11-16, out./dez. 1999.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. A reforma da empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 22, n. 50, p. 57-74, abr./jun. 1983.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Informações disponíveis em: <<http://www4.bcb.gov.br/crsfn/recursos/j20080226281.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2009.

CORNELL, Bradford; RUTTEN, James, *Market efficiency, crashes and securities litigation*. (December 2005). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=871106>>. Acesso em: 16 dez. 2007.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. 4. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

_____; THOMAS, Randall S. Public and private enforcement of the Securities Laws: Have Things Changed Since Enron? *Notre Dame Law Review*, v. 80, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=655201>>. Acesso em: 17 dez. 2007.

_____; _____. SEC enforcement actions for financial fraud and private litigation: an empirical inquiry. *Valderbilt Law and Economics Research Paper*, n. 03-08, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/asbstract=429140>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DINAMARCO, Cândido Rangel. *A instrumentalidade do processo*. São Paulo: Malheiros Ed., 2001.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

EISENBERG, Theodore; MILLER, Geoffrey P. Incentive awards to class action plaintiffs: an empirical study. *Law and Economics Research Paper*, n. 06-03. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=869308>>. Acesso em: 18 dez. 2007.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. 145 p. (Série Estudos Especiais n. 3).

_____. *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 21, n. 45, p. 48-59, jan./mar. 1982.

_____; CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

FARIA, José Eduardo. A definição do interesse público. In: SALLES, Carlos Alberto de (Org). *Processo civil e interesse público: o processo como instrumento de defesa social*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2003.

FERRAZ, Anna Candida da Cunha. O *amicus curiae* e a democratização e a legitimação da jurisdição constitucional concentrada. *Revista Mestrado em Direito – Direitos Humanos Fundamentais*. Osasco, ano 8, n.1, p. 53-72, 2008.

FERRAZ, Antonio Augusto Mello de Camargo. Considerações sobre interesse social e interesse difuso. In: MILARÉ, Edis (Org.). *A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005. p. 59-71.

_____; FRONTINI, Paulo S.; MILARÉ, Edis. Ministério público, ação civil pública e defesa dos interesses difusos. *Justitia*, v. 47, p. 263-278, set. 1985.

FERRAZ, Sérgio. Provimentos antecipatórios na ação civil pública. In: MILARÉ, Edis (Org.). *A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

FILOMENO, José Geraldo Brito. Empresas de avaliação de riscos – *ratings* – e sua responsabilidade. In: KALANSKY, Daniel; PERIN JÚNIOR, Écio; PEYSER, Luis (Coords.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005.

FINDLAW. Disponível em <<http://laws.findlaw.com/us/000/97-1704.html>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

FISS, Owen. *Um novo processo civil: estudos norte-americanos sobre jurisdição, constituição e sociedade*. Tradução de Daniel Porto Godinho da Silva e Melinda de Medeiros Rós; coord. de Carlos Alberto de Salles. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2004.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembléia das SA*. São Paulo: Malheiros Ed., 1999.

FRONTINI, Paulo Salvador. Ação civil pública e separação dos poderes do Estado. In: MILARÉ, Edis (Coord.). *Ação civil pública: Lei 7.537/1985 – 15 Anos*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

FRONTINI, Paulo Salvador. Ação civil pública em tutela de direitos difusos: condições da ação – indagações sobre a possibilidade jurídica do pedido, interesse processual e legitimidade dos efeitos jurídicos. In: MILARÉ, Edis (Coord.). *A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

_____. A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei 6.616/1978: uma charada processual! *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano, 17, n. 32, p. 103-105, 1978.

_____. As pessoas jurídicas no Código Civil de 2002. *Revista do Advogado*, São Paulo, v. 24, n. 77, p. 65-86, jul. 2004.

_____. Sociedade anônima: a questão do voto múltiplo. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 37, n. 113, p. 68-77, jan./mar. 1999.

FURQUIM, Paulo. Economia dos contratos. In: SZTAJN, Raquel; ZYLBERSZTAJN, Décio. *Direito e economia: análise do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GALGANO, Francesco. *Lex mercatoria*. Bolonha: Il Mulino, 2001.

GIDI, Antonio. *A class action: como instrumento de tutela coletiva dos direitos: as ações coletivas em uma perspectiva comparada*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

_____. Código de Processo Civil Coletivo: um modelo para países de direito escrito. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.) *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

_____. *Coisa julgada e litispendência em ações coletivas*. São Paulo: Saraiva, 1995.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 7. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

GRINOVER, Ada Pellegrini. Ações coletivas ibero-americanas: novas questões sobre a legitimação e a coisa julgada. *Revista Forense*, nº 301, p. 3-12.

