

**RICARDO PADOVINI PLETI**

**A RESPONSABILIDADE DA SOCIEDADE CORRETORA NO  
CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL: DIÁLOGO ENTRE  
O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O CÓDIGO DE  
DEFESA DO CONSUMIDOR**

**Belo Horizonte**

**Faculdade de Direito da UFMG**

**2014**

**RICARDO PADOVINI PLETI**

**A RESPONSABILIDADE DA SOCIEDADE CORRETORA NO  
CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL: DIÁLOGO ENTRE  
O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O CÓDIGO DE  
DEFESA DO CONSUMIDOR**

Tese de Doutorado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Direito.

Área de concentração: Direito e Justiça

Orientador: Professor Doutor Sérgio Mourão Corrêa-Lima

**Belo Horizonte**

**Faculdade de Direito da UFMG**

**2014**

**Universidade Federal de Minas Gerais**

**Faculdade de Direito**

**Curso de Pós-Graduação**

Tese intitulada **A RESPONSABILIDADE DA SOCIEDADE CORRETORA NO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL: DIÁLOGO ENTRE O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR**, de autoria de **RICARDO PADOVINI PLETI**, analisada pela banca examinadora constituída pelos seguintes professores:

---

**Professor Doutor Sérgio Mourão Corrêa-Lima – Orientador**

---

**Professor Doutor Marcelo Andrade Féres**

---

**Professor Doutor César Augusto de Castro Fiúza**

---

**Professor Doutor Luiz Carlos Figueira de Melo**

---

**Professor Doutor Felipe Fernandes Ribeiro Maia**

---

**Professora Doutora Rubia Carneiro Neves (Suplente)**

À minha família, com a eterna gratidão por me permitirem  
experimentar o amor incondicional.

Agradeço,

Ao Pai celeste, pois sem a tua iluminação eu nada poderia ter feito.

Ao professor Sérgio Mourão Corrêa-Lima, por sua zelosa e incisiva orientação.

Ao mestre Gustavo Combat, por ter despertado e alimentado meu interesse pelo Direito Comercial desde o início dos meus estudos.

À Cristina, Lino e Rodrigo, minha família, a quem devo tudo que sou.

À Luiza, que, com sua doçura, acalentou-me nos momentos mais difíceis.

Aos amigos Filipe, João Victor, João Paulo, Raoni, Pablo e Henrique, pelo apoio que me proporcionaram durante a elaboração deste trabalho.

Às queridas amigas Yêda e Simone, exímias confidentes e conselheiras diante de qualquer intempérie da vida.

À orientanda Líbera, pelo compromisso na execução das atividades de auxílio à pesquisa.

*Porque eu bem sei os pensamentos que tenho a vosso respeito, diz o SENHOR; pensamentos de paz, e não de mal, para vos dar o fim que esperais.*

Jeremias 29:11

## RESUMO

Esta tese analisa a relação jurídica estabelecida entre investidor individual e sociedade corretora de títulos e valores mobiliários para a aquisição e a alienação de ações na Bolsa de Valores de São Paulo. Com isso, busca identificar o tipo de responsabilidade que deve ser aplicada àquela instituição financeira quando, pela violação de seus deveres, provoca danos ao seu cliente (responsabilidade subjetiva ou objetiva). Investiga-se, para tanto, a natureza civil ou consumerista do contrato de comissão bursátil, cogitando-se sobre a aplicação da teoria do diálogo das fontes como fundamento para a combinação de normas provenientes do Direito Civil e do Direito do Mercado Financeiro com aquelas oriundas do Direito do Consumidor. Para verificar a viabilidade dessa hipótese, são adotadas como diretrizes teóricas a Análise Econômica do Direito e a Análise Jurídica da Economia, cujos postulados da eficiência econômica e da proteção do investidor orientam o raciocínio desenvolvido neste trabalho. Em seguida, sucintamente, são expostas as estruturas normativas e operacionais do Sistema Financeiro Nacional, com foco na função desempenhada pelas sociedades corretoras na atividade de intermediação financeira do mercado acionário. Também são examinados os elementos que compõem o contrato de comissão bursátil, de constituição obrigatória para acesso ao mercado de bolsa. Tais análises permitem constatar que as regras consumeristas somente deverão ser aplicadas em benefício do investidor quando verificada tanto a vulnerabilidade quanto a hipossuficiência desse sujeito contratual. Com isso, torna-se possível conciliar, a partir de diálogo de complementaridade, as normas de direito contratual do Código Civil, os princípios e regras que estruturam o Sistema Financeiro Nacional e as disposições legais protecionistas do Código de Defesa do Consumidor. Ao final desta tese, a veracidade da hipótese é comprovada mediante a demonstração do principal efeito decorrente da identificação da natureza do contrato de comissão bursátil como consumerista: a responsabilidade objetiva das sociedades corretoras em virtude de danos causados ao investidor individual. Conclui-se, então, que o procedimento hermenêutico do diálogo das fontes atende, a uma só vez, aos imperativos de eficiência e de segurança ditados pelo ordenamento jurídico brasileiro no que concerne à proteção do investidor individual. Isso porque oferece a esse a devida proteção demandada por suas condições econômicas, jurídicas e técnico-científicas.

**PALAVRAS-CHAVE:** sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, responsabilidade civil, contrato de comissão bursátil, investidor, consumidor.

## ABSTRACT

This thesis analyses the juridical relationship between individual investor and securities trade companies in order to acquire and sell stocks in Stock Exchange. By this way, it aims to identify the type of liability that may be applied against that financial institution when, due to violation of its duties, it causes damages to its client (fault or nonfault liability). It is investigated, for this, the civil or consumerist nature of stock exchange commission contract and it is cogitated about the application of Sources Dialogue's Theory as the justification for the combination of rules coming from Civil and Financial Market Law to those related to Consumer Law. To verify the viability of this hypothesis, it is adopted as theoretical guidelines the Law & Economics and the Legal Analysis of Economy, whose postulates of economic efficiency and investor's protection orientate the reasoning developed on this work. Subsequently normative and operating structures of National Financial System are briefly exposed, focusing on the function performed by the securities trade companies in the stock market's financial intermediation activity. The elements of the commission contract established for access stock market are also analyzed as their use is compulsory to access stock exchange market. Such analysis enable to attest that consumer rules only may be applied on benefit of the investor when occurs vulnerability and weakness of this contractual party. Thus, it is possible to conciliate, founded on a complementarity dialogue, the contractual law rules from Civil Code, the structural principles and rules of the National Financial System and the protectionist legal dispositions of Consumer's Protection Code. Finally, the hypothesis veracity is confirmed by the demonstration of the mainly effect generated by the identification of the commission stock exchange consumerist nature: the securities trade companies' non-fault responsibility for damages generated against individual investor. It is concluded, that the hermeneutic procedure of Sources Dialogue fulfills not only the efficiency but also the security imperatives dictated by the Brazilian legal order concerning to individual investor protection. That's because it offers the deserved protection demanded by individual investor economical, juridical and technical-scientific conditions.

**KEYWORDS:** securities trade companies, civil liability, stock comisson contract, investor, consumer.



## LISTA DE ABREVIATURAS

AED	– Análise Econômica do Direito
AJE	– Análise Jurídica da Economia
BCB	– Banco Central do Brasil
BM&F	– Bolsa de Mercadorias e Futuros
BM&FBOVESPA	– Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (atual)
Bovespa	– Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (antiga)
BSM	– BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados
CBLC	– Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CDC	– Código de Defesa do Consumidor
CMN	– Conselho Monetário Nacional
CRFB	– Constituição da República Federativa do Brasil
CVM	– Comissão de Valores Mobiliários
CC/02	– Código Civil de 2002
G20	– Grupo dos 20 países mais ricos do mundo e nações emergentes
IN	– Instrução Normativa
Ltda	– Sociedade Limitada
IPO	– <i>Initial Public Offering</i>
LSA	– Lei das Sociedades Anônimas
MRP	– Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos
OPA	– Oferta Pública de Ações
S.A.	– Sociedade Anônima
SFN	– Sistema Financeiro Nacional
STJ	– Superior Tribunal de Justiça
STF	– Supremo Tribunal Federal
TJMG	– Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais
TJPR	– Tribunal de Justiça do Estado do Paraná
TJRJ	– Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJRS	– Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul
TJSC	– Tribunal de Justiça do Estado de Santa Catarina
TJSP	– Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS.....</b>	<b>21</b>
2.1 PERSPECTIVAS TRANSDISCIPLINARES.....	21
2.2 A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO.....	24
2.2.1 Princípios básicos.....	24
2.2.2 Responsabilidade civil e eficiência econômica.....	30
2.2.3 Vertentes da Análise Econômica do Direito.....	33
2.3 A ANÁLISE JURÍDICA DA ECONOMIA.....	35
2.3.1 Noção propedêutica.....	35
2.3.2 Direito do Mercado Financeiro.....	40
2.4 OPÇÃO METODOLÓGICA.....	51
<b>3 CONTEXTUALIZAÇÃO JURÍDICA E ECONÔMICA.....</b>	<b>54</b>
3.1 COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	56
3.2 ORGANIZAÇÃO SISTÊMICA DO MERCADO DE CAPITAIS.....	60
3.2.1 Noções gerais.....	60
3.2.2 Classificações do mercado de valores mobiliários.....	63
<b>4 ESTRUTURA NORMATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>68</b>
4.1 Regulação financeira.....	68
4.2 CMN, BCB e CVM.....	74
4.3 Autorregulação no mercado de capitais.....	85
<b>5. ESTRUTURA OPERACIONAL DO MERCADO DE BOLSA.....</b>	<b>94</b>
5.1 AGENTES PARTICIPANTES DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS.....	94
5.1.1 A BM&FBOVESPA.....	94
5.1.2 Os emissores de valores mobiliários.....	99

5.1.3 As instituições financeiras intermediárias.....	102
5.2 INTERAÇÕES ENTRE OS AGENTES DOS MERCADOS ACIONÁRIOS.	105
5.3 VISÃO PANORÂMICA DAS CADEIAS CONTRATUAIS INTERMEDIÁRIAS DOS NEGÓCIOS COM AÇÕES.....	109
5.3.1 Contratos intermediários do mercado primário de ações.....	112
5.3.1.1 A subscrição particular de ações.....	112
5.3.1.2 A subscrição pública de ações.....	118
5.3.2 Contratos intermediários do mercado secundário de ações (à vista).....	130
6 O CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL.....	137
6.1 SUJEITOS CONTRATANTES.....	140
6.1.1 As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.....	140
6.1.2 O investidor.....	155
6.2 OBJETO CONTRATUAL.....	158
6.3 CONTEÚDO OBRIGACIONAL.....	161
6.3.1 Os deveres de conduta decorrentes da boa-fé-objetiva.....	162
6.3.2 Obrigações primárias oriundas do contrato de comissão bursátil.....	169
6.4 TIPICIDADE CONTRATUAL.....	171
6.5 CLASSIFICAÇÕES GERAIS.....	182
7 A NATUREZA CONSUMERISTA DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL.....	188
7.1 A RELAÇÃO DE CONSUMO NO DIREITO BRASILEIRO.....	188
7.1.1 O conceito de fornecedor.....	189
7.1.2 O conceito de consumidor.....	192
7.1.2.1 A polêmica sobre a caracterização do investidor como consumidor.....	196
7.1.3 O serviço como objeto da relação de consumo.....	204
7.1.4 Danos decorrentes de defeito do serviço ou do mero risco do investimento.	205
7.2 Proposta hermenêutica para a proteção do investidor individual.....	208

<b>8 A RESPONSABILIDADE DA SOCIEDADE CORRETORA PELA VIOLAÇÃO DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL.....</b>	<b>218</b>
<b>8.1 NOÇÕES PRELIMINARES.....</b>	<b>218</b>
<b>8.2 A CONTROVÉRSIA JURISPRUDENCIAL SOBRE O TIPO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DA SOCIEDADE CORRETORA PELA VIOLAÇÃO DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL.....</b>	<b>230</b>
<b>8.2.1 A responsabilidade civil subjetiva.....</b>	<b>231</b>
<b>8.2.2 A responsabilidade civil objetiva.....</b>	<b>241</b>
<b>9 CONCLUSÃO.....</b>	<b>250</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>259</b>

## LISTA DE QUADROS, FLUXOGRAMAS E ILUSTRAÇÕES

<b>FIGURA 1.....</b>	<b>58</b>
<b>FIGURA 2.....</b>	<b>61</b>
<b>FIGURA 3.....</b>	<b>64</b>
<b>FIGURA 4.....</b>	<b>69</b>
<b>FIGURA 5.....</b>	<b>74</b>
<b>FIGURA 6.....</b>	<b>93</b>
<b>FIGURA 7.....</b>	<b>107</b>
<b>FIGURA 8.....</b>	<b>108</b>
<b>FIGURA 9.....</b>	<b>118</b>
<b>FIGURA 10.....</b>	<b>129</b>
<b>FIGURA 11.....</b>	<b>136</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Após o colapso provocado pela quebra da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929, a proteção dos interesses envolvidos no mercado financeiro somente voltou a receber devida atenção em razão das crises econômicas mundiais de 2001 e de 2007.

A primeira teve como motivos propulsores os escândalos contábeis relacionados a grandes companhias norte-americanas, os quais provocaram a promulgação do *Sarbanes-Oxley Act*. Essa lei visou coibir manipulações nas demonstrações contábeis dessas instituições e, para isso, criou um organismo regulador das empresas de auditoria, imputando penas e responsabilidades a seus administradores que praticassem ilícitos<sup>1</sup>.

A segunda foi precipitada, dentre outros fatores, pela falência do tradicional banco de investimento estadunidense *Lehman Brothers*. Por causa das consequências desse evento, o encontro dos membros do G20 promovido em Los Cabos (México/2012) ressaltou, dentre suas conclusões, a necessidade de esforço conjunto para organização, prevenção e recuperação das economias em crise.

No que diz respeito aos países da União Européia, restou assentado que eles devem tomar todas as medidas necessárias para salvaguardar a integridade e a estabilidade de suas áreas de abrangência. Dessa maneira, estão incumbidos, especificamente, de aprimorar o funcionamento dos mercados financeiros e quebrar o círculo rotativo de prejuízos entre os Estados e as instituições financeiras<sup>2</sup>.

Apesar de também sentir os efeitos dessa última crise, a economia brasileira não teve seu crescimento paralisado, o que possibilitou considerável multiplicação do volume de negócios efetuados no mercado de valores mobiliários. Consequentemente, investimentos em companhias abertas foram popularizados entre pessoas detentoras de pouco conhecimento acerca da dinâmica regulatória e operacional desse setor da economia.

Por outro lado, recentes avanços tecnológicos também aceleraram o progresso das transações financeiras, por ampliarem o acesso à bolsa de valores, permitindo que se

---

<sup>1</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Sarbanes-Oxley Act. Disponível em: <<http://www.soxlaw.com>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>2</sup> *Against the background of renewed market tensions, Euro Area members of the G20 will take all necessary measures to safeguard the integrity and stability of the area, improve the functioning of financial markets and break the feedback loop between sovereigns and banks.* (G20 LEADER'S SUMMIT, 6, 2012, Los Cabos. *G20 leaders declaration*. Los Cabos: México G2012, 2012, p. 2. Disponível em: <[http://www.g20mexico.org/images/stories/docs/g20/conclu/G20\\_Leaders\\_Declaration\\_2012.pdf](http://www.g20mexico.org/images/stories/docs/g20/conclu/G20_Leaders_Declaration_2012.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

invista de forma ágil e menos complexa nesse campo econômico. Como exemplo, tem-se a ferramenta tecnológica do *homebroker*, que consiste em sistema operacional capaz de conectar o usuário ao pregão eletrônico, viabilizando investimentos, em tempo real, por meio da *internet*.

Nesse contexto, assumem relevância os objetivos da regulação econômica no âmbito do mercado de capitais. Dentre eles, merecem ênfase os postulados da *proteção do investidor* e da *eficiência do sistema de intermediação e distribuição de valores mobiliários*.

Sobre o tema, Nelson Eizirik *et al.* explicam

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

Outro objetivo fundamental da regulação é o de fazer com que o *mercado funcione com eficiência*. Nesse sentido, vários estudos vêm demonstrando que a regulação demanda a prestação de um volume maior de informações do que os emissores de títulos apresentariam num mercado não regulado. *O aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia*<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Os autores ainda acrescentam que: “[...] a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas. [...] Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado. Tal não significa, porém, que a regulação elimine os riscos, que são da essência do mercado de capitais; o que ela pode prover é uma redução de determinados riscos, não dos riscos dos investimentos, mas daqueles derivados de comportamentos ilícitos. Com efeito, *os riscos dos investimentos em títulos de renda variável, que são mais negociados no mercado de capitais, não podem ser eliminados*, uma vez que constituem títulos que não atribuem a seus tomadores retornos fixos, mas simplesmente o direito de participarem nos eventuais lucros gerados pela companhia emissora.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 18 e 19, grifos nossos).

Contudo, o binômio proteção-eficiência não importa somente em exigir que o fluxo de informações atinja nível ótimo de difusão no mercado de capitais. Ele também implica na repressão eficaz das condutas prejudiciais ao regular funcionamento dessa seara econômica. Do contrário, não haverá como eliminar agentes ímprobos ou prevenir condutas contrárias à integridade do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Com o propósito de contribuir para a evolução do conhecimento científico nesse campo, este trabalho analisa a relação jurídica estabelecida entre investidor individual e sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, com o objetivo de identificar, primeiramente, a qual regime se submete o contrato de comissão bursátil (civil ou consumerista).

Nessa perspectiva, a hipótese que se pretende confirmar ou refutar para a problemática levantada considera, com base na Teoria do Diálogo das Fontes:

- i. que o Direito Civil é o regime geral aplicável ao mencionado vínculo jurídico e deve ser combinado com as normas específicas provenientes do Direito do Mercado Financeiro e que;
- ii. essa disciplina legal deve ser complementada por regras oriundas do direito do consumidor – e, dentre elas, aquela que estabelece a responsabilidade objetiva do fornecedor (art. 14 do CDC) – nas situações em que o investidor se encontra em condições de vulnerabilidade e hipossuficiência.

Dessa forma, para testar a veracidade de tal hipótese, é necessário analisar, primeiramente, se o contrato de comissão bursátil pode se submeter à disciplina normativa do Código de Defesa do Consumidor e se as condições do investidor individual demandam o tratamento jurídico diferenciado proporcionado por esse diploma legal.