_____. Da *class action for damages* à ação de classe brasileira: os requisitos de admissibilidade. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 96, n. 352, p. 3-14, out./dez. 2000.

_____. Das ações coletivas para a defesa de interesses individuais homogêneos. In: _____ et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*. 6. ed. rev. atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

_____. Rumo a um Código Brasileiro de Processos Coletivos. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.). *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.; SQUIRE, Richard C. Law and the Rise of the Firm. *ECGI - Law Working Paper*, nº 57/2006, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=873507>>. Acesso em: 19 dez. 2007

HAZARD, Geoffrey C.; TARUFFO, Michele. *American civil procedure: an introduction*. Yale: New Haven, 1993.

HESSE, Konrad. *A força normativa da Constituição*. Tradução de Gilmar Ferreira Mendes. Porto Alegre: Sergio Fabris, 1991.

HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: Cultura; Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1995.

KARMEL, Roberta S. *Regulation by persecution: the securities & exchange comission versus corporate america*. New York: Simon and Schuster, 2000.

KLONOFF, Robert H. *Class actions and other multi-party litigation*. St. Paul, Minn: West Group Publishing, 2004. (Nutshell Series).

LAMY FILHO, José; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. 2. ed. *A Lei das S.A: pressupostos*. Elaboração. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1.

LANGEVOORT, Donald C. The SEC as a lawmaker: choices about investor protection in the face of uncertainty. *Georgetown Law and Economics Research Paper*, n. 947510, 2006. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=947510>>. Acesso em: 16 dez. 2007.

LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, *Forthcoming*. p. 2-5. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1028081>>. .

LAZZARINI, Marilena. As investidas contra as ações civis públicas. In: LUCON, Paulo Henrique dos Santos (Coord.). *Tutela coletiva: 20 anos da Lei de Ação Civil Pública e do Fundo de Defesa de Direitos Difusos. 15 anos do Código de Defesa do Consumidor*. São Paulo: Atlas, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 13, n. 14, p. 41-60, 1974.

_____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

LOSS, Louis. *Securities regulation*. Boston-Toronto: Little Brown and Company, 1961.

_____; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. New York: Aspen, 2001.

MACHADO, Antônio Cláudio da Costa. *A intervenção do Ministério Público no processo civil brasileiro*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1998.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses difusos: conceito e legitimação para agir*. 6. ed. rev. atual. ampl., São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000.

_____. *Jurisdição coletiva e coisa julgada*. São Paulo, 2005. Tese (Professor Titular em Direito Processual Civil) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

_____. A projetada participação equânime dos co-legitimados a propositura da ação civil pública: da previsão normativa à realidade forense. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 91, n. 796, p.11-38, fev. 2002.

MARINONI, Luiz Guilherme. Ações inibitória e de ressarcimento na forma específica do Anteprojecto de Código Modelo de Processo Colectivos para Iberoamérica. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 101, n. 381, p. 121-134, set./out. 2005.

MARQUES JÚNIOR, Marcio Moraes. O Ministério público na nova lei de falências. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, ano 94, v. 837, p. 43-54, jul. 2005.

MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004. Textos traduzidos.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 24, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985.

MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Orgs.). *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo: meio ambiente, consumidor, patrimônio cultural, patrimônio público e outros interesses*. 17. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Saraiva, 2004.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 17. ed rev. atual. até as Emendas 41 (da Previdência) e 42, de 2003. São Paulo: Malheiros Ed., 2004.

MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. *Princípios gerais de direito administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2007. v. 1.

MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. *Ações coletivas no direito comparado e nacional*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2002.

MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. O Código Modelo de Processos Coletivos para os Países Ibero-Americanos. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.). *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. Tutela jurisdicional dos interesses coletivos ou difusos. *Revista de Processo*, São Paulo, v. 39, p. 57-77, jul./set. 1985.

PANORAMA da Economia Brasileira e do mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/bovpanorama.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

A POPULARIZAÇÃO do mercado de capitais. *RT Informa*, São Paulo, ano 8, n. 50, p. 4-5, jul./ago. 2007.

POSNER, Richard A. Teorias da regulação econômica. Trad. de Mariana Mota Prado. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004. Textos traduzidos.