Com base nas conclusões extraídas dessas análises, será possível investigar a principal problemática desta tese: *o tipo de responsabilidade (subjéctiva ou objectiva) aplicável às sociedades corretoras em virtude do descumprimento de dever oriundo do contrato de comissão bursátil firmado com o investidor individual para compra e venda de ações.*

Na jurisprudência nacional, há precedentes fundamentados na regra geral da responsabilidade subjéctiva, prevista no art. 186 do Código Civil de 2002 e outros que se alicerçam na disciplina excepcional da responsabilidade objectiva, consignada no art. 14 do Código de Defesa do Consumidor. Entretanto, nenhum desses julgados enfrenta a



aparente contradição entre consumo e investimento, nem considera o regime jurídico especial, que incide sobre a intermediação financeira de valores mobiliários. Tal regime se encontra edificado pelas normas do SFN e, em regra, não prevê a responsabilização das sociedades corretoras independentemente da existência de culpa.

Além disso, as decisões judiciais brasileiras nem sempre se detêm à distinção entre os prejuízos experimentados pelos investidores em razão do risco do investimento e aqueles provenientes da conduta ilícita do intermediário financeiro. Por outro lado, há manifestações jurisprudenciais que consideram, equivocadamente, o valor mobiliário como objeto do contrato de comissão bursátil ao passo que esse consiste, na verdade, na prestação dos serviços necessários à aquisição ou alienação de tais bens.

Essas constatações revelam a necessidade de se realizar profunda análise da relação jurídica estabelecida entre o investidor individual e as sociedades corretoras com o fim de avaliar, particularmente, se o ordenamento jurídico brasileiro admite a aplicação simultânea de normas<sup>4</sup> provenientes do Direito do Mercado Financeiro e do CDC.

Noutras palavras, urge perquirir se o investidor individual do mercado de valores mobiliários pode ou não ser equiparado ao consumidor para fins de extensão do regime protetivo consumerista. Outrossim, caso se conclua que a referida equiparação é compatível com o direito brasileiro, cabe esclarecer as nuances da tutela concedida aos consumidores de serviços financeiros. Sob essa perspectiva, Otávio Yasbek explica

Tal proteção diverge daquela comumente outorgada aos consumidores de outros produtos, tanto pela natureza da prestação, quanto pela forma de operação dos mercados. Os meios peculiares para a proteção ao consumidor no mercado financeiro e de capitais estão relacionados não apenas à tutela das posições individuais, mas também à necessidade de garantir a confiabilidade dos mercados, sua estabilidade e eficiência (o que lembra que mesmo a regulação de condutas não deixa de ser de efeitos sistêmicos). Mais do que a qualidade do produto adquirido, não raro de difícil, senão impossível, reconhecimento *a priori*, cumpre garantir a legitimidade dos procedimentos adotados. Naturalmente, tal distinção não é, por si, impeditiva da aplicação de dispo-

---

<sup>4</sup> A atuação das sociedades corretoras não é regida apenas por leis, mas também por outros tipos de normas que, embora não provenham do Poder Legislativo, integram o SFN (ex. Resoluções do CMN, instruções da CVM, etc). Dessa forma, vale lembrar o conceito de norma apresentado por Eros Roberto Grau: “norma é todo preceito expresso mediante estatuições primárias (na medida em que vale por força própria, ainda que eventualmente com base em um poder não originário, mas derivado ou atribuído ao órgão emanante), ao passo que lei é toda estatuição, embora carente de conceito normativo, expressa, necessariamente com valor de estatuição primária, pelos órgãos legislativos ou por outros órgãos delegados daqueles. A lei não contém, necessariamente, uma norma. Por outro lado, a norma não é necessariamente emanada de uma lei. E, assim, temos três combinações possíveis: a lei-norma, a lei não-norma e a norma não-lei.” (GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 1996, p. 179).

sições comuns de defesa do consumidor, mas ela se impõe quando da elaboração de mecanismos específicos para tal<sup>5</sup>.

Para verificar a veracidade da hipótese antes aludida, cogitou-se, durante a pesquisa, acerca de provável *diálogo de complementaridade* entre a lei consumerista e as demais fontes normativas estruturantes do SFN. Isso porque, por meio desse diálogo, tornar-se-ia possível atender aos graus variados de proteção necessários para a adequada salvaguarda dos interesses dos investidores brasileiros.

Tal diálogo de complementaridade consiste em uma das aplicações da Teoria do Diálogo das Fontes, elaborada pelo jurista alemão Erik Jayme e trazida para o Brasil por Cláudia Lima Marques. Segundo essa autora, há pluralidade de leis ou fontes que coexistem num mesmo ordenamento jurídico e, ao mesmo tempo, possuem campos de aplicação ora coincidentes, ora não coincidentes<sup>6</sup>. No entanto, há efetivamente mais convivência de leis com campos de aplicação diferentes, do que evidente exclusão<sup>7</sup>. Tais circunstâncias importam no desafio de aplicar as fontes em diálogo de forma justa, em um sistema de direito privado inegavelmente plural, fluído, mutável e complexo<sup>8</sup>.

Convém, entretanto, delimitar alguns aspectos quanto ao tema-problema objeto de análise. Primeiramente, cabe esclarecer que as sociedades corretoras são intermediá-

---

<sup>5</sup> O autor ainda ilustra que: “são exemplos dessas regras de proteção aos consumidores dos serviços financeiros, incidindo sobre o próprio intermediário ou sua organização interna ou sobre atos negociais diversos (as práticas adotadas na relação com terceiros), mecanismos formais (como regras de qualificação, técnica ou mesmo moral, aplicáveis aos intermediários, seus administradores e representantes); a obrigação de uniformizar procedimentos e modelos negociais, a obrigatoriedade de envio de informações para os consumidores e também para os reguladores (o chamado ‘full disclosure’), pelo intermediário, seus administradores ou controladores, conforme o caso, ou mesmo pelos emissores dos títulos negociados; a vedação ao uso de informações detidas em razão da posição privilegiada, pelo intermediário financeiro ou pelo administrador do emissor dos títulos negociados (a vedação ao ‘insider trading’). Embora, a bem da verdade, todos os pontos acima assinalados estejam relacionados à redução da situação de hipossuficiência dos consumidores ou de terceiros em geral, os autores dedicam especial atenção, ao tratar da matéria, às obrigações de prestar informações (ou dar acesso a elas) e de não fazer uso das informações privilegiadas. Estes são, com efeito, os mecanismos mais simples para a redução das distorções geradas, de forma direta ou indireta, pelas assimetrias informacionais típicas das relações financeiras, mitigando os efeitos dos conflitos de interesses inerentes à relação ‘principal-agent’.” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 224 e 225).

<sup>6</sup> JAYME, Erik. Identité culturelle et intégration: Le droit internationale privé postmoderne. *Recueil des Cours de l'Académie de Droit International de la Haye*. Kluwer: Doordrecht, II, 1995, 60 e 251 *apud* MARQUES, Cláudia Lima. Superação das antinomias pelo diálogo das fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002. *Revista da ESMESE*. n. 7, Aracaju: ESMESE/TJ, 2004, p. 16.

<sup>7</sup> MARQUES, Cláudia Lima. Superação das antinomias pelo diálogo das fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002. *Revista da ESMESE*. n. 7, Aracaju: ESMESE/TJ, 2004, p. 43.

<sup>8</sup> MARQUES, Cláudia Lima; Superação das antinomias pelo diálogo das fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002. *Revista da ESMESE*. n. 7, Aracaju: ESMESE/TJ, 2004, p. 44.

rias que, compulsoriamente, devem ser contratadas para que o investidor individual acesse o mercado de bolsa e negocie valores mobiliários com terceiros. Logo, outros investidores podem ser afetados pelas condutas dessas instituições financeiras e não apenas os seus clientes.

Contudo, *o presente texto se atém apenas às relações entre as sociedades corretoras e os investidores individuais que com elas contrataram*, vez que, quanto a esses, será enfrentada a polêmica sobre seu possível enquadramento na categoria de consumidor. Portanto, devido à delimitação que foi estabelecida no desenvolvimento deste estudo, estão excluídos da pesquisa os investidores considerados qualificados ou institucionais (ex. fundos e clubes de investimento, entidades de previdência privada etc).

Outro limite demarcado pela investigação proposta nesta tese diz respeito ao tipo de bem objeto da atividade de intermediação potencialmente lesiva aos investidores. No exercício de suas funções, as sociedades corretoras intervêm em negociações relacionadas a diversas espécies de valores mobiliários. Por isso, *optou-se por investigar apenas a responsabilidade derivada de negócios cuja finalidade é transferir ações*, pois tanto a emissão quanto a comercialização desse tipo de valor mobiliário são operações essenciais ao funcionamento de qualquer companhia aberta.

O Direito Português apresenta considerável avanço quanto ao tratamento da matéria, razão pela qual será tomado como modelo comparativo da investigação proposta, o que permitirá verificar se a literatura, a jurisprudência e as normas regulatórias nacionais tratam adequadamente o problema. Contudo, tal opção metodológica não impede a menção pontual à doutrina espanhola ou o exame de como a proteção dos investidores-consumidores tem sido tratada pelas diretrizes da União Europeia.

No que tange às implicações concretas de se aplicar a disciplina civil ou consumerista à relação jurídica constituída entre investidor individual e sociedade corretora, opta-se por averiguar, neste trabalho, somente *a responsabilidade dessa devido ao descumprimento dos deveres impostos pelo contrato de comissão bursátil*.

Além disso, deve ter-se em mente que as condutas ilícitas praticadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ocasionam aos seus autores responsabilidades de três ordens: civil, administrativa e criminal. Daí porque este estudo se limita a investigar apenas a primeira dentre essas formas de responsabilização, qual seja: *aquela que implica em indenização como consequência dos atos lesivos a interesses de terceiros*. E isso porque esse mecanismo jurídico é apto a tutelar simultaneamente o interesse individual

da vítima e a confiança do público investidor, a qual constitui viga mestra das relações jurídicas estabelecidas no mercado de capitais<sup>9</sup>.

Com a finalidade de analisar o tema-problema desta tese, conjugar-se-ão, no primeiro capítulo, como referenciais teóricos, postulados fornecidos pela Análise Econômica do Direito e pela Análise Jurídica da Economia<sup>10</sup>.

A primeira proporciona os elementos necessários para a compreensão do conceito de *eficiência* das trocas econômicas, essencial à compreensão da dinâmica inerente às relações estabelecidas no mercado de valores mobiliários. Além disso, esse conceito também fundamenta a submissão do contrato de comissão bursátil ao Direito Civil como seu regime jurídico geral e ao conjunto das normas especiais do Direito do Mercado Financeiro instituídas para conferir segurança e presteza às negociações financeiras.

A segunda oferece o arcabouço teórico necessário à compreensão do princípio da *proteção* do investidor, capaz de alicerçar a sujeição daquele mesmo negócio jurídico ao regime consumerista, sempre que restar clara a situação de inferioridade do investidor devido à sua vulnerabilidade e hipossuficiência<sup>11</sup>.

Por outro lado, também convém apresentar as bases conceituais indispensáveis à compreensão da atividade de intermediação financeira no mercado de capitais. Com esse escopo, o segundo capítulo do presente texto busca contextualizar a função exerci-

---

<sup>9</sup> Enfatizando a confiança como condição essencial para a existência do mercado de capitais, decidiu o Tribunal de Justiça de São Paulo: “*As operações de Bolsa e as aplicações em mercado de capitais, pelas suas características e celeridade com que se realizam, repousam, em regra, no fator ‘confiança’ que o investidor deposite nas entidades financeiras e corretores. É um mercado nervoso, que exige presteza e velocidade em suas operações, e, diante do fator, ‘confiança’, descuida-se do aspecto formal. A pressa signa lamentável da sociedade moderna exige cada vez mais a confiabilidade e a confiança em substituição do formalismo burocrático.* Assim, provada a realização de aplicações financeiras através de agente autônomo credenciado da instituição nas instalações desta e em impresso próprio presumida a normalidade da transação, irrelevante não se ter dado a operação por cheques nominais emitidos pelo investidor em favor da financeira e de omitido seu nome na prestação de contas do intermediador, que não exigia tal cautela. De se aplicar, portanto, a teoria da aparência de direito, que deve produzir, para o terceiro de boa-fé, os mesmos efeitos das situações regulares, admitido o resgate da quantia acrescidas de juros de mora e correção monetária.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Quarta Câmara Cível. Apelação Cível nº 102.653-1. Relator: Des. Alves Braga. 16 fev. 1989. STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5 ed., São Paulo: RT. 2001, p. 512, grifos nossos).

<sup>10</sup> A Análise Jurídica da Economia propõe o exame de questões econômicas segundo parâmetros fornecidos pelo Direito. Essa nova técnica epistemológica vem sendo aplicada por pesquisadores da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais liderados pelo Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa-Lima.

<sup>11</sup> Otávio Yazbek sustenta que proteção do investidor propiciada pela regulação do mercado de capitais repousa sobre duas razões. De um lado, tem-se a falta de especialização daqueles que não atuam cotidianamente nesse mercado ou junto ao emaranhado de relações internas estruturantes da intermediação financeira. De outro, vislumbram-se as assimetrias informacionais nas relações com instituições financeiras, que dificultam a mensuração dos riscos impostos àqueles que com elas contratam. (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 192).

da pelas sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários no SFN. Dedicar-se, para tanto, a explicitar os principais contornos jurídicos e econômicos que permeiam a conclusão das operações bursáteis pelas instituições financeiras intermediárias do mercado de capitais.

Nas bolsas de valores, as transações econômicas envolvem complexas cadeias de contratações tanto para a distribuição quanto para a comercialização de ações. Daí por que se mostra imprescindível identificar o mercado acionário como segmento do SFN e, em seguida, expor os principais elementos de sua estrutura normativa e operacional.

Seguindo essa lógica, o terceiro capítulo trata de apresentar os entes responsáveis por regular a intermediação bursátil enquanto o quarto descreve a organização dos agentes que interagem no mercado de ações. A exposição de tais elementos viabiliza a análise isolada da natureza jurídica de cada contrato necessário à celebração de negócios com ações dos mercados primário e secundário.

Como componente dessas cadeias de negociações, o contrato de comissão bursátil é estudado detalhadamente no quinto capítulo deste trabalho. Nessa parte, são lançados os pressupostos para a compreensão da natureza civil ou consumerista da relação estabelecida entre investidor individual e sociedade corretora. Para isso, são apresentados os sujeitos daquele contrato, os deveres dele provenientes, bem como sua categorização típica e suas classificações gerais.

Com base nessas informações, são analisados, no capítulo seguinte, os principais elementos da relação de consumo em confronto com aqueles que compõem o contrato de comissão bursátil. Com isso, torna-se possível verificar se esse liame contratual se submete à disciplina legal consumerista, com a consequente dispensa da análise da culpa para se impor à sociedade corretora o dever de reparação das lesões ocasionadas ao investidor individual.

E, levando em consideração que esse é o principal desdobramento da categorização do contrato de comissão bursátil como civil ou consumerista, o último capítulo correlaciona julgados relevantes acerca da matéria, com objetivo de avaliar se a questão tem sido tratada adequadamente pelos tribunais pátrios.

## 2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

### 2.1 PERSPECTIVAS TRANSDISCIPLINARES

As interações entre Direito e Economia foram, por muito tempo, negligenciadas pelos estudiosos de ambas as áreas<sup>12</sup>. Nas Ciências Jurídicas, isso ocorreu tanto quando o Direito se encontrava permeado de forte carga teológica quanto na época posterior, em que passou a ser percebido conforme modelo análogo ao das Ciências Naturais.

Entretanto, a concepção orgânica e hierárquica do ordenamento perdeu força em meados do século XX<sup>13</sup>, quando declinaram as teorias hermenêuticas fundadas na ideia do Direito como campo isolado do conhecimento. Notou-se, então, que a multidimensionalidade da Ciência Jurídica era incompatível com a depuração de seus fundamentos filosóficos, psicológicos, históricos, econômicos, políticos, etc. Mas ainda predominava a visão do sistema legal como mero instrumento do Estado para promoção de paz social, devido à sua eficácia para garantir igualdade, segurança e justiça entre os cidadãos. Até

---

<sup>12</sup> Douglas North, prêmio nobel de economia, evidencia a íntima ligação entre as duas ciências: “De fato, a dificuldade em se criar um sistema judicial dotado de relativa imparcialidade, que garanta o cumprimento dos acordos, tem-se mostrado um impedimento crítico no caminho do desenvolvimento econômico. No mundo ocidental, a evolução dos tribunais, dos sistemas legais e de um sistema judicial relativamente imparcial tem desempenhado um papel preponderante no desenvolvimento de um complexo sistema de contratos capaz de se estender no tempo e no espaço, um requisito essencial para a especialização econômica.” *Indeed, the difficulty of creating a relatively impartial judicial system that enforces agreements has been a critical stumbling block in the path of economic development. In the Western world the evolution of courts, legal systems, and a relatively impartial system of judicial enforcement has played a major role in permitting the development of a complex system of contracting that can extend over time and space, an essential requirement for economic specialization.* (NORTH, Douglass Cecil. Transaction costs, institutions, and economic performance. *Occasional papers*. São Francisco: Centro Internacional para o Crescimento Econômico, n. 30, 1992, p. 8, tradução nossa).

<sup>13</sup> “O Direito, a partir da segunda metade do século XX, já não cabia mais no positivismo jurídico. A aproximação quase absoluta entre Direito e norma e sua rígida separação da ética não correspondiam ao estágio do processo civilizatório e às ambições dos que patrocinavam a causa da humanidade. Por outro lado, o discurso científico impregnara o Direito. Seus operadores não desejavam o retorno puro e simples ao jusnaturalismo, aos fundamentos vagos, abstratos ou metafísicos de uma razão subjetiva. Nesse contexto, o pós-positivismo não surge com o ímpeto da desconstrução, mas como uma superação do conhecimento convencional. Ele inicia sua trajetória guardando deferência relativa ao ordenamento positivo, mas nele reintroduzindo as idéias de justiça e legitimidade. O constitucionalismo moderno promove, assim, uma volta aos valores, uma reaproximação entre ética e Direito.” (BARROSO, Luís Roberto. Fundamentos teóricos e filosóficos do novo direito constitucional brasileiro (pós-modernidade, teoria crítica e pós-positivismo). BARROSO, Luís Roberto (org.). *A nova interpretação constitucional: ponderação, direitos fundamentais e relações privadas*. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 27 e 28).

este momento, não se cogitava a respeito das interações recíprocas existentes entre as regras jurídicas e o fluxo contínuo de bens e direitos na sociedade.

A Economia, a seu turno, também nasceu e se desenvolveu à margem do Direito. Concebida inicialmente como “ciência que estuda o comportamento humano como uma relação entre fins e meios escassos que possuem usos alternativos”<sup>14</sup>, a Economia surgiu balizada por postulados alheios às influências das normas e decisões jurídicas sobre as ações pessoais.

Até a década de 1930, os fatos econômicos eram explicados com fundamento no contexto histórico-evolutivo das instituições sociais. Ignoravam-se, portanto, as repercussões das regras jurídicas e da jurisprudência sobre o desenvolvimento mercantil e financeiro da sociedade.

Por conseguinte, muitos institutos e políticas econômicas foram elaborados sem a devida consideração para com seu significado perante o Direito. E, apesar dessa realidade experimentar sensível avanço<sup>15</sup>, subsistem, ainda, operações econômicas engendradas sem atenção compatível com suas correspondentes repercussões jurídicas. É o caso, por exemplo, dos contratos derivativos e de diversas negociações cujo teor jurídico ainda permanece obscuro ou pouco compreendido pelos juristas (*edge, swap, draw back* etc).

A Análise Econômica do Direito surgiu como movimento científico voltado ao combate da perspectiva reducionista do fenômeno jurídico descrita acima. Para tanto, propôs novo modelo compreensivo da realidade normativa e do sistema decisório, cujo ponto de partida é a percepção do Direito como resultado de sua época e, por isso, vinculado a fatores econômicos.

---

<sup>14</sup> *Economics is the science which studies human behaviour as a relationship between ends and scarce means which have alternative uses.* (ROBBINS, Lionel. *An essay on the nature and significance of economic science*. 2. ed., London: Macmillan and Co., Limited., 1945, p. 16. Disponível em: <[www.mises.org/books/robbinsessay2.pdf](http://www.mises.org/books/robbinsessay2.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014, tradução nossa).

<sup>15</sup> Atualmente, evidenciam-se sinais de que os economistas têm atinado para a importância das implicações legais das relações econômicas. Hay, Shleifer e Vishny explicitam essa mudança de horizontes quando esclarecem: “o primado do Direito significa em parte que as pessoas usam o sistema legal para estruturarem suas atividades econômicas e resolverem suas contendas. Isso significa, entre outras coisas, que os indivíduos devem aprender o que dizem as regras legais, estruturar suas respectivas transações econômicas utilizando essas regras, procurar punir ou obter compensações daqueles que quebram as regras e voltar-se a instâncias públicas, como os tribunais e a polícia, para a aplicação dessas mesmas regras.” *The rule of law means, in part, that people use the legal system to structure their economic activities and resolve disputes. This includes learning what the legal rules say, structuring their economic transactions using these rules, seeking to punish or obtain compensation from those who break the rules, and turning to the public officials, such as the courts and the police, to enforce these rules.* (HAY, Jonathan; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Toward a theory of legal reform. European economic review*. Holanda: Elsevier, v. 40, n. 3 a 5, p. 559 a 567, abril 1996, p. 559, tradução nossa).

Descobriram-se, então, as inúmeras contribuições que as Ciências Econômicas poderiam oferecer para o aperfeiçoamento da formulação, interpretação e aplicação das normas jurídicas. Em face da premissa de que as pessoas agem racionalmente, identificou-se a suscetibilidade humana a incentivos externos indutores de certos comportamentos (ex. prêmios e punições). Nesse plano, a legislação e as decisões judiciais se revelaram como fortes mecanismos estimuladores das condutas individuais<sup>16</sup>. Com isso, notou-se a relação direta entre a eficiência do sistema jurídico e a aderência das normas positivadas às instituições sociais. Essa interconexão constitui denominador comum entre os vários estudos realizados à luz da AED<sup>17</sup>.

Noutra monta, a Análise Jurídica da Economia desponta, atualmente, como resposta à proliferação de figuras econômicas cuja composição fática desconsidera o sentido jurídico de sua arquitetura financeira. Trata-se de nova forma de enfrenta-las, pois considera a natureza legal das negociações sob a ótica das categorias e valores constantes do ordenamento. Para isso, a AJE se propõe a decompor os aspectos e conceitos econômicos estruturantes de cada instituto ou contratação existente no mercado, com o fim explicitar seu significado jurídico.

Inserido nesse contexto, o tema deste trabalho – *o contrato de comissão bursátil destinado a negócios com ações e o tipo de responsabilidade imputável à sociedade corretora pelo descumprimento dos deveres nele consignados* – assumem contornos transdisciplinares. Tanto assim que, para ser investigado, são necessárias noções provenientes tanto do Direito quanto da Economia. Daí porque os métodos de abordagem fornecidos pelas correntes científicas supramencionadas se mostram úteis para enfrentar a referida discussão na sua integralidade.

Diante disso, a noção de “Justiça” orientadora do raciocínio lógico-dedutivo acerca da problemática abordada nesta tese terá por fundamento pressupostos que, de

---

<sup>16</sup> Ivo Gico Júnior sintetiza o fim precípua da Análise Econômica do Direito: “o direito é, de uma perspectiva mais objetiva, a arte de regular o comportamento humano. A economia, por sua vez, é a ciência que estuda como o ser humano toma decisões e se comporta em um mundo de recursos escassos e suas consequências. A Análise Econômica do Direito, portanto, é o campo do conhecimento humano que tem por objetivo empregar os variados ferramentais teóricos e empíricos econômicos e das ciências afins para expandir a compreensão e o alcance do direito e aperfeiçoar o desenvolvimento, a aplicação e a avaliação de normas jurídicas, principalmente com relação às suas consequências.” (GICO JÚNIOR, Ivo. Introdução ao direito e economia. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 1).

<sup>17</sup> SZTAJN, Rachel. Law & Economics. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito & economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 75.



forma complementar, são extraídos tanto da Análise Econômica do Direito quanto da Análise Jurídica da Economia.

O aparato científico fornecido pela AED permite identificar parâmetros conformadores da “Justiça” a partir da lógica da *eficiência alocativa*. Noutra ângulo, a AJE possibilita depurar essa concepção com base no complexo de valores recepcionados pelo ordenamento jurídico brasileiro. Dentre eles, incluem-se diretrizes desprovidas de qualquer conotação financeira, com ênfase no princípio da *proteção do investidor*.

A combinação de tais enfoques se mostra adequada porque ambos conservam o mesmo escopo científico: a promoção de *previsibilidade e segurança jurídicas*<sup>18</sup>. Logo, convém explicitar suas bases teóricas antes de se proceder à análise do contrato de comissão bursátil em sua pluralidade de dimensões. Isso permitirá construir referencial teórico apto a captar as diversas implicações econômicas e jurídicas do tema-problema.

## 2.2 A ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

### 2.2.1 Princípios básicos

O movimento científico da Análise Econômica do Direito é frequentemente identificado com a chamada “Escola de Chicago” porque seus fundamentos foram, inicialmente, formulados por teóricos ligados a essa universidade. Todavia, cabe frisar que, os adeptos dessa corrente da AED, liderados por Richard Posner, desenvolveram-

---

<sup>18</sup> Nessa linha, Paula Forgioni defende: “Para afastar discursos que muito sucesso podem fazer nas salas de bacharelado – mas que não resistem a uma análise mais profunda –, é preciso ter bem claro que *todos* os operadores do Direito, por mais ‘modernos’ que se proponham ser, preocupam-se em preservar (ou, pelo menos, em não abalar demasiadamente) a segurança e a previsibilidades jurídicas. Caso contrário defenderiam o autoritarismo e deixariam portas abertas para que a legalidade, pela qual a Humanidade lutou séculos, fosse substituída pelo despotismo e pelo arbítrio. Note-se, todavia, que a segurança e a previsibilidade são valiosas também para os juristas ‘progressistas’, que vêem na interpretação uma *atividade criativa* - e não *meramente declaratória*; e o são também para os que admitem a existência de uma pluralidade de ordenamentos jurídicos, reconhecendo como Direito normas não postas exclusivamente pelo Estado. Valem para os que defendem a larga utilização das cláusulas gerais, como fator necessário à flexibilização/adequação do Direito.” (FORGIONI, Paula Andréa. Análise econômica do direito (AED): paranóia ou mistificação? *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIV, n. 139, p. 242 a 256, jul.-set., 2005, p. 243 e 244).

na no sentido da elaboração de uma teoria positiva do sistema jurídico, sob a ótica da eficiência econômica.

Noutro viés, outros partidários da AED – principalmente os seguidores de Guido Calabresi, na Universidade de Yale – defenderam a conciliação entre cálculos econômicos e mundo dos valores, equilibrando princípios jurídicos e econômicos. Logo, o método de abordagem construído pelos partidários dessa vertente aliava à noção de eficiência econômica diretrizes de natureza diversa, tais como: equidade e justiça<sup>19</sup>.

A AED proporciona nova forma de avaliar as questões sociais, unindo raciocínio jurídico e econômico<sup>20</sup>. Assim, o diferencial desse movimento se encontra na aplicação de princípios econômicos para o estudo e avaliação de normas, decisões jurídicas e instituições políticas com o escopo de, dentre outros fins, desvendar suas repercussões sobre a sociedade. Sob quaisquer de suas correntes, a “Law & Economics” propugna, portanto, o emprego de “métodos de economia para resolver problemas legais e inversamente, como o direito e as regras legais impactam a economia e o seu desenvolvimento”<sup>21</sup>.

João Bosco Leopoldino da Fonseca explica, por etapas, a gênese desse movimento, iniciando pela origem semântica da expressão “análise econômica”:

Para mais fácil entendimento, pode-se buscar o sentido etimológico. Avú, que indica movimento para diante e para cima, e λυσις, substantivo que indica a ação de desatar, de desamarrar, de libertar, de decifrar. Assim, podemos dizer que análise significa etimologicamente a

<sup>19</sup> Muito embora existam outras correntes passíveis de serem incluídas no movimento da AED, a presente tese limitou-se a apontar apenas as duas acima. E isso em virtude das contribuições científicas proporcionadas pela Escola de Chicago e pela Escola de Yale se mostrarem como as mais adequadas às ponderações acerca tanto da natureza do contrato de comissão bursátil e quanto da responsabilidade da sociedade corretora decorrente do descumprimento de dever consubstanciado nesse negócio. Por outro lado, vale observar que, sob quaisquer de suas vertentes, a proporção alcançada pela AED no campo científico teve, dentre suas principais razões propulsoras: a) o declínio do intervencionismo do Estado sobre a economia, provocado pelo avanço do utilitarismo moderno e; b) a necessidade de superação do formalismo jurídico como método de aplicação do Direito. Essa última surgiu pelo fato do realismo jurídico ter se apresentado como alternativa viável ao abandono da subsunção autômata de regras legais, técnica que, até então, se calcava em conceitos fechados.

<sup>20</sup> “A Análise Econômica do Direito tem como pressuposto a idéia de que o Direito é instrumento para conseguir fins sociais, sendo que o fim a conseguir é o da eficiência econômica. Afirma a idéia do jurista como engenheiro social que não descarta conhecimento das demais ciências sociais e considera a economia como teoria geral da sociedade, que serve como instrumento fundamental do estudo dos fenômenos jurídicos. Outrossim, a função do Direito desloca-se de estabelecimento de parâmetro meramente moral de ação para um parâmetro de equilíbrio entre forças da demanda e da eficiência econômica.” (LARA, Fabiano Teodoro de Rezende. *E-civitas revista científica do departamento de ciências jurídicas, políticas e gerenciais do UNI-BH*. Belo Horizonte, vol. I, n. 1, nov., 2008, p. 10).

<sup>21</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Campus; Elsevier, 2005, p. 88.

ação de progressivamente examinar a realidade. Por outro lado, οικος (no grego moderno ήκος) significa casa, lar, e νομία indica regulação. Daí poder-se dizer que “análise econômica” tem o sentido de um exame detalhado, objetivo e real da regulação, da administração doméstica, entendida esta num sentido restrito e num sentido amplo.<sup>22</sup>

Richard Allen Posner, por sua vez, parte da concepção da Economia como ciência que analisa escolhas humanas, num mundo no qual os recursos são limitados para inferir que o homem age como maximizador racional de suas próprias finalidades<sup>23</sup>. Sob esse fundamento, sustenta que os recursos são utilizados eficientemente quando são empregados em seu mais elevado valor ou quando qualquer realocação não é capaz de lhes aumentar a importância.

Por essa razão, as consequências econômicas das decisões judiciais devem ser sopesadas ao se aplicar o Direito. Para executar essa tarefa, o magistrado deve se valer da maximização da riqueza como critério circunstancialmente útil, de modo que resultados econômicos indesejáveis sejam evitados<sup>24</sup>. Do contrário, os indivíduos não poderão fruir os melhores benefícios possíveis dos bens e das trocas econômicas em face do baixo nível de eficiência da atuação jurisdicional<sup>25</sup>.

<sup>22</sup> FONSECA, João Bosco Leopoldino da. Análise econômica do direito e direito da concorrência brasileiro. *Revista brasileira de estudos políticos*. Belo Horizonte, n. 98, p. 231 a 256, jul.-dez., 2008, p. 234.

<sup>23</sup> “Com ‘maximização da riqueza’ quero indicar a política de se intentar maximizar o valor agregado de todos os bens e serviços, sejam aqueles que se comercializam em mercados formais (os bens e serviços ‘econômicos’ usuais) ou (no caso dos bens e serviços ‘não econômicos’, como a vida, a recreação, a família e a liberdade de dor e sofrimento) que não se comercializam em tais mercados. O ‘valor’ é determinado pelo que o dono do bem ou serviço exigirá para se separar dele ou pelo que um não dono estaria disposto a pagar para obtê-lo – qualquer deles que seja o maior. A ‘riqueza’ é o valor total de todos os bens e serviços, ‘econômicos’ e ‘não econômicos’ e essa é maximizada quando todos os bens e serviços, na medida em que isto seja possível, são assignados aos seus usos mais rentáveis.” *Con “maximización de la riqueza” quiero indicar la política de intentar maximizar el valor agregado de todos los bienes y servicios, ya sea que se comercien en mercados formales (los bienes y servicios “económicos” usuales) o (en el caso de bienes y servicios “no-económicos”, como la vida, la recreación, la familia y la libertad de dolor y sufrimiento) que no se comercien en tales mercados. El ‘valor’ es determinado por lo que el dueño de los bienes o el servicio exigirá para separarse de él o por lo que un no-dueño estaría dispuesto a pagar para obtenerlo – cualquiera de los sea mayor. La “riqueza” es el valor total de todos los bienes y servicios. “económicos” y “no-económicos” y ésta es maximizada cuando todos los bienes y servicios, en la medida en que esto sea posible, sean asignados a sus usos más rentables.* (POSNER, Richard Allen. *Maximización de la riqueza y tort law: una investigación filosófica*. Disponível em: <[www.eumed.net/cursecon/textos/posner-tort.pdf](http://www.eumed.net/cursecon/textos/posner-tort.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014, tradução nossa).

<sup>24</sup> Nessa ordem de ideias, embora não ignore que o significado usual para “Justiça” se relacione com o “grau adequado de igualdade econômica” (justiça distributiva), Richard Allen Posner compreende que um segundo significado de justiça deve ser o de “eficiência” e que o critério para avaliar se os atos e as instituições são justas, boas ou desejáveis deve ser, impreterivelmente, a maximização da riqueza da sociedade (POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 5 ed., Nova York: Aspen Law & Business, 1998, p. 27).

<sup>25</sup> Ao descrever o pensamento de Richard Allen Posner, João Bosco Leopoldino da Fonseca esclarece que: “os instrumentos de que se serve nessa avaliação são as noções de preço, custo, custo de oportunidades, de gravitação dos recursos em direção ao uso mais vantajoso. Para Posner, a eficiência é a utilização

Em outras palavras, cabe sempre ao magistrado considerar os reflexos econômicos do precedente judicial – ainda que não o faça de maneira inflexível –, verificando se suas decisões são compatíveis com o princípio da eficiência. Na visão do autor supracitado, essa postura equivale a uma ética de produtividade e cooperação mais coerente com os valores dominantes em uma sociedade capitalista<sup>26</sup>.

A partir dessas premissas, cabe ponderar que a eficiência das trocas econômicas no plano do mercado de capitais pode ser diretamente afetada caso investidores que não são hipossuficientes e/ou vulneráveis sejam considerados como consumidores perante as sociedades corretoras. Isso porque os custos relacionados à prevenção e à litigância, ambos ocasionados pela sujeição indiscriminada dessas instituições financeiras ao regime consumerista (ex. responsabilidade objetiva), serão repassados para todos os demais investidores do mercado, sendo embutidos nos preços dos serviços de intermediação.

Por outro lado, na investigação do tema-problema desta tese, também convém levar em conta a compreensão de Richard Allen Posner acerca dos impactos ocasionados pelas regras legais sobre as relações econômicas. Para ele, as normas jurídicas incorporam “incentivos” ou “preços” às condutas, conforme sejam socioeconomicamente desejáveis ou indesejáveis. Por isso, convém ponderar os efeitos das várias interpretações possíveis para uma norma antes de sua vigência, caso se tenha em mente induzir ou coibir certos comportamentos<sup>27</sup>.

O Direito tem, dessa forma, a missão de auxiliar os agentes econômicos mediante decisões voltadas a, dentre outros fins, minimizar custos de transação<sup>28</sup>. Caso contrá-

---

dos recursos econômicos de modo que o valor, ou seja, a satisfação humana, em confronto com a vontade de pagar por produtos ou serviços, alcance o nível máximo, através da maximização da diferença entre os custos e as vantagens.” (FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito econômico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 36-37).

<sup>26</sup> POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 5 ed., Nova York: Aspen Law & Business, 1998, p. 526.

<sup>27</sup> Segundo Eduardo Goulart Pimenta, Richard Allen Posner frisava sempre que “o direito consuetudinário, ligado aos costumes, instituído pelos Magistrados em geral, em regra, proporcionaria maior eficiência do que o direito meramente legislado.” (PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA, Henrique Avelino R. P. Análise econômica do direito e sua relação com o direito civil. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*. Belo Horizonte, n. 57, p. 85-138, jul./dez. 2010, p. 94).

<sup>28</sup> O papel da AED na regulação dos contratos bem ilustra o modelo teórico desenvolvido pelo autor: “O objetivo de um sistema, metodologia, ou doutrina de interpretação contratual é o de minimizar os custos de transação, compreendidos, em sentido amplo, como obstáculos a esforços voluntários de mover recursos para um uso mais valioso. Esses custos podem ser muito grandes quando, induzindo-se as partes a não contratar, eles evitam que os recursos sejam alocados de maneira eficiente. Em razão de os métodos de redução de custos de transação contratuais, como a litigância, serem, em si mesmos, onerosos, cuidadosos custos de oportunidade se fazem necessários.” *The goal of a system, methodology, or doctrine of contract interpretation is to minimize transaction costs, broadly understood as obstacles to efforts voluntarily to shift resources to their most valuable use. Those costs can be very great when, by inducing parties not to*

rio, a própria razão da existência dos mercados – a facilitação das trocas – pode se frustrar, produzindo-se descompasso entre fenômeno jurídico e realidade econômica.

Com base em análoga linha de raciocínio, Ronald Harry Coase defende que as alocações de recursos assumem grau perfeito de eficiência quando inexistem custos transacionais ou esses são irrelevantes. Quando esse nível organizacional é alcançado, a tendência é a negociação espontânea entre os agentes econômicos, no sentido de alcançarem situação na qual ninguém pode obter mais sem que outro alguém perca algo.

Nesse quadro hipotético, denominado pelo autor como “ponto ótimo de Pareto”<sup>29</sup>, os bens de produção fluem, naturalmente, para os agentes que melhor uso lhes atribuem, independentemente da distribuição inicial dos direitos de propriedade<sup>30</sup>. Desse modo, revelando nítida feição não intervencionista, o “Teorema de Coase” recomenda que a ingerência jurisdicional na esfera privada ocorra de forma consciente quanto às suas repercussões econômicas.

Essa postura se revela indispensável quando os custos de transação impedem a eliminação natural das externalidades<sup>31</sup> pelos agentes econômicos. Nessas situações, o Direito pode induzir a redução ou mesmo o desaparecimento desses custos por meio de

*con-tract, they prevent resources from being allocated efficiently. Because methods of reducing contractual transaction costs, such as litigation, are themselves costly, careful tradeoffs are required.* (POSNER, Richard. *The law and economics of contractual interpretation. Texas law review.* Austin: Faculdade de Direito da Universidade do Texas, v. 83, n. 06, p. 1581 a 1614, 2005, p. 1583, tradução nossa).

<sup>29</sup> A ideia do ponto “ótimo de Pareto” decorre do pensamento do economista Vilfredo Pareto (1848-1923), que definiu o estado ótimo da economia como a circunstância em que nenhuma mudança pode ser feita sem prejudicar uma das partes.

<sup>30</sup> “Como o equilíbrio decorre da livre interação dos agentes até que todas as possibilidades de trocas benéficas se esgotem, diz-se que um mercado em equilíbrio tem uma propriedade socialmente valiosa: o seu resultado eliminou todos os desperdícios, ou seja, é eficiente. Eficiência aqui também é um termo técnico utilizado no sentido Pareto-eficiente, que significa simplesmente que não existe nenhuma outra alocação de recursos tal que eu consiga melhorar a situação de alguém sem piorar a de situação outrem. Equilíbrios constituem, portanto, ótimos de Pareto. Note-se que uma alocação Pareto-eficiente não necessariamente será justa segundo algum critério normativo, todavia, uma situação Pareto ineficiente certamente será injusta, pois alguém poderia melhorar sua situação sem prejudicar ninguém, mas não consegue. Enfim, estes são alguns dos pressupostos básicos característicos da AED.” (GICO JÚNIOR, Ivo. *Introdução ao direito e economia.* TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil.* São Paulo: Atlas, 2012, p. 21. “Em Pareto, o padrão ótimo de eficiência se dá quando os agentes econômicos têm acesso aos bens que mais valorizam, através de um sistema de trocas ou alocação de recursos.” (PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. *O princípio da preservação da empresa em crise econômico-financeira em direito & economia. Revista da Faculdade Mineira de Direito.* v. 11, n. 21, p. 97 a 120, 1. sem./jan., 2008, p. 100).

<sup>31</sup> Externalidade é “todo efeito (negativo ou positivo) que uma pessoa produz sobre a atividade econômica, a renda ou o bem-estar de outra, sem compensar os prejuízos que causa nem ser compensada pelos benefícios que traz.” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial.* v. 1, 11. ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 33).

mecanismos simples, acessíveis, flexíveis e baratos de negociação privada, como é o caso dos contratos<sup>32</sup>.

Em razão dessa primazia da negociação interna, o Direito deverá atuar no sentido de fazer com que as consequências de uma externalidade sejam suportadas pelo agente econômico mais apto a evitá-la mediante menor custo. Com isso, as normas e decisões judiciais podem auxiliar o mercado nas soluções de suas próprias externalidades<sup>33</sup>, para que os recursos sejam empregados conforme seus usos mais valiosos. Atinse-se, dessa forma, a alocação eficiente capaz de gerar maior riqueza aos bens e meios de produção disponíveis na sociedade<sup>34</sup>.

Verifica-se, portanto, que a apreciação econômica quanto às consequências da atuação jurisdicional permite selecionar o arranjo hábil a gerar melhores resultados no uso dos fatores de produção, maximizando-se, assim, os recursos disponíveis. Ao mesmo tempo, também possibilita avaliar se a forma como as normas e decisões judiciais afetam a economia constituem obstáculos ou incentivos para que os agentes econômicos alcancem a máxima eficiência.

---

<sup>32</sup> “Para que alguém realize uma transação, é necessário descobrir quem é a outra parte com a qual essa pessoa deseja negociar, informar às pessoas sobre sua disposição para negociar, bem como sobre as condições sob as quais deseja fazê-lo, conduzir as negociações em direção à barganha, formular o contrato, empreender meios de inspeção para assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim por diante. Tais operações são, geralmente, extremamente custosas. Custosas o suficiente para evitar a ocorrência de transações que seriam levadas a cabo em um mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos.” (COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVIILLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin american and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008, p. 12).

<sup>33</sup> Observe-se que, para Ronald Coase, mecanismos de composição internos ao mercado baseados na manifestação racional da vontade são suficientes para corrigir as externalidades. Logo, em regra, cabe às próprias partes acertarem a assimilação dessas externalidades em seus custos, internalizando-as, sendo a norma jurídica mera coadjuvante na promoção desse concerto. (COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVIILLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin American and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008, p.12)

<sup>34</sup> A respeito dessa questão, o autor explica: “por óbvio, se as transações ocorrem sem custos, tudo o que importa (questões de justiça à parte) é que os direitos das partes devam estar bem definidos e os resultados das ações judiciais devam poder ser previstos com facilidade. Contudo, como vimos, a situação é muito diferente quando as transações no mercado são tão custosas a ponto de tornar difícil mudar a alocação de direitos estabelecida pelo sistema jurídico. Nesses casos, as cortes influenciam diretamente a atividade econômica. Desse modo, seria aparentemente desejável que as cortes tivessem os deveres de compreender as consequências econômicas de suas decisões e, na medida em que isso fosse possível sem que se criasse muita incerteza acerca do próprio comando da ordem jurídica, de levar em conta tais consequências ao exercerem sua competência decisória.” (COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVIILLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin american and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008, p. 15).

Há que se ponderar que, nem sempre, a alocação de direitos estabelecida pelo sistema jurídico é capaz de gerar o maior valor de produção. Nessas hipóteses, os custos para se chegar a uma alocação eficiente “pela alteração e combinação dos direitos pelo mercado podem ser tão elevados que esse arranjo ótimo de direitos, e a maximização do valor da produção dele advinda, podem jamais ser atingidos”<sup>35</sup>. Daí porque Ronald Harry Coase, atento aos efeitos totais de cada atividade, percebeu que o raciocínio econômico contribui para eleger, juridicamente, a melhor estrutura social para a distribuição dos recursos disponíveis no mercado<sup>36</sup>.

Portanto, dentre as questões que esse trabalho se propõe a investigar, importa verificar, em especial, se o modo como o direito brasileiro vem tratando o problema é coerente com o objetivo de redução dos custos transacionais, o qual constitui pedra angular da estruturação do mercado de valores mobiliários.

## 2.2.2 Responsabilidade civil e eficiência econômica

Seguindo a mesma linha de intelecto dos autores anteriormente mencionados, Guido Calabresi defendeu a aplicação de princípios econômicos para a disciplina legal da responsabilidade civil. Segundo ele, essa atitude colaboraria com a elaboração de normas providas de maior eficiência quanto à repressão e prevenção dos danos causados pelos acidentes.

Para o autor, um sistema de responsabilidade civil deve guardar justiça (ou equidade) e, ao mesmo tempo, prestar-se à redução do custo dos infortúnios. A justiça (ou equidade) importaria, então, em “um teste final pelo qual qualquer sistema de responsabilidade civil deve passar”, tal qual “um veto ou limitação do que pode ser feito para

---

<sup>35</sup> COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVILLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin american and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008, p. 13.

<sup>36</sup> COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVILLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin american and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008, p. 28.

alcançar a redução de custos”<sup>37</sup>. Mas, além dessa finalidade, é axiomático que o Direito também tem como escopo reduzir a soma dos custos gerados pelos ilícitos e dos gastos necessários à sua prevenção<sup>38</sup>.

Para comprovar esta tese, o autor analisou estruturalmente os custos dos acidentes, classificando-os da seguinte forma: a) primários: aqueles que se relacionam com os danos diretos causados às vítimas (ex. reparação específica e lucros cessantes); b) secundários: associados à dispersão dos riscos, são os custos sociais dos acidentes (ex. seguro obrigatório, previdência social); c) terciários: referem-se às despesas para promover a reparação dos danos (ex. processo judicial, sistema penitenciário)<sup>39</sup>.

Essa classificação se baseia no princípio do menor custo de prevenção (*cheapest cost avoider*), segundo o qual, na hipótese em que qualquer das partes teria condições de ter evitado o acidente, os custos primários devem ser suportados por quem poderia tê-lo impedido com menor ônus, vez que possuía vantagem comparativa para fazê-lo<sup>40</sup>.

<sup>37</sup> O autor alerta para o fato de que as normas e decisões judiciais devem levar em conta fatores econômicos e jurídicos, dado que “a teoria econômica pode sugerir uma abordagem – o mercado – para a tomada de decisões. Mas as decisões considerando vidas contra dinheiro ou conveniência não podem ser puramente monetárias, então o método de mercado nunca deve ser o único utilizado.” *Economic theory can suggest one approach – the market – for making the decision. But decisions balancing lives against money or convenience cannot be purely monetary ones, so the market method is never the only one used.* (CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970, p. 18).

<sup>38</sup> “Guido Calabresi assinala que, ao desestimular condutas potencialmente danosas, a responsabilidade civil contribui para a redução da quantidade e gravidade dos acidentes e, conseqüentemente, dos custos a eles relacionados. Previnem-se acidentes tanto por meio de proibição a determinados atos ou atividades como tornando estas menos lucrativas. Para Calabresi, aliás, a função preventiva da lei é mais importante até mesmo que a de compensar as vítimas pelos prejuízos. Privilegiado o objetivo de redução dos custos associados aos acidentes, a responsabilidade civil é mais eficiente ao evitá-los que ao atenuar seus efeitos. [...] Desse modo, a prevenção é função tanto da responsabilidade civil subjetiva como da objetiva, embora de modos bem diferentes.” (CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970, p. 24 a 31 *apud* COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito civil: responsabilidade civil*. v. 2, 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 274 e 275.). Nesse plano, também há que se ponderar que, “uma primeira diferença, bastante evidente, entre os dois sistemas está na distribuição dos custos entre ofensor e vítima. A análise econômica tende a desconsiderar aspectos distributivos, priorizando a eficiência. O direito, contudo, dá elevado peso a questões distributivas. A regra da responsabilidade subjetiva imputa custos mais elevados à vítima, enquanto a regra de responsabilidade civil objetiva imputa custos mais elevados ao ofensor.” (PORTO, Antônio José Maristrello. *Análise econômica da responsabilidade civil*. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 196).

<sup>39</sup> CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970, p. 24 a 33.

<sup>40</sup> Guido Calabresi elenca, como exemplo de aplicação do princípio do menor custo de prevenção (*cheapest cost avoider*), a hipótese de prevenção de acidentes mediante a instalação de equipamento de segurança (para-choques com amortecimento de impacto – *spongy bumpers*) pelo fabricante de automóvel, considerado como aquele capaz de inibir o dano a menor custo. (CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970, p. 135 a 138). Outro vetor teórico apto a conduzir o jurista a soluções desse jaez pode ser encontrado no “critério de compensação” de Kaldor-Hicks. Segundo esse parâmetro, as leis devem buscar o máximo de bem estar em relação ao



Para Guido Calabresi, em determinadas situações (ex. acidentes de consumo) os gastos com a reparação dos danos devem ser suportados por quem os causou, independentemente de culpa, vez que consistem em “custos reais” do desempenho dessas atividades. Além disso, entre os vários agentes econômicos engajados em determinada empresa, os prejuízos devem ser alocados sobre o que detém melhores condições para repassá-los a terceiros, diluindo-os nos preços de seus produtos e/ou serviços<sup>41</sup>.

Logo, ao invés da culpa, a responsabilidade civil deve considerar a capacidade do autor para analisar o custo-benefício do ilícito e, com isso, determinar seu comportamento. Ou seja, deve ser apurada a sua conveniência em evitar o dano, comparando-se custos de prevenção e custo final do próprio evento. Com base nesse raciocínio, o professor de Yale conclui que, à luz da eficiência, o sistema da responsabilização subjetiva não é o mais adequado para coibir acidentes cujo custo final seja inferior aos custos de prevenção<sup>42</sup>.

No que tange à intermediação financeira praticada pelas sociedades corretoras de valores mobiliários, cabe perquirir se a forma pela qual os magistrados brasileiros lhes têm imputado responsabilidade se mostra apta a manter os custos da reparação de seus

---

maior número de indivíduos, na medida em que ganhos gerais compensem possíveis perdas individuais. Consequentemente, o nível máximo de bem estar será alcançado se a batalha pela alocação de recursos se resolver de modo eficiente, ou seja, se o benefício proporcionado aos vencedores for adequado para compensar os prejuízos pelos perdedores. “Tem-se a eficiência de Kaldor-Hicks, portanto, quando o produto da vitória de A excede os prejuízos da derrota de B, aumentando, portanto, o excedente total. Haverá um ganho real no bem-estar da sociedade quando a redistribuição da riqueza importe que os agentes econômicos não desejem retornar à posição original, embora ainda recebessem, em dinheiro, o valor correspondente ao acréscimo em seus bens e serviços.” (PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. O princípio da preservação da empresa em crise econômico financeira em direito & economia. *Revista da Faculdade Mineira de Direito*. v. 11, n. 21, p. 97 a 120, 1. sem./jan., p. 101, 2008)

<sup>41</sup> CALABRESI, Guido. Some Thoughts on Risk Distributions and the Law of Torts. *The Yale law journal*. Yale: The Yale Law Journal Company, v. 70, n. 4, mar., 1961, p. 500, 501 e 505. “O segundo significado da responsabilidade empresarial como um sistema de alocação de perdas envolve escolher o portador do risco não porque ele é o mais provável segurador, mas porque ele é o mais provável de ser capaz de repassar em parte a carga da perda para os compradores dos produtos que ele produz ou para os fatores de produção empregados na produção de seus produtos, distribuindo então a perda amplamente. A determinação do grau que cada empresa está de fato capaz de dispersar perdas adiante para consumidores e para os fatores de produção é um problema muito complicado envolvendo, entre outras coisas, se a empresa opera em uma indústria competitiva ou monopolizada.” *The second meaning of enterprise liability as a system of allocating losses involves choosing a risk bearer not because he is the most likely insurer, but because he is most likely to be able to pass on part of the loss burden to buyers of the products he makes or to factors of production employed in making his products, thus distributing the loss broadly. The determination of the degree to which enterprises are in fact able to spread losses forward to consumers and backward to production factors is a very complicated matter involving, among other things, whether the enterprise operates in a competitive or a monopolistic industry.* (CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970, p. 53, tradução nossa).

<sup>42</sup> CALABRESI, Guido. Does the fault system optimally control primary accident costs? *Law and contemporary problems*. Durham: Faculdade de Direito de Duke, v. 33, n. 3, p. 429-463, 1968, p. 458.

ilícitos em patamar superior aos custos de prevenção necessários à tutela dos investidores individuais, notadamente quando esses revestem a condição de consumidores.

### 2.2.3 Vertentes da Análise Econômica do Direito

A AED pode ser aplicada segundo um viés positivo ou outro normativo<sup>43</sup>. O primeiro trata de análise descritiva destinada a estabelecer explicações (diagnose) e previsões (prognose) dos comportamentos sociais em face das normas jurídicas. Com isso, é possível verificar ou mesmo antever a eficácia dessas a partir de princípios e conceitos extraídos da economia.

O perfil normativo investiga meios pelos quais o raciocínio econômico pode fornecer modelos prescritivos para a construção de discursos jurídicos. Sob essa vertente, a AED viabiliza a função interventiva do Direito voltada à correção de situações nas quais o mercado não se organiza com eficiência<sup>44</sup>. Os princípios econômicos funcionam, então, como guia para o legislador e para o magistrado na elaboração e na interpretação dos comandos normativos.

Verifica-se, então, que o viés normativo da AED supõe a instrumentalidade do Direito em favor da eficiência econômica e do mercado, a lhe dedicar a tarefa precípua

---

<sup>43</sup> Segundo Ivo Gico Júnior, “a Análise Econômica do Direito nada mais é que a aplicação do instrumental analítico e empírico da economia, em especial da microeconomia e da economia do bem-estar social, para se tentar compreender, explicar e prever as implicações fáticas do ordenamento jurídico, bem como da lógica (racionalidade) do próprio ordenamento jurídico. Em outras palavras, a AED é a utilização da abordagem econômica para tentar compreender o direito no mundo e o mundo no direito. [...] “Em resumo, a AED positiva nos auxiliará a compreender o que é a norma jurídica, qual a sua racionalidade e as diferentes conseqüências prováveis decorrentes da adoção dessa ou daquela regra, ou seja, a abordagem é eminentemente descritiva/explicativa com resultados preditivos. Já a AED normativa nos auxiliará a escolher entre as alternativas possíveis a mais eficiente, isto é, escolher o melhor arranjo institucional dado um valor (vetor normativo) previamente definido.” (GICO JÚNIOR, Ivo. Introdução ao direito e economia. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 14 e 18).

<sup>44</sup> Tais anomalias costumam defluir das falhas de mercado presentes quando, por exemplo: i) externalidades negativas não são espontaneamente eliminadas; ii) ocorre concentração do poder econômico (ex. monopólios) ou; iii) as utilidades proporcionadas por bens públicos são usufruídas sem a respectiva contraprestação de todos os beneficiários. Paula Andréa Forgioni também elenca entre elas as assimetrias informacionais, haja vista que, no mercado, para que o fluxo das relações econômicas seja eficiente, “é necessário que as partes, ao se vincularem, tenham acesso às informações necessárias à tomada de decisão, sob pena de desestímulo às contratações, por aumento dos custos a elas relacionados.” (FORGIONI, Paula Andréa. Análise econômica do direito (AED): paranóia ou mistificação? *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIV, n. 139, p. 242 a 256, jul.-set., 2005, p. 246).

de garantir seu livre funcionamento. Para isso, a atuação legislativa e jurisdicional deve atender ao imperativo de maximização da riqueza social traduzida, em termos científicos, como utilidade.

Com fundamento na interação entre o sistema jurídico e a racionalidade econômica dos agentes de mercado, cabe examinar se os preceitos normativos disciplinadores da atividade das sociedades corretoras de valores mobiliários proporcionam eficiência às operações por elas intermediadas.

Além disso, como a regulação da atividade financeira visa reduzir os custos de transação, convém perquirir acerca do nível de segurança concedido pelo ordenamento jurídico às negociações efetivadas no mercado de capitais<sup>45</sup>. A título de exemplo, têm-se as normas relacionadas à assimetria de informações ou à reparação dos prejuízos do investidor em caso de liquidação da sociedade corretora intermediária de valores mobiliários<sup>46</sup>.

Todo esse diagnóstico deve se voltar, em especial, à verificação do grau de eficiência alocativa das regras sobre a responsabilidade civil dessas entidades. Para tanto, é imprescindível contrabalançar o custo gerado pelo cumprimento das imposições normativas e o nível de proteção do investidor alcançado<sup>47</sup>. Busca-se, então, identificar quando o sistema de responsabilização objetiva ou o sistema de responsabilização subjetiva é o mais apto a gerar bem estar para a sociedade.

Para tanto, é preciso identificar aquele que fornece coeficiente de proteção satisfatória para o investidor ao mesmo tempo em que gera custos transacionais razoáveis para os intermediários financeiros. Ou seja, custos transacionais (ex. litigância) que não

---

<sup>45</sup> “Se o sistema jurídico não proporciona grau adequado de segurança e de previsibilidade, torna-se mais difícil a concretização de transações econômicas, porque essa concretização implica o dispêndio de maior quantidade de recursos em decorrência ao acréscimo de risco.” (FORGIONI, Paula Andréa. *Análise econômica do direito (AED): paranóia ou mistificação? Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIV, n. 139, p. 242 a 256, jul.-set., 2005, p. 247).

<sup>46</sup> Sob esse aspecto, há que se considerar que “o direito é, então, um importante elemento na conformação da sociedade e sua orientação à maximização da riqueza e otimização de sua distribuição. Analisar o Direito conforme critérios e métodos econômicos nada mais é do que procurar elaborá-lo, interpretá-lo e aplicá-lo de modo a alcançar a eficiência econômica, entendida esta como a maximização na geração e distribuição dos recursos materiais disponíveis em uma dada comunidade, [...]” (PIMENTA, Eduardo Goulart. *Recuperação de empresas: um estudo sistematizado da nova lei de falências*. São Paulo: IOB Thomson, 2006, p. 24 e 25).

<sup>47</sup> Na lição de Paula Andréa Forgioni, para a AED “o escopo *determinável e uniforme* do Direito é a busca da eficiência alocativa acima referida, atrelada sempre ao *bem-estar do consumidor*. Conseqüentemente, o grau de eficiência alocativa é diretamente proporcional ao bom fluxo de relações econômicas (= funcionamento adequado do mercado).” (FORGIONI, Paula Andréa. *Análise econômica do direito (AED): paranóia ou mistificação? Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIV, n. 139, p. 242 a 256, jul.-set., 2005, p. 245).

inviabilizam sua atividade de intermediação e nem encarecem desproporcionalmente a prestação de seus serviços.

Também é de suma importância averiguar se o regime jurídico da responsabilidade civil das sociedades corretoras de valores mobiliários busca repartir adequadamente riscos operacionais. Especificamente, cabe indagar se ele propicia distribuição equilibrada dos custos de prevenção em face dos custos de reparação, no que diz respeito aos danos causados pela conduta das instituições intermediárias frente ao público investidor.

Contudo, não há como responder a todos esses questionamentos sem antes apreender os princípios informadores do mercado financeiro, assim como o sentido de cada instituto jurídico-econômico componente do tema-problema ora enfrentado. Por isso, convém expor os fundamentos da Análise Jurídica da Economia adequados a alicerçar a investigação proposta.

## **2.3 A ANÁLISE JURÍDICA DA ECONOMIA<sup>48</sup>**

### **2.3.1 Noção propedêutica**

No Brasil, um novo modelo teórico vem sendo desenvolvido a partir de foco inverso ao da AED. Enquanto essa propõe o estudo das questões jurídicas à luz dos princípios econômicos, a Análise Jurídica da Economia visa abordar os fenômenos econômicos sob a ótica dos valores recepcionados e já consolidados no ordenamento jurídico brasileiro.

Conforme explica Sérgio Mourão Corrêa-Lima

A análise jurídica da economia é o contraponto à análise econômica do Direito. A conhecida e muito válida análise econômica do Direito cuida de enxergar a justiça com os olhos da eficiência e da conveniência econômica. A análise jurídica da economia, igualmente necessária

---

<sup>48</sup> A Análise Jurídica da Economia propõe o exame de questões econômicas segundo parâmetros fornecidos pelo Direito. Essa nova técnica epistemológica vem sendo aplicada por pesquisadores da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais liderados pelo Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa-Lima.

mas inédita, consiste em observar a economia na busca do que é admissível, justo, correto e equilibrado<sup>49</sup>.

Segundo essa nova concepção, o Direito é operacionalizado no caso concreto com esteio em razões normativas efetivamente deduzidas do sistema jurídico e não apenas com base na eficiência econômica abstraída em termos de maximização da riqueza<sup>50</sup>.

Adotar essa perspectiva não significa, entretanto, desconsiderar as contribuições que o raciocínio econômico tem a oferecer ao Direito, mas importa apenas reconhecer que ele não é suficiente para prover todos os padrões deontológicos indispensáveis ao processo de decisão judicial<sup>51</sup>.

Tal como ressalta Fábio Portela Almeida, “apesar de se submeter a leis próprias, a atividade econômica é regulamentada juridicamente, de modo que a ordem jurídica

---

<sup>49</sup> Segundo o mesmo autor, a Análise Jurídica da Economia surge como resposta à demanda da sociedade moderna por estudos sólidos: “(1) que envolvam análise conjunta da economia e do Direito [...] (2) que analisem tanto a Doutrina clássica quanto a moderna: Aqueles que afirmam dedicar-se exclusivamente à modernidade, como forma de justificar o pouco ou nenhum estudo dos dados históricos, da Doutrina tradicional e dos Princípios fundamentais, não podiam imaginar que, na atualidade, o contrato de depósito bancário fosse tornar-se o centro da atenção dos economistas e a principal forma de compreender as sucessivas crises que vem assolando o mundo; (3) que não se impressionem com indicadores econômicos momentâneos e artificiais: O crescimento econômico exagerado e desequilibrado, que geralmente provoca euforia momentânea e satisfação com os governantes da época, pode se tornar insustentável, além de provocar crise e gerar sofrimento, se não houver proporcional poupança e investimento das pessoas e dos governos. (4) que percebam a estreita conexão entre decisões e atitudes isoladas (micro) com o contexto maior (macro): Tal como há o ponto de conexão entre a micro e a macro economia, há ocasiões nas quais uma decisão singular (micro Direito) serve de pilar, de base, de alicerce para fixar o padrão ético, moral e jurídico da coletividade de pessoas (macro Direito). Portanto, há momentos em que o Direito é muito maior do que um caso ou uma decisão; mas confunde-se com o destino ou com o futuro. (5) que estejam comprometidos com o bem de todos, em detrimento dos interesses de poucos: A economia somente pode seguir até os limites que lhe sejam impostos pelo Direito. Nesta linha, os economistas não podem enxergar suas teorias como remédios e a população como cobaia; os juristas tampouco. Logo, nenhum deles deveria lastrear opiniões em suas próprias vaidades ou na conveniência de qualquer corrente política.” (CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão. Análise Jurídica da Economia. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano L, v. 158/159, p. 53 a 86, jul.-dez., 2011, p. 54).

<sup>50</sup> Apesar das contribuições oferecidas pela AED à Ciência Jurídica, se levada às últimas conseqüências, ela importa em visão reducionista do fenômeno jurídico devido à universalização do objeto econômico. Nessa perspectiva, embora tenha revisto seu posicionamento, Richard Allen Posner chegou a identificar eficiência econômica com Justiça: “Um segundo significado para ‘justiça’, e o mais comum, eu argumentaria, é simplesmente eficiência. Quando descrevemos como injusta uma condenação sem julgamento, uma tomada de propriedade sem justa compensação, ou quando se falha em responsabilizar um motorista descuidado em responder à vítima pelos danos causados por sua negligência, podemos interpretar simplesmente que a conduta ou prática em questão desperdiçou recursos.” *A second meaning of ‘justice’ and the most common, I would argue, is simply efficiency. When we describe as unjust convicting a person without a trial, taking property without just compensation, or failing to require a negligent automobile driver to answer damages to the victim of his carelessness, we can be interpreted as meaning simply that the conduct or practice in question wastes resources.* (POSNER, The economic approach to law. *Texas law review*. Austin: Faculdade de Direito da Universidade do Texas. v. 53, p. 757 a 782, 1975, p. 777, tradução nossa).

<sup>51</sup> ALMEIDA, Fábio Portela Lopes de. A análise jurídica da economia. *Revista do mestrado em direito (Universidade Católica de Brasília)*. V. 01, n. 01, p. 49 a 101, 2007, p. 80.

deve conformá-la a finalidades jurídicas”<sup>52</sup>. Essas se referem à existência de valores não econômicos, que devem ser perseguidos na regulação da vida social. Não é por outra razão que a Constituição da República contém normas de natureza programática, mesmo diante da impossibilidade fática da plena realização de suas diretrizes, haja vista a escassez de bens materiais disponíveis no mercado.

Isso pode ser percebido quando se emprega o enfoque econômico a institutos não mercantis. Tomem-se como exemplos as questões relacionadas a direitos personalíssimos. Autorizar a venda de órgãos ou a comercialização de crianças são alternativas interessantes para suprir a demanda procedente de pessoas com problemas graves de saúde ou de casais que não podem ter filhos. Mas o ordenamento jurídico brasileiro, compreendido como um complexo normativo lógico, não admite tais soluções<sup>53</sup>.

Ao verificar a existência desses impasses, Marcus Faro de Castro assinala que, nos dias de hoje, “muitos dos problemas da sociedade simplesmente não são passíveis de serem modelados pela política econômica e requerem soluções políticas ou jurídicas (por exemplo, os problemas de discriminação racial ou de gênero).”<sup>54</sup>

No mesmo sentido, o abastecimento de comunidades carentes com serviços essenciais de água, esgoto e energia elétrica configura medida inviável sob o ponto de vista econômico. Entretanto, os gastos com esses serviços visam satisfazer direitos sociais previstos na Constituição da República Federativa do Brasil.

Percebe-se, então, que existem searas da vida social inconciliáveis com a racionalização juseconômica. Paradoxalmente, subsistem realidades econômicas que necessitam ser mais bem compreendidas segundo o complexo de princípios e valores presentes na ordem jurídica.

Tomem-se como exemplos algumas criações provenientes das práticas econômicas, que não podem escapar à análise de seus aspectos jurídicos, como é o caso dos contratos de derivativos e as operações para colocação de valores mobiliários no mercado. Essas contratações financeiras não podem passar isentas ao teste da análise jurídico-dogmática, orientada no sentido de promover o bem ético e a justiça.

---

<sup>52</sup> ALMEIDA, Fábio Portela Lopes de. A análise jurídica da economia. *Revista do mestrado em direito (Universidade Católica de Brasília)*. V. 01, n. 01, p. 49 a 101, 2007, p.80.

<sup>53</sup> CASTRO, Marcus Faro de. Julgar a economia. *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Brasília, v. 68, n. 1, p. 190 a 203, jan.-mar., 2002, p. 197.

<sup>54</sup> CASTRO, Marcus Faro de. Julgar a economia. *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Brasília, v. 68, n. 1, p. 190 a 203, jan.-mar., 2002, p. 200.

Quando as decisões judiciais não se sustentam no sentido jurídico de cada elemento econômico envolvido na lide, resta comprometida a concretude do valor Justiça. Além disso, o risco jurisdicional<sup>55</sup> se eleva significativamente na composição do cálculo concernente ao direito-custo<sup>56</sup> da atividade empresária. E isso porque, para se ter um mercado de crédito de longo prazo, é “preciso precificar, perceber os riscos da obtenção de um tipo de sentença ou outro, em uma eventual disputa que envolva a operação”<sup>57</sup>. Contudo, no Brasil, essa estimativa é tão incerta e tão difícil de ser feita que, para muitos agentes econômicos, é preferível não operar nos mercados de crédito ou de capitais<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> A mensuração desse tipo de risco se baseia na probabilidade de que a proteção judicial devida a certo direito subjetivo não possa ocorrer integral e/ou regularmente em razão de fatos suscetíveis de acontecerem ainda antes do momento em que o ordenamento autoriza a prestação da tutela jurisdicional. Tais ocorrências abrangem tanto a alteração das regras legais quanto a modificação de entendimentos dos tribunais sobre questões relativamente pacificadas (ex. multas contratuais, responsabilidade civil, etc). Referidos parâmetros possibilitam mensurar a chance de vitória em uma demanda. Logo, o risco jurisdicional será maior ou menor conforme o grau de incerteza sobre os resultados da prestação jurisdicional.

<sup>56</sup> Entende-se por direito-custo normas e orientações jurisprudenciais cujas repercussões importam no aumento dos custos do negócio. (COELHO. Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 1., 11. ed., São Paulo. Saraiva, 2007, p. 53 e 54).

<sup>57</sup> SADDI, Jairo. *O mercado de crédito só irá se desenvolver com um Judiciário coerente*. Entrevista concedida a Andréa Háfez. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070813 NotA.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070813%20NotA.asp). Acesso em: 14 jan. 2014>.

<sup>58</sup> Essa é a tese defendida por Persio Arida, Edmar Lisboa Bacha e André Lara-Resende, para quem a incerteza jurisdicional explica o baixo índice de capital disponível para investimentos a longo prazo no mercado de crédito local. Para os autores, “a incerteza jurisdicional é uma incerteza de caráter difuso, que permeia as decisões do Executivo, do Legislativo e do Judiciário e se manifesta predominantemente em um viés anti-poupador e em outro viés anti-credor. [...] A incerteza jurisdicional deve então ser decomposta, no seu viés anti-credor, como o risco de atos do Príncipe mudarem o valor de contratos antes ou no momento de suas execuções, e como o risco de uma interpretação desfavorável do contrato no caso de uma decisão judicial. [...] A incerteza jurisdicional é, entretanto, a razão por detrás da inexistência de crédito a longo prazo e de instrumentos de financiamento a longa razão. A maneira difusa e não quantificável por meio da qual ela afeta o valor real de contratos duradouros de financiamento impede o desenvolvimento de um amplo mercado de financiamento a longo prazo. Poupadores não aceitam firmar contratos de financiamento a longo prazo devido aos riscos imensuráveis envolvidos na preservação do valor de contratos financeiros durante longos períodos de tempo. A incerteza jurisdicional reduz a disponibilidade total de crédito na economia e impede a existência de um amplo mercado financeiro de crédito a longo prazo.” *It is an uncertainty of a diffuse character, which permeates the decisions of the Executive, Legislative, and Judiciary, and manifests itself predominantly as an anti-saver and anti-creditor bias. [...] Jurisdictional uncertainty may thus be decomposed, in its anti-creditor bias, as the risk of acts of the Prince changing the value of contracts before or at the moment of their execution, and as the risk of a unfavorable interpretation of the contract in case of a court ruling. [...] Jurisdictional uncertainty is, therefore, the reason behind the inexistence of long-term credit and long-term financial instruments. The diffuse and non-quantifiable way through which it affects the real value of long-dated financial contracts precludes the development of a large long-term financial market. Savers do not accept to hold long-term financial contracts due to the non-measurable risks involved in the preservation of financial contracts' values over longer time periods. Jurisdictional uncertainty reduces the overall availability of credit in the economy and precludes the existence of a large long-term financial market.* (BACHA, Edmar; ARIDA, Persio; REZENDE, André Lara. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: Conjectures on the case of Brazil. GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago (edit). *Inflation targeting, debt, and the brazilian experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005, p. 270, 271 e 274, tradução

Por outro lado, cabe ponderar que não é só o Poder Judiciário que contribui para a instabilidade do mercado financeiro. Há decisões do Poder Executivo escoltadas por políticas econômicas desconectadas dos valores basilares do ordenamento jurídico brasileiro, mas que assumem feição de intervenção normativa indireta. É o que ocorre com as deliberações sobre a fixação das taxas de juros e de câmbio.

A AJE visa superar esse obstáculo ao abordar questões econômicas sob a ótica da principiologia estruturante do ordenamento jurídico brasileiro. Por via de consequência, tem-se maior segurança e uniformidade na interpretação e na aplicação do Direito. Por isso, se dispõe a tratar de temas próprios da área econômica, mas que permanecem alheios a um exame mais apurado, conduzido a partir de parâmetros jurídicos<sup>59</sup>.

Assim como o Direito não pode se desvencilhar das regras de mercado, a Economia também não deve ser apreendida sem sua adequada avaliação jurídica. Atento ao fato de eficiência e equidade nem sempre coincidirem, Jairo Saddi sustenta que harmonizar esses valores no Judiciário é caminho longo e penoso. Mas um valor “não deve se sobrepor ao outro; antes, eles devem caminhar juntos com o objetivo de resolver conflitos sem desperdiçar recursos!”<sup>60</sup>.

---

nossa). Em texto próprio, Edmar Lisboa Bacha acrescenta que a incerteza jurisdicional “associa-se ao conceito de ‘impunidade civil’ do devedor, mas enfatiza fraquezas jurisdicionais mais amplas, no sentido do poder do Estado, em sua soberania, de fazer leis e administrar a Justiça. Como a incerteza jurisdicional é difícil de ser quantificada, especialmente para prazos mais longos, ela não pode ser compensada por um prêmio de risco. Por isso, tem por consequência a quase inexistência de uma oferta privada voluntária de financiamento de longo prazo na jurisdição interna.” (BACHA, Edmar Lisboa. *Incerteza jurisdicional e créditos de longo prazo*. Disponível em: <[www.iepecdg.com.br/Arquivos/ArtigosBacha/041220ResumoIncertezaLivro.pdf](http://www.iepecdg.com.br/Arquivos/ArtigosBacha/041220ResumoIncertezaLivro.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>59</sup> Ao propor a realização dessa tarefa, a AJE preenche a lacuna científica alertada por Arnoldo Wald, quando detectou o risco da total submissão do Direito à Economia: “Cabe, todavia, não exagerar o papel da economia em relação ao direito. A análise econômica é importante e a introdução da noção de eficiência no direito é condição *sine qua non* do progresso econômico e da boa aplicação da Justiça. O que não se pode fazer é submeter o Direito à Economia. Queremos uma justiça eficiente, no tempo e na qualidade, mas não uma justiça que esteja exclusivamente a serviço da economia, sacrificando os direitos individuais ou, em certos casos, afetando até o respeito dos contratos e a sua fiel execução. Entendemos que Economia e Direito se complementam, pois ‘o direito sem o mercado é a imobilidade ou paralisia da sociedade, enquanto o mercado sem o direito é o caos (Alain Minc)’.” (WALD, Arnoldo. Prefácio. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. XXII).

<sup>60</sup> “Daí porque muitos acabam entendendo que o objetivo do movimento de Direito & Economia é sobrepor a justiça pela eficiência. Isso é parcialmente falso. Quando uma mudança leva a uma situação Pareto superior, pelo menos uma pessoa ficou melhor, sem que ninguém tenha ficado pior. O conceito do ótimo de Pareto é exatamente este: melhorar a situação de A, sem piorar a de B. Claro que se trata de um conceito econômico que não leva em consideração quem tem ou não tem razão, se a decisão prolatada é justa, equânime ou mesmo correta. Porém, a constatação de que se obteve ganho de eficiência, do ponto de vista econômico, ainda que a nova situação possa ou não ser mais equitativa, depende da posição relativa de quem se beneficiou. Pelo princípio da eficiência, e sem considerações morais, mudanças de regras que levem a uma situação Pareto superior são sempre desejáveis. Entretanto, uma mudança que não seja equitativa, no longo prazo, acarreta problemas de distribuição de renda, por exemplo. Assim, eficiência e



### 2.3.2 O Direito do Mercado Financeiro

A base normativa para a análise jurídica da intermediação praticada pelas sociedades corretoras provém de ramo do Direito pouco explorado na doutrina pátria: o Direito do Mercado Financeiro (ou Monetário)<sup>61</sup>. Por isso, cabe apresentar seus principais fundamentos para, em seguida, compreender a função daquelas entidades no âmbito do mercado de capitais.

Entende-se como Direito do Mercado Financeiro “o conjunto de prescrições jurídicas que disciplinam as operações intersubjetivas realizadas nesses mercados”<sup>62</sup>. Sob essa ótica, Roberto Quiroga Mosquera enfatiza que o plexo de normas reguladoras do mercado financeiro forma um sistema, pois elas “estão dispostas em função de certos princípios jurídicos. Tais princípios são vetores do sistema e estão positivados no ordenamento jurídico”<sup>63</sup>.

O mais importante postulado do Direito do Mercado Financeiro é o *princípio da proteção do fluxo econômico da poupança popular* que, quando resguardado, garante a circulação eficiente dos recursos monetários. Com isso, aprimora-se a atuação das instituições financeiras, que funcionam ora como intermediárias diretas (mercado bancário),

---

equidade não são necessariamente divorciadas. E, evidentemente, as relações sociais devem ser pautadas pela ética – outro valor moral que nada tem a ver com eficiência. E o direito é moral, afinal de contas, dirão alguns. Enquanto não se discute que a equidade deve estar presente em todo e qualquer processo judicial – por consistir de conceito caro à democracia moderna –, não seria de todo mal acrescentar um pouco mais de eficiência ao processo (e aqui não há nenhum trocadilho).” (SADDI, Jairo. *Por quê é preciso combinar eficiência com Equidade no Judiciário*. Carta Forense, 11 jan. 2006, Disponível em: <<http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/por-que-e-preciso-combinar-eficiencia-com-equidade-no-judiciario/213>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>61</sup> “Pouco a pouco, por diferenciação de princípios, foi surgindo o Direito Monetário, com suas normas e características peculiares, que devem ser examinadas e pesquisadas segundo metodologia própria. Isso se justifica plenamente, pois já existe um sistema de normas jurídicas próprias, regidas por princípios diferentes daqueles que presidem outros sistemas, e que tratam deste novo ramo do Direito Público.” (FONSECA, Herculano Borges da. *As instituições financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro: Crown – Editores Internacionais, 1970, p. 307).

<sup>62</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 261.

<sup>63</sup> A função dos princípios é atuar como regras fundamentais, conferindo harmonia ao corpo normativo. Entretanto, eles não se encontram condensados em um único diploma legal, vez que são extraídos tanto de dispositivos localizados no topo da pirâmide normativa, quanto em preceitos de menor posição hierárquica (ex. resoluções, instruções normativas etc). “Os princípios jurídicos são prescrições de grande generalidade no sistema e estão sempre positivados no direito, isto é, são enunciados expressos em linguagem nos diferentes ordenamentos jurídicos. Os princípios não se confundem com os valores jurídicos. Estes não estão positivados, aqueles estão.” (MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 261).

ora como facilitadoras das relações entre poupadores e tomadores de recursos monetários (mercado de capitais).

Dessa forma, garante-se àqueles que detêm capital acumulado meios não apenas de multiplica-lo, mas também de evitar que seu dinheiro se desvalorize, pois são disponibilizadas diversas alternativas para investi-lo. Ao mesmo tempo, asseguram-se os interesses dos empreendedores em captar recursos para financiamento das suas atividades.

A proteção à circulação da poupança popular decorre, diretamente, do *caput* do art. 192 da Constituição da República Federativa do Brasil<sup>64</sup>. Tal preceito legal estipula que o SFN deve se estruturar com o fim de “promover o desenvolvimento equilibrado do país e de servir aos interesses da coletividade”<sup>65</sup>. Ambos os desideratos só podem ser atendidos mediante regras jurídicas destinadas à salvaguarda da movimentação da economia popular, pois o trânsito eficiente do capital é condição indispensável ao fomento empresarial<sup>66</sup>.

Noutro giro, para que o SFN atenda ao ideal de servir aos interesses da coletividade, é indispensável um mercado equitativo e eficiente. Esse implica em realidade econômica competitiva e justa, suscetível de oportunizar distribuição de renda. Não há como ignorar que “um mercado de capitais dinâmico, com a troca de recursos financeiri-

---

<sup>64</sup> BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>65</sup> O desenvolvimento equilibrado do país constante do *caput* do art. 192 engloba a atenção às regiões menos favorecidas economicamente, o que somente pode ser arquitetado mediante o uso das normas jurídicas como mecanismos de regulação financeira. Outrossim, a redação dada a esse dispositivo legal pela Emenda Constitucional 40/2003 reforçou o caráter equânime com o qual deve ser disciplinada a mobilidade da poupança nacional, conforme esclarece José Tarcizio de Almeida Melo: “Mantido o objetivo do Sistema Financeiro Nacional, que é a promoção do desenvolvimento equilibrado do país e o serviço à coletividade, foi enfatizado o acesso a todas as camadas da coletividade e a abrangência das cooperativas de crédito como instrumento para consecução de seus objetivos. Trata-se de proclamação mais abrangente do que a limitada previsão de critérios restritivos de transferência de poupança de regiões com renda inferior à média nacional para outras de maior desenvolvimento, como se encontrava no inciso VII do art. 192 do texto inicial. Está evidenciada a substituição do elitismo pelo banco dos pobres, que se tornou fonte fundamental de progresso para pequenas empresas e para os artesãos. Antes, o texto constitucional propugnava-se pela equiparação das cooperativas de crédito às instituições financeiras. Agora, aquelas são tratadas como instituições financeiras típicas e preferenciais da Constituição.” (MELO, José Tarcizio de Almeida. *Direito constitucional do Brasil*. Belo Horizonte: Del Rey, 2008, p. 1.070).

<sup>66</sup> Importante frisar que o *caput* do art. 192 cria uma obrigação legal e não mero conselho ou recomendação, pois “a Carta Maior, como plexo de normas formador do Estado Brasileiro, não estipula recomendações ou sugestões, não é ela uma mera carta de intenções. Como corpo normativo que é, o Texto Supremo impõe, determina, obriga, prescreve, permite comportamentos humanos. Portanto, o legislador infraconstitucional e, em especial, o complementar, deve editar normas jurídicas que atendam às pretensões do legislador constitucional, isto é, ao elaborar as leis deve-se atentar para o fato de que tais normas deverão: a) promover o desenvolvimento equilibrado do país; e b) servir os interesses da coletividade. Dentro desses comandos é que se insere a necessidade de se proteger o fluxo interno da poupança nacional.” (MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263 e 264).

ros entre seus participantes atenderá, de igual maneira, o objetivo pretendido pelo legislador constitucional, qual seja, fazer o bem comum; servir a comunidade brasileira”<sup>67</sup>.

A defesa do livre fluxo da economia popular deveria informar a atuação do legislador e do magistrado, fato que, no Brasil, nem sempre acontece. Isso porque a este compete coibir interferências ilegais no livre fluxo do capital e cuidar para que suas decisões contribuam para a manutenção do intercâmbio econômico; àquele, por outro lado, cabe confeccionar aparato normativo hábil a sustentar um sistema eficiente de movimentação financeira, sendo-lhe vedado restringir, sem fundamentos razoáveis, o fluxo econômico da poupança popular.

Para que a movimentação da poupança ocorra regularmente, é imperioso resguardar a economia popular contra danos provenientes de ilícitos. Por isso, o plexo normativo do SFN deveria se estruturar com vistas à segurança do capital disponibilizado para investimento pelo povo brasileiro. De outra maneira, não há como impulsionar o desenvolvimento equilibrado do país e nem viabilizar uma adequada prestação de serviços de intermediação financeira à coletividade<sup>68</sup>. No entanto, na atual realidade brasileira, tais diretrizes nem sempre são obedecidas pelos integrantes dos três poderes.

Por esses motivos, *a proteção da economia popular (poupança nacional)* conforma outro vetor do Direito do Mercado Financeiro, que norteia as atividades legislativa e jurisdicional<sup>69</sup>. Resulta desse princípio o conjunto de normas sancionatórias de ilí-

---

<sup>67</sup> Com base no princípio constitucional da proteção à mobilização da economia popular consideram-se inconstitucionais atos legislativos arbitrários voltados ao bloqueio de ativos financeiros, tal como ocorreu com a Medida Provisória n. 168 de 15 de março de 1990 que instituiu o “Plano Collor” e, dentre outras providências, determinou a conversão dos saldos de cadernetas de poupança em cruzeiros até o limite de NCZ\$ 50.000,00 (cinquenta mil cruzados novos). A mesma medida provisória ordenou que os valores excedentes deveriam ser recolhidos ao Banco Central, sendo convertidos e liberados a partir de setembro de 1991 em 12 parcelas mensais, iguais e consecutivas. Nesse sentido: BRASIL. Tribunal Regional Federal da Terceira Região. Pleno. Arguição de Inconstitucionalidade na Apelação em Mandado de Segurança n. 36.325 (90.03.32177-9). Relator Des. Americo Lacombe. Diário Oficial do Estado, 15.04.91, p 100. Observe-se que medida semelhante também foi combatida pelo Judiciário argentino. Em razão da crise que assolou recentemente o país, o governo limitou o saque em conta corrente em US\$ 250 por semana. Diante disso, o juiz Martín Silva Garretón decretou medida cautelar suspensiva dessa restrição solicitada pela deputada Alicia Castro, que se desligou da base governista por discordar da condução da política econômica do país. (*Correio Web*. Disponível em: <[http://200.252.14.133/index.php?area=2 &id no ticia=33387](http://200.252.14.133/index.php?area=2 &id_no_ticia=33387)>. Acesso em 14 jan. 2014).

<sup>68</sup> Hugo Nigro Mazzilli lembra que há sério abalo na captação de poupança ou na confiança do mercado quando falhas no sistema econômico ou jurídico assumem grave proporção. (MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686).

<sup>69</sup> Tal princípio estava disposto no inciso V, do art. 192 da CRFB que remetia à legislação complementar a disciplina legal da “criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação da União.” (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). Sobre o assunto: MAIA, Felipe Fernandes

bitos penais e administrativos perpetrados por meio de operações efetuadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais. Do mesmo modo, tem-se a exigência legal de autorização para funcionamento, assim como o procedimento específico de intervenção estatal e de liquidação<sup>70</sup> de instituições financeiras. Esses mecanismos visam a assegurar, dentre outros fatores, a atuação lícita dos dirigentes, a recuperação de instituições financeiras em risco de quebra ou, ainda, a transparência do procedimento de execução concursal.

No entanto, de nada adianta tutelar contra danos a economia popular sem revestir com equivalente manto protetivo os agentes do mercado responsáveis pelas atividades que viabilizam a circulação do crédito: as instituições financeiras (ex. bancos). São elas que atuam junto ao público ora como intervenientes de operações financeiras, ora como captadoras ou provedoras diretas de recursos monetários. Assim, devido à sua relevante função na economia, o *princípio da proteção da estabilidade das instituições financeiras* impõe a tutela da integridade econômica dessas entidades. Além disso, também traz requisitos para que um agente econômico possa exercer atividades de intermediação financeira<sup>71</sup>.

Convém observar que a quebra de instituição participante do SFN ocasiona prejuízos a todos os interesses correlacionados com sua atividade. Fatos históricos comprovam que, conforme o porte da entidade, a economia de um país pode até mesmo entrar em colapso. Isso porque os efeitos da bancarrota incidem não só sobre os clientes da

---

Ribeiro. *Mecanismo de garantia de depósitos e investimentos no mercado financeiro brasileiro: análise jurídica do FGC*. 2013. 192 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013).

<sup>70</sup> A autorização para o funcionamento de instituições financeiras está disciplinada na Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, recepcionada na condição de lei complementar pela atual CRFB. Os procedimentos de intervenção e liquidação em instituições financeiras são regulados pela Lei 6.024 de 13 de março de 1974. Cabe ressaltar que a intervenção extrajudicial ocorre quando: a) a entidade sofrer prejuízo, decorrente da má administração, que sujeite a riscos os seus credores; b) se verificarem reiteradas infrações a dispositivos da legislação bancária não regularizadas após as determinações do Banco Central do Brasil, no uso das suas atribuições de fiscalização; c) na hipótese de ocorrer qualquer dos fatos indicadores de insolvência mencionados nos artigos 1º e 2º da Lei de Falências e houver possibilidade de evitar-se, a liquidação extrajudicial. (BRASIL. Lei 6.024 de 13 de março de 1974. Disponível em: <[www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6024.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6024.htm)> Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>71</sup> Em sentido amplo, entende-se por intermediação financeira a atividade que “consiste em viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longo prazos, manifestadas pelos agentes carentes, e a aplicação, sob riscos minimizados, das disponibilidades dos agentes com excedentes orçamentários. Trata-se, pois, de uma atividade que estabelece uma ponte entre os agentes que poupam e os que se encontram dispostos a despender além dos limites de suas rendas correntes.” (LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. 7. ed., São Paulo: Atlas, 1998, p. 409).

instituição financeira, mas também ressoam sobre seus credores e sobre outras intermediárias a ela coligadas, devido ao processo de produção de moeda escritural<sup>72</sup>.

Portanto, diante do perigo suscitado pelo mosaico segundo o qual as transações monetárias se interseccionam, cabe ao enredo normativo provisionar instrumental jurídico hábil a atenuar prováveis conseqüências da falência de uma instituição financeira.

Noutra monta, o *princípio do sigilo bancário* também preside as relações constituídas no mercado financeiro e encontra arrimo nos incisos X e XII do art. 5º da CRFB. São de caráter íntimo as informações sobre quantias depositadas em contas correntes, tipos e formas de aplicações financeiras ou rendimentos auferidos em operações bursáteis. Por esse motivo, tais dados não podem ser revelados sem que haja autorização judicial ou legal para tanto, ou a permissão expressa daquele que detém direito sobre eles<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> O processo de criação de moeda escritural decorre da prática bancária constituída pela conjugação de duas atividades (depósito e empréstimo de dinheiro). A organização dessas operações, em cadeia, se baseia num único lastro fático, mas faz com que se reproduzam os meios fiduciários, isto é, o dinheiro não corporificado em notas e moedas metálicas. Por conseguinte, tem-se a larga expansão da base monetária do país (inflação). Essa realidade coloca em sério risco a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional. Isso porque, como alerta Sérgio Mourão Corrêa-Lima: “os governos dos países, através das autoridades monetárias, não costumam reprimir esta prática; ao contrário, são coniventes com ela, por quatro razões. Primeiro: a multiplicação do dinheiro escritural, ainda que sem lastro em notas e moeda metálica, propicia aumento significativo da riqueza de várias pessoas, que podem lançar mão de sua fortuna escritural para adquirir bens, contratar serviços, adquirir ações em bolsa e, também, financiar campanhas eleitorais. Segundo: a enorme quantidade de moeda escritural em circulação faz com que os cidadãos pensem que a economia vai muito bem, atribuindo o suposto “êxito” aos governantes da época. Terceiro: os bancos retribuem o benefício que lhes foi outorgado através de empréstimos ao Estado, para pagamento de despesas e gastos governamentais crescentes. Quarto: O próprio Estado pode, mediante a constituição de bancos estatais ou de economia mista, praticar e beneficiar-se da multiplicação da moeda escritural.” (CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão. *Análise Jurídica da Economia. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano L, v. 158/159, p. 53 a 86, jul.-dez., 2011, p. 60).

<sup>73</sup> Esses dados consubstanciam direito personalíssimo do seu titular. Por isso, devem ser mantidos em sigilo por quem eventualmente os detenha, seja ele instituição financeira, magistrado, auditor do Banco Central, funcionário da Comissão de Valores Mobiliários, etc. MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 268. Dessa forma, “o ocultamento dessas informações é atitude ética, moral e, em especial, atitude expressamente assegurada pelo Texto magno.” Advirta-se, entretanto, que o acobertamento desses números não deve se prestar à prática de atos criminosos, razão pela qual o sigilo bancário é relativo. A Lei Complementar 105/01 estabelece as hipóteses em que cabe sua desconsideração: “[...] § 4º A quebra de sigilo poderá ser decretada, quando necessária para apuração de ocorrência de qualquer ilícito, em qualquer fase do inquérito ou do processo judicial, e especialmente nos seguintes crimes: I – de terrorismo; II – de tráfico ilícito de substâncias entorpecentes ou drogas afins; III – de contrabando ou tráfico de armas, munições ou material destinado a sua produção; IV – de extorsão mediante seqüestro; V – *contra o sistema financeiro nacional*; VI – contra a Administração Pública; VII – contra a ordem tributária e a previdência social; VIII – lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores; IX – praticado por organização criminosa.” (BRASIL. Lei Complementar 105 de 10 de Janeiro de 2001. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp105.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

Com efeito, não gozam da mesma proteção as informações necessárias à tomada de decisões por parte do investidor quanto à alocação de seus recursos. Isso porque o *princípio da proteção da transparência das informações* nas negociações do mercado financeiro impõe igual disponibilidade dos dados de relevância pública às partes envolvidas. Esse princípio também recebe a denominação de *full disclosure* (divulgação completa) e, na lição de Fábio Konder Comparato, “implica o respeito a duas regras básicas: a ‘transparência’ das informações publicadas e a igualdade de acesso de todos os investidores a essas informações”<sup>74</sup>.

A neutralidade quanto às decisões sobre as oportunidades de negócios perfaz condição sem a qual não é possível o exercício da liberdade econômica em ambiente especulativo. Dessa forma, para garantir a isonomia competitiva, são necessárias normas cogentes garantidoras da veracidade e amplitude das informações administradas aos participantes do mercado<sup>75</sup>.

Sob essa ótica, Marcelo Fernandez Trindade, ex-presidente da CVM, enfatiza que o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais é a informação<sup>76</sup>. Acrescente-se, todavia, que essa informação deve ser da melhor qualidade e a mais completa possível. Sem sombra de dúvidas, a disseminação desse tipo de con-

---

<sup>74</sup> COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano 22, v. 49, p. 56 a 73, jan.-mar., 1983, p. 61. Sob essa perspectiva, “um dos princípios por trás da regulamentação do mercado de capitais e da atuação da CVM é a tentativa de prover os investidores de certo grau de igualdade (*some degree of equalization of bargaining position*), possibilitando-lhes um juízo consciente sobre suas decisões de investimento.” (JOST, Mariana Silveira Martins. *Insider trading: uma análise crítica*. 2008. 74f. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008, p. 7).

<sup>75</sup> A obrigatoriedade da mais completa informação ao mercado “trata-se de princípio orientado especialmente à garantia da proteção do investidor, segundo o qual as empresas de valores mobiliários devem prestar amplas e completas informações a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por ela emitidos.” (ALONSO, Leonardo. *Crimes Contra o Mercado de Capitais*. São Paulo. 2007. 163f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, p. 30-31.). Disponível em: <[www.teses.usp.br](http://www.teses.usp.br)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Nesse sentido, o inciso VI do art. 4º da Lei 6.835/76 enumera, dentre os propósitos da Comissão de Valores Mobiliários, o objetivo de “assegurar acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.” (EIZIRIK, Nelson. *Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*. *Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 50, p. 42 a 56, abril-jun., 1983, p. 45.). Regra semelhante já constava do art. 2º. da Lei 4.728/65, que elegia, como finalidade da regulação financeira, “facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem.” (BRASIL. Lei 4.728 de 14 de julho de 1965. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/14728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>76</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. JAIRO SADDI (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 309.

teúdo ampara duplamente o investidor, pois viabiliza a tomada da melhor decisão de investimento ao mesmo tempo em que coíbe fraudes por parte de terceiros<sup>77</sup>.

Nesse mesmo rumo, o combate ao uso e tráfico de informações inacessíveis a todo o público investidor também milita a favor do princípio da transparência<sup>78</sup>. No direito brasileiro, quem delas se beneficia (*insider trading*) incorre em sanções civis, administrativas e penais (155, § 1º da Lei 6.404/76, arts. 11 e 27-D da lei 6.385/76)<sup>79</sup>.

Osmar Brina Corrêa-Lima conceitua o *insider trading* como “aquela pessoa de uma determinada companhia que, devido à sua posição em função de confiança, tem acesso privilegiado a informações antes que elas sejam de conhecimento público”<sup>80</sup>. Nessa mesma esteira, Rúbia Carneiro Neves, sustenta que a repressão a esse tipo de comportamento conforma verdadeira expressão da democracia brasileira<sup>81</sup>.

<sup>77</sup> “Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, tem esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.” (BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM: aperfeiçoamentos recentes. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 211).

<sup>78</sup> “Penal e processual penal. Crime contra o mercado de capitais. Uso indevido de informação privilegiada. *Insider trading*. Art. 27-d da Lei nº 6.385/76. Justiça federal. Competência. Autoria, materialidade e dolo. Comprovação. Ofensa ao bem jurídico tutelado no Brasil. Reprimendas que devem ser majoradas. Pena de multa. Fundo Penitenciário Nacional. Artigo 72 do CP. Inaplicabilidade. Fixação do dano moral coletivo (art. 387, VI, CPP). Aplicação. Apelação ministerial parcialmente provida. Apelação defensiva desprovida.” (BRASIL. Tribunal Regional Federal da Terceira Região. Quinta Turma. Apelação Criminal n. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Des. Luiz Stefanini. 04 fev. 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>79</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.” (BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: [...]” “Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.” (BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>80</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 81.

<sup>81</sup> A autora explica que o *insider trading* “é conduta prejudicial à companhia emissora dos valores mobiliários, aos acionistas, aos investidores e ao próprio mercado de capitais. Prejudicial à companhia e aos acionistas porque denegrindo a imagem dela, acarreta para esses, uma perda do valor econômico da participação acionária. Prejudica os investidores, quando negociam valores mobiliários em posição não equita-

Entretanto, muito embora a transparência das informações seja a principal via para salvaguarda dos interesses em jogo no mercado financeiro, é indiscutível que, não só ela, mas todas as outras diretrizes antes descritas, militam em favor de um ideal comum: *a proteção ao investidor*.

Para garantir a confiabilidade no mercado e a conseqüente atração do maior contingente possível de investidores, busca-se o tratamento equitativo entre os diversos agentes econômicos. Considerando ser o investidor a parte sobre a qual recaem os principais riscos das operações financeiras, torna-se imprescindível resguardar seus interesses perante instituições intermediárias e companhias. E isso, especialmente, em favor do investidor individual, dado seu menor poder econômico e exígua capacidade de organização.

O princípio da proteção ao investidor também justifica a atuação estatal sobre a economia mediante entidades regulamentadoras de disposições legais<sup>82</sup>. E isso porque “tanto a proteção dos agentes não-financeiros individuais, geralmente hipossuficientes perante as instituições que lhes prestam serviços, quanto a tutela do sistema financeiro fogem à mera negociabilidade ou a soluções organizativas ‘privadas’”<sup>83</sup>.

Por tais razões, impõe-se, “para a proteção dos clientes e do sistema financeiro (do conjunto de relações e de instituições interligadas), a regulamentação externa, usualmente estatal, das atividades financeiras”<sup>84</sup>. Conforme ensina Otávio Yazbek, o fenômeno do intervencionismo estatal para fins de regulamentação e fiscalização da atividade financeira decorre de único diagnóstico: “as atividades e a forma de integração dos

---

tiva e celebram negócios com perdas financeiras. E, o mercado de capitais, pois se considerado não eficiente e não confiável, deixa de ser atrativo e perde a sua força, não se colocando mais como uma opção de financiamento aos empreendedores de atividades produtivas do país.” (NEVES, Rubia Carneiro. *Represão ao insider trading: uma expressão de democracia. Anais do XX Encontro Nacional do CONPEDI*. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2011, p. 11.903.)

<sup>82</sup> Inúmeras regras regulamentadoras das atividades financeiras tem por fundamento a tutela do investidor. Exemplificativamente, o art. 4º da IN CVM 400/2003, ao tratar da dispensa do registro (ou de certos requisitos) para a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, determina como critérios para a expedição desse ato “a observância do interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>. Acesso em: 14 jan. 2014). Com o mesmo escopo protetivo, o § 2º do art. 62 da IN CVM 461/2007 confere à Comissão de Valores Mobiliários a prerrogativa de alterar as regras relativas à divulgação de informações pelas entidades administradoras do mercado organizado, quando verificar que não são suficientes para a proteção dos investidores. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 461 de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461consolid.doc>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>83</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 175 e 176.

<sup>84</sup> YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 175 e 176.



agentes privados geram riscos que a sociedade inteira, e não apenas aqueles agentes, precisa suportar.”<sup>85</sup>

Em Portugal, Rui de Oliveira Neves explana que a tutela da posição jurídica de certos sujeitos constitui princípio informador de diversas áreas do Direito. É o que ocorre, por exemplo, no campo do “direito das obrigações quanto aos meios de protecção do devedor e do credor, no direito do consumo em relação ao contraente consumidor e no direito societário a respeito, por exemplo, da protecção do acionista minoritário”<sup>86</sup>.

Na sequência, o autor pondera que, “no domínio financeiro, a protecção do investidor traduz a ideia de tutela do sujeito que aporta capital às entidades que dele necessitam para a satisfação de necessidades económicas”<sup>87</sup>. Essa aplicação de capitais, do ponto de vista do investidor, acontece com propósitos económicos ligados à obtenção de riqueza e, “ainda que esse escopo não seja o resultado, pelo menos é o escopo”<sup>88</sup>.

Com base nessa dúplici perspectiva, o doutrinador português sustenta que “o funcionamento do mercado de capitais depende da existência de princípios e regras jurídicas que protejam o encontro entre a oferta e a procura de capitais”<sup>89</sup>. E conclui que a protecção do investidor “reflecte, nesta medida, a necessidade de preservação do mercado de capitais como instrumento de circulação de riqueza e elemento mobilizador dos meios de capital necessários ao desenvolvimento de actividades económicas”<sup>90</sup>.

Nessa mesma linha, José de Oliveira Ascensão aponta alguns dispositivos do Código dos Valores Mobiliários inspirados no princípio da protecção do investidor<sup>91</sup>,

<sup>85</sup> YASBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 175 e 176.

<sup>86</sup> NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e protecção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, J. Coutinho de. *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Lisboa: Almedina, 2011, p. 337 e 338. Nessa mesma esteira: RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 23.

<sup>87</sup> NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e protecção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, J. Coutinho de. *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Lisboa: Almedina, 2011, p. 337 e 338.

<sup>88</sup> NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e protecção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, J. Coutinho de. *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Lisboa: Almedina, 2011, p. 337 e 338.

<sup>89</sup> NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e protecção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, J. Coutinho de. *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Lisboa: Almedina, 2011, p. 337 e 338.

<sup>90</sup> NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e protecção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, J. Coutinho de. *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Lisboa: Almedina, 2011, p. 337 e 338.

<sup>91</sup> “O Código dos Valores Mobiliários revela uma preocupação acentuada com a protecção do investidor. Logo o n.º 9 do Preâmbulo se sublinha que pela primeira vez se dedica um capítulo aos investidores em diploma deste género. Essa preocupação expande-se por muitos lugares do Código. O art. 1/2 prevê a

dentre os quais se destaca o art. 321º, 2º, c, que equipara o investidor individual a consumidor para efeito de aplicação do regime de cláusulas contratuais gerais.

No Brasil, essa proteção constitui conclusão lógica da sistemática organizacional do Direito do Mercado Financeiro<sup>92</sup>. Deflui, por exemplo, da hipossuficiência técnico-científica e econômica de alguns investidores, contraposta à existência de força paralela ao Poder Estatal: o poder econômico<sup>93</sup>. Ademais, há que se levar em conta que tanto a hipossuficiência quanto a vulnerabilidade também resultam da necessária intervenção das sociedades corretoras em todo e qualquer tipo de negociação bursátil, oligopólio esse que é assegurado pelo arcabouço normativo do SFN.

Isso torna fundamental atingir um equilíbrio entre o poder econômico privado e os objetivos relacionados à promoção de segurança para os investidores. Isso porque “o

---

criação administrativa de outros tipos de valores mobiliários, ‘em circunstâncias que assegurem os interesses de potenciais adquirentes’. Embora este trecho não integre o conceito de valor mobiliário, traduz uma atenção acrescida à proteção do investidor. A informação é exaustivamente regulada. Completa a que é já assegurada ao acionista pelo Código das Sociedades Comerciais; generaliza-a pela proteção de outros tipos de investidor; faz a ponte para uma informação do público em geral; e irá possivelmente no sentido de se diluir numa preocupação de transparência global que favoreça o controle do mercado de valores mobiliários. À supervisão, amplamente regulada, dentro e fora do código, cabe assegurar a proteção do investidor em geral: é este o primeiro “princípio” proclamado pelo art. 358 CVM.” (ASCEN-SÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A proteção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 14).

<sup>92</sup> O art. 1º da Lei 7.913/89 corporifica o princípio da proteção do investidor ao enumerar, em rol não taxativo, as condutas que podem provocar dano ao investidor tais como: a) as operações fraudulentas; b) as práticas não equitativas; c) a manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; d) a compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; e) omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.” (BRASIL. Lei 7.913 de 7 de dezembro de 1989. Brasília, Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). Operação fraudulenta deve ser entendida como aquela na qual é utilizado artifício ou meio astucioso para induzir o investidor a erro e, com isso, obter vantagem patrimonial ilícita para os envolvidos na operação, os intermediários ou terceiros. A prática não equitativa provoca, direta ou indiretamente e de modo efetivo ou potencial, um tratamento para uma das partes que provoque desequilíbrio, desigualdade ou vantagem indevida em face dos demais participantes do negócio. Condições artificiais de demanda, oferta ou preço se dão quando, devido à manipulação das negociações, participantes ou terceiros provocam alteração no fluxo de ordens de compra e venda, de modo direto ou indireto. Referida manipulação advém de qualquer processo ou artifício que induz terceiros à compra e venda de valor mobiliário ao elevar, manter ou baixar a sua cotação, ainda que de maneira indireta. (BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 44, n. 138, p. 35-52, abril-jun., 2005, p. 37.). As hipóteses mencionadas nas letras “d” e “e” dizem respeito à proibição do uso de informação sigilosa e/ou privilegiada, bem como ao dever de prestar informação completa. Ambas as hipóteses já foram anteriormente elucidadas.

<sup>93</sup> João Bosco Leopoldino da Fonseca ensina que “as empresas, no intuito de liberar-se das incertezas do mercado, procuram maximizar seus ganhos, formando agrupamentos destinados a fortalecer-se. Nessa luta, os mais hábeis e mais organizados levam vantagem sobre os mais fracos e desestruturados. Surge o *poder econômico privado* a rivalizar com o poder estatal.” (FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito econômico*. 6. ed., Rio de Janeiro: Editora Forense, 2010, p. 07).

princípio da proteção dos investidores implica, antes de tudo, que se procure assegurar a igualdade e simetria de tratamento entre os diversos intervenientes no mercado”<sup>94</sup>.

Porém, advirta-se que a tutela do investidor não deve distorcer, por exemplo, os fatores de risco próprios das aplicações em valores mobiliários. De fato, sua finalidade é assegurar que tais riscos se limitem somente às características do tipo de investimento realizado<sup>95</sup>. Impõe-se, assim, o equacionamento entre a proteção dispensada aos investidores e o correspondente custo ocasionado aos demais agentes de mercado (intermediários e emissores de valores mobiliários), levando-se sempre em conta as discrepâncias concretas decorrentes das condições factuais em que todos eles se encontram.

Destarte, o princípio da proteção do investidor não importa na defesa absoluta de seus interesses, pois o meio em que ele opera pressupõe os riscos inerentes ao mercado. Sua plena observância implica apenas que tais riscos, apesar de jamais excluídos, devem ser conhecidos pelo investidor que, consciente deles, fará escolhas certas ou erradas de acordo com suas próprias convicções<sup>96</sup>.

De todo o exposto, infere-se que a AJE, com fulcro na proteção do investidor, é imprescindível ao estudo da polêmica acerca do tipo de responsabilidade civil aplicável às sociedades corretoras. Tal ferramenta teórica-metodológica, conjugada com a noção de eficiência alocativa proveniente da Análise Econômica do Direito é imprescindível tanto para a elaboração como para a compreensão da diretriz *Justiça*. Essa, por sua vez,

---

<sup>94</sup> VIANA, Octávio. *Minoritários vs. qualificados: acordo de defesa e voto*. Disponível em: <<http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/artigos-e-teses/63-artigos/136-minoritarios-vs-qualificados-acordo-de-defesa-e-voto>>. Acesso em: 14 jan. 2014. Nesse diapasão: “O objetivo de proteção dos investidores tem por finalidade criar um contexto jurídico e econômico em que os seus interesses, no que toca ao investimento que realizam, tenham um tratamento adequado quanto a uma diversidade de aspectos: informação, igualdade de oportunidades, regularidade das transações, entre outros. Contudo, todo o investimento em valores mobiliários tem um risco econômico determinado: em certos casos, esse risco é maior; noutros será menor. Mas o risco econômico existirá sempre e daí que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade, cada vez maior, de conscientizar os investidores para o risco, tornando-o visível e transparente, e de criar mecanismos de prevenção e alerta para esses riscos advenientes da atividade econômica.” (RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Porto: Almedina, 2001. p. 33).

<sup>95</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Cadernos da CVM*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1(new).asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>96</sup> “A proteção do investidor no mercado decorre da pronta divulgação de informações fidedignas sobre a empresa ou sobre a composição da carteira e rentabilidade dos fundos de investimento, e é de fundamental importância para a decisão desses investidores em comprar ou vender seus títulos ou cotas de fundos.” (MORONE, José Oswaldo Fernandes Caldas. *A indústria de fundos de investimento: o poder regulamentar como garantia ao investidor e a responsabilidade civil do administrador de fundos*. São Paulo. 937f. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 48).

fundamentará a estruturação do raciocínio lógico dedutivo desta tese, tal como o próximo tópico cuidará de demonstrar.

## 2.4 OPÇÃO METODOLÓGICA

Direito e Economia são ciências cujo objeto provém de diferentes planos. Essa se refere ao mundo dos fatos (*ser*) e visa descrever a realidade concreta do comportamento humano em relação aos bens. Aquele se ocupa do mundo dos valores (*dever-ser*) e almeja identificar as condutas exigidas, permitidas ou proibidas pelo sistema jurídico. Daí porque a Economia trabalha com enunciados passíveis de prova ou falsificação enquanto o Direito estabelece proposições insuscetíveis de verificação empírica<sup>97</sup>.

A discussão acerca da natureza jurídica do contrato de comissão bursátil, assim como do tipo de responsabilidade civil imputável às sociedades corretoras de valores mobiliários transita entre essas duas áreas do conhecimento, motivo pelo qual não é suficiente sua apreciação jurídica apartada dos correspondentes efeitos econômicos. E, também não é satisfatório o exame dessas questões pautado na descrição concreta de suas implicações reais, que não seja acompanhada da compreensão quanto ao significado de cada uma dessas implicações fáticas para o Direito.

Nesse contexto, os enfoques propostos pela Análise Econômica do Direito e pela Análise Jurídica da Economia fornecem o instrumental teórico adequado à construção de raciocínio lógico-dedutivo capaz de guiar a presente pesquisa. A conjugação dessas perspectivas estabelece os limites hermenêuticos da concepção de Justiça direcionada, simultaneamente, ao progresso econômico e à preservação dos valores vigentes no ordenamento jurídico<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> Tome-se como exemplo a cláusula fixadora dos juros em um contrato. Sob a perspectiva econômica, aduzem-se as conseqüências fáticas decorrentes da elevação dos custos transacionais, confirmando-as ou não, conforme o correspondente nexos de causa e efeito. Sob o prisma jurídico, analisa-se se o ordenamento admite ou não, como válido, o referido percentual de juros, sem que esse juízo se sujeite a qualquer tipo de comprovação fática.

<sup>98</sup> Conforme adverte Arnoldo Wald, “se houver um mercado sem Direito, teremos uma selva selvagem. Se ao contrário, tivermos um Direito sem o funcionamento do mercado, haverá a paralisação do País, e não haverá desenvolvimento.” WALD, Arnoldo. Entrevista. *Informativo IASP*. N. 72, abril-maio, 2005, p. 03.

Assim, convém ir além da mera avaliação baseada no binômio lícito-ilícito ou fundada na simples subsunção do fato à(s) norma(s) que lhe corresponda(m). É preciso atentar para a organização sistêmica do Direito, que se estrutura, hierárquica e funcionalmente, por um complexo coerente e orgânico de princípios e normas. Tal uniformidade deve ser observada não só na elaboração da lei ou da decisão judicial, mas também na investigação de qualquer problemática científico-jurídica<sup>99</sup>.

Com base nessas premissas, infere-se, desde já, que a responsabilização civil das sociedades corretoras de valores mobiliários independe de disciplina legal específica. Isso porque o caráter típico ou atípico do contrato de comissão bursátil, os deveres imputados às sociedades corretoras e, principalmente, a natureza do regime jurídico (civil ou consumerista) aplicável para suas violações, são questões passíveis de serem respondidas com base no conteúdo lógico-normativo do Direito do Mercado Financeiro.

Por outro lado, também se deduz que os juristas não podem se furtar ao desenvolvimento de noções doutrinárias capazes de serem aplicadas na análise de institutos e decisões político-jurídicas de caráter econômico. Esses devem se submeter, obrigatoriamente, a uma apreciação crítica apta a compatibilizar a eficiência econômica com a proteção dos hipossuficientes<sup>100</sup>.

Assim, reforce-se que o equilíbrio entre esses parâmetros materializa a noção de Justiça orientadora do raciocínio científico desta tese<sup>101</sup>, haja vista que a intermediação

---

<sup>99</sup> O modelo hermenêutico supramencionado se pauta na integridade da ordem jurídica brasileira e leva em conta que “perante um problema a resolver, não se aplica, apenas, a norma primacialmente vocacionada para a solução: todo o direito é chamado a depor.” (CORDEIRO, Antônio Menezes. Introdução. CANARIS, Claus-Wilhelm; CORDEIRO, Antônio Menezes (trad.). *Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989, p. CXI). Assim, a completude do Direito Brasileiro transcorre do caráter teleológico com o qual seus princípios e normas se articulam, derivando-se de uma mesma regra de justiça.

<sup>100</sup> CASTRO, Marcus Faro de. A função social como objeto da análise jurídica da política econômica. *Notícia do direito brasileiro*. Brasília: Universidade de Brasília, 2007, p. 111 a 131, p. 131.

<sup>101</sup> Vale advertir, entretanto, que, embora a “eficiência econômica” configure ferramenta útil na aferição da “Justiça”, este trabalho não considera as duas expressões como sinônimas. A contradição entre essas duas idéias é rejeitada, tão somente, para admitir que se complementam e não para supor qualquer identificação. Nesse sentido, Ivo Gico Júnior pondera: “em um mundo onde os recursos são escassos e as necessidades humanas potencialmente ilimitadas, não existe nada mais injusto do que o desperdício. Nesse sentido, a AED pode contribuir para (i) a identificação do que é injusto – toda regra que gera desperdício (é ineficiente) é injusta, e (ii) é impossível qualquer exercício de ponderação se quem o estiver realizando não souber o que está efetivamente em cada lado da balança, isto é, sem a compreensão das consequências reais dessa ou daquela regra. A juseconomia nos auxilia a descobrir o que realmente obteremos com uma dada política pública (prognose) e o que estamos abrindo mão para alcançar aquele resultado (custo de oportunidade). Apenas detentores desse conhecimento seremos capazes de realizar uma análise de custo-benefício e tomarmos a decisão socialmente desejável. [...] Como dito, se os recursos são escassos e as necessidades potencialmente ilimitadas, todo desperdício implica necessidades humanas não atendidas, logo, toda definição de justiça deveria ter como condição necessária, ainda que não suficiente, a elimina-

compulsória das sociedades corretoras nas negociações do mercado de capitais tem, dentre outras finalidades, a missão de conferir segurança à circulação financeira. Essa segurança, ao mesmo tempo em que contribui para a manutenção de um mercado eficiente e equitativo, também se dirige à proteção do investidor. E isso demonstra que o regime jurídico do contrato de comissão bursátil e da responsabilidade civil daquelas instituições financeiras consiste em um dos pilares do bom fluxo das operações com valores mobiliários.

Dessa forma, para bem compreender a importância do papel desempenhado pelas sociedades corretoras nas negociações efetivadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, cabe descrever, em linhas gerais, a estrutura desse segmento do SFN. À realização de tal tarefa, dedica-se o próximo capítulo deste trabalho.

---

ção de desperdícios (i.e. eficiência). Não sabemos o que é justo, mas sabemos que a ineficiência é sempre injusta, por isso, não consigo vislumbrar qualquer conflito entre eficiência e justiça, muito pelo contrário, uma é condição de existência da outra.” (GICO JÚNIOR, Ivo. Introdução ao direito e economia. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 28.)

### 3 CONTEXTUALIZAÇÃO JURÍDICA E ECONÔMICA

O presente tópico trata de delinear os contornos gerais do contexto jurídico-econômico em que é firmado o contrato entre investidor e sociedade corretora de títulos e valores mobiliários. No entanto, conforme já elucidado, para explicar a atuação dessas instituições financeiras, é preciso recorrer a terminologias oriundas tanto do Direito quanto da Economia. Por isso, há que se ter cuidado para não apreender termos provenientes da seara econômica segundo equivocada acepção jurídica.

A título de exemplo, é comum a referência às sociedades corretoras de valores mobiliários como auxiliares ou intermediárias do mercado financeiro. O zelo para com a precisão terminológica exige esclarecer que essa qualificação deve ser entendida apenas no sentido de que elas colaboram com o fluxo do capital, posicionando-se entre investidores e tomadores de recursos. Logo, denominá-las como intermediárias não pressupõe que recebam e/ou ofertem, diretamente e por conta própria, os recursos. Ou seja, elas não assumem a posição jurídica de partes mutuárias ou depositárias do dinheiro ou dos valores mobiliários e, da mesma maneira, não atuam na condição de mutuantes ou depositantes quando repassam esses bens<sup>102</sup>.

Na verdade, como instituições financeiras auxiliares do mercado, sua função é colocar em contato indireto os investidores entre si, ou o investidor e a companhia aberta. Com isso, conferem negociabilidade adequada aos valores mobiliários nos pregões ocorridos dentro ou fora da bolsa. Daí porque, em suas operações, agem em nome próprio, mas por conta dos investidores, de modo a garantirem segurança operacional às relações financeiras intermediadas.

Percebe-se, assim, que a sociedade corretora não figura como tomadora ou ofertante dos recursos ou valores mobiliários adquiridos ou alienados. Na verdade, ela ape-

---

<sup>102</sup> Neste ponto, convém apontar a diferença entre intermediação financeira direta e indireta: “o processo de intermediação financeira entre agentes superavitários e deficitários pode ser realizado de duas maneiras distintas. A primeira consiste na *atuação tradicional dos bancos comerciais*. Nela, o agente superavitário ou poupador deposita seus recursos não consumidos em uma instituição financeira, que os capta sob a forma de depósito em conta-corrente (também conhecido como depósito a prazo), depósitos em poupança, ou outras formas de captação, e os repassa para um agente deficitário ou tomador de empréstimos. Nesse processo, não existe contato direto entre o agente superavitário e o agente deficitário. [...] A segunda forma de intermediação consiste na atuação da instituição financeira como mera *prestadora de serviço* ao exercer a função de colocar poupadores e tomadores de recursos em contato direto.” (grifos nossos) (OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. *Mercado financeiro: objetivo e profissional*. Fundamento Educacional: São Paulo, 2011, p. 13, grifos nossos).

nas age como intermediária dos negócios no sentido de contratar diretamente com a companhia ou com o investidor (comprador ou vendedor) e cobrar uma comissão por viabilizar o negócio com terceiros, mediante a prestação de seus serviços<sup>103</sup>.

Da mesma maneira, a designação “contrato de distribuição de valores mobiliários” usada pela IN CVM 400/2003 não deve fazer presumir sua total identificação com a figura típica do contrato de distribuição regulado pelo Código Civil (art. 710)<sup>104</sup>. O termo “contrato de distribuição” constante daquela norma regulatória remete a conjunto de operações demasiadamente complexas destinadas à inserção dos valores mobiliários no mercado. Logo, sua estrutura poderá ou não se aproximar da figura típica do contrato de distribuição disciplinada na Lei Ferrari (art. 1º da Lei 6.729/79), tal como se explicitará mais adiante.

Para a Economia, somente interessa o sentido léxico das expressões usadas no mercado financeiro, mas, para o Direito, há critérios legais e doutrinários que determinam o sentido e o alcance de cada instituto. Isso obsta o uso indiscriminado de certas nomenclaturas, o qual poderia conduzir a conclusões equivocadas na seara jurídica. Portanto, para evitar excessivo descompasso em relação à linguagem econômica, sempre que surgir expressão proveniente dessa área no decorrer deste trabalho, buscar-se-á explicar, de imediato, sua natureza perante o ordenamento jurídico.

Feita essa ressalva, passa-se a analisar o setor jurídico-econômico em que é firmado o contrato de comissão bursátil entre a sociedade corretora e o investidor individual. Após a descrição panorâmica desse segmento do SFN, será possível examinar as particularidades de tal negócio jurídico, bem como a responsabilidade civil decorrente da sua violação por parte das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.

---

<sup>103</sup> Logo, a sociedade corretora de títulos e valores mobiliários “não capta nem empresta recursos em nome próprio; ela ajuda o tomador a captar recursos diretamente dos poupadores.” (ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 3).

<sup>104</sup> “No teor do art. 710 do Código Civil, a distribuição não é a revenda feita pelo agente. Esse nunca compra a mercadoria do preponente. É ele sempre um prestador de serviços, cuja função econômica e jurídica se localiza no terreno da captação de clientela. A distribuição que eventualmente, lhe pode ser delegada, ainda faz parte da prestação de serviços. Ele age como depositário apenas da mercadoria do preponente, de maneira que, ao concluir a compra e venda e promover a entrega de produtos ao comprador, não age em nome próprio, mas o faz em nome e por conta da empresa que representa. Ao invés de atuar como vendedor atua como mandatário do vendedor.” (THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 24).



### 3.1 COMPOSIÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários operam no âmbito do mercado de capitais. Entretanto, não há como estudar esse setor econômico dissociado do complexo maior do qual faz parte, o mercado financeiro, que, por sua vez,

[...] consiste no conjunto de instituições e instrumentos destinados a oferecer alternativas de aplicação e captação de recursos financeiros. Basicamente, é o mercado destinado ao fluxo de recursos financeiros entre poupadores e tomadores. Dessa forma, o mercado financeiro pode exercer as importantes funções de otimizar a utilização dos recursos financeiros e de criar condições de liquidez e administração de riscos<sup>105</sup>.

As estruturas regulatórias e organizacionais do mercado financeiro compõem o Sistema Financeiro Nacional, que é formado pelo conjunto de unidades institucionais atuantes nos diversos setores de intermediação de recursos. A interação entre elas ocorre de modo tipicamente complexo, com o fim de mobilizar dinheiro para investimentos e, com isso, possibilitar meios de financiamento da atividade empresarial<sup>106</sup>.

Em definição bastante abrangente, Eduardo Fortuna elucida que o SFN importa no “conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores”<sup>107</sup>.

<sup>105</sup> ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 1.

<sup>106</sup> No original: *A financial system consists of institutional units and markets that interact, typically in a complex manner, for the purpose of mobilizing funds for investment, and providing facilities, including payment systems, for the financing of commercial activity.* (INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Compilation guide on financial soundness indicators*. IMF: Washington DC, 2004, p. 12). Esse é o teor do art. 2º do Projeto de Lei que será proposto pelo Sindicato Nacional de Funcionários do Banco Central (SINAL), com a finalidade de criar o Conselho Nacional de Política Econômica e Financeira e dispor sobre a estrutura básica do Sistema Financeiro Nacional. Com essa lei, o sindicato pretende efetivar a regulamentação do art. 192 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. (BRASIL. Projeto 192 do Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central. Disponível em: <<http://www.sinal.org.br/artigo192>>. Acesso em: 14 jan. 2014). Sob essa mesma ótica, também é possível elencar a seguinte definição para o Sistema Financeiro Nacional: “conjunto de instituições financeiras e instrumentos que visam transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas e governo) superavitários para os deficitários.” (FURLANI, José Reynaldo de Almeida. *Como funciona o Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/Como%20Funciona%20o%20Sistema%20Financeiro%20Nacional%20%5BModo%20de%20Compatibilidade%5D.pdf](http://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/Como%20Funciona%20o%20Sistema%20Financeiro%20Nacional%20%5BModo%20de%20Compatibilidade%5D.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>107</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002, p. 17.

Para bem cumprir essa tarefa, o SFN também engloba uma diversidade de normas, institutos jurídicos e mecanismos de gestão. Esses elementos visam garantir aos agentes e usuários do mercado um ambiente apropriado para a administração e canalização de valores financeiros de pessoas e/ou instituições superavitárias (ex. poupadores) para pessoas e/ou instituições deficitárias (ex. tomadores).

Desse modo, para disciplina jurídica da atividade financeira,

o legislador brasileiro (Congresso Nacional) atribuiu, conforme expressamente permite o art. 174 da Constituição Federal, os poderes normativos a seis instituições: (1) Conselho Monetário Nacional – CMN, como órgão Superior do Sistema Financeiro Nacional; (2) Banco Central, competente para sistema bancário; (3) Comissão de Valores Mobiliários – CVM; (4) Bolsas de Valores, como entidades auto-regulamentadoras; (5) Entidades do Mercado de Balcão Organizado, bem como entidades auto-regulamentadoras; (6) as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (7) Entidades de Compensação e liquidação. Isso ocorre por força da Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Essa lei é uma parte essencial das reformas que institucionalizaram o Sistema Financeiro Nacional, iniciado em 1964, quando as Bolsas de Valores assumiram as características que hoje possuem. *Na opinião do legislador brasileiro, devido à agilidade, complexidade e constante evolução do Sistema Financeiro, seria impossível que todos os atos normativos a ele pertinentes passassem pelo processo parlamentar*<sup>108</sup>.

Considerando a delimitação temática proposta no início desta tese, convém apresentar a estrutura geral do SFN, destacando-se, no seio desse, as instituições que estão relacionadas com o mercado de capitais e as subdivisões desse (mercado de valores mobiliários e mercado acionário)<sup>109</sup>. Para tanto, é oportuna a apresentação do seguinte quadro esquemático proposto pelo Banco Central do Brasil:

<sup>108</sup> KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro (uma introdução)*. São Paulo: Renovar, 2007, p. 12 e 13. A distribuição de competências entre esses agentes revela a separação entre a atividade reguladora e a atividade regulamentar do Estado. A primeira parte geralmente da Administração Indireta (descentralização) e, além de outras funções, alcança principalmente a criação de normas, mediante atuação indiscutivelmente legiferante. Por outro lado, a regulamentação trata da densificação das normas legais já existentes. Para isso, o Estado, em certos casos, vale-se de instrumentos dotados de força cogente, que produzem efeitos similares à lei, embora não se originem do Poder Legislativo, mas, via de regra, da Administração Direta (desconcentração).

<sup>109</sup> “A palavra ‘mercado, neste contexto’, possui a conotação de substantivo abstrato. Mercado não pressupõe