PRATA, Ana. *A tutela constitucional da autonomia privada*. Coimbra: Almedina, 1982.

PRITCHARD, Adam C. Should congress repeal securities class action reform? *Michigan Law and Economics Research Paper*, nº 03-003; *Georgetown Law and Economics Research Paper*, n. 389561. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=389561>> ou DOI: <10.2139/ssrn.389561>. Acesso em: 18 dez. 2007.

RODRIGUES, Marcelo Abelha. Observações críticas acerca da suspensão de segurança na Ação Civil Pública (art. 4º da Lei 8.437/1992 e art. 12, § 1º, da LACP). In: MILARÉ, Edis. *A ação civil pública após 20 anos: efetividade e desafios*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

ROMANO, R. Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance. *Yale Journal of Regulation*, n. 2, v. 18, p. 174-252, 2001.

SALLES, Carlos Alberto de. Processo civil de interesse público. In: _____ (Org). *Processo civil e interesse público: o processo como instrumento de defesa social*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2003. p. 39-73.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Contribuição à análise das debêntures*. São Paulo, 1986. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

_____. *Mercado de valores mobiliários e comissão de valores mobiliários*. São Paulo: Resenha Universitária, 1980.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

_____. *O novo direito societário*. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2006.

_____. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros Ed., 2001.

SENADO FEDERAL. Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/sicon/ExecutaPesquisaLegislacao.action>>. Acesso em: 18 dez. 2008.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de SA: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SILVA, Carlos Augusto. *O processo civil como estratégia de poder: reflexo da judicialização da política no Brasil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 20. ed. rev. atual. nos termos da Reforma Constitucional até a EC 35/01. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

STIGLER, George J. A teoria da regulação econômica. Trad. de Emerson Fabiani. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004. Textos traduzidos.

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Disponível em: <<http://www.stf.gov.br>>. Acesso em: 20 dez. 2007.

SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, nº 135, p. 136-147, jul./set. de 2004.

TANJI, Márcia. *Tutela coletiva no mercado de valores mobiliários: legitimidade ativa coletiva, concorrente e disjuntiva*. São Paulo, 2006. Monografia. Escola Superior do Ministério Público do Estado de São Paulo.

TEIXEIRA, Egberto; GUERREIRO, J. A.Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913/89, de 7 de dezembro de 1989 - A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 667, p. 70-78, maio 1991.

TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

UNITED STATES OF AMERICA. *Before the Securities and Exchange Commission*. Disponível em: <<http://www.sec.gov/litigation/admin/2007/34-55417.pdf>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Disponível em: <<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20157.htm>>. Acesso em: 02 dez. 2008.

_____. *Report to the Presidente and the Congress on the First Year of Practice under The Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, abr. 1997. Disponível em: <<http://securities.stanford.edu/research/reports/19970401reform.html>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940: arts. 1º a 73. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959. v. 1.

VERISSIMO, Marcos Paulo. *A judicialização dos conflitos de justice distributive no Brasil: o processo judicial no pós-1988*. São Paulo, 2006. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

VIGLIAR, José Marcelo Menezes. *Ação civil pública*. 6. ed. rev. amp. com jurisprudência. São Paulo: Atlas, 1999.

_____. *Tutela jurisdicional coletiva*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

VIGORITI, Vincenzo. *Interessi collettivi e processo: la legittimazione ad agire*. Milano: Giuffrè, 1979.

WALD, Arnold. *Comentários ao novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

_____. Irresponsabilidade da sociedade anônima por decisões nulas ou abusivas da assembléia geral. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 12, n. 12, p. 11-18, 1973 .

WATANABE, Kazuo et al. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*. 6. ed. rev. atual. ampl. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

WHITE HOUSE. Disponível em: <<http://www.whitehouse.gov>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YOSHIDA, Consuelo Y. M. Eficácia das tutelas urgentes nas ações coletivas: efeitos dos recursos. Suspensão de liminar e de sentença. In: MAZZEI, Rodrigo; NOLASCO, Rita Dias (Coords.). *Processo civil coletivo*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ZACLIS, Lionel. *Apresentação*. In ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

_____. *Proteção judicial coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários* (análise crítica da Lei 7.913/89 e subsídios para uma visão unitária da ação coletiva). São Paulo, 2003. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

ZYLBERSZTAJN, Décio. Análise econômica do direito e das organizações. In: SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio (Orgs.). *Direito e economia: análise do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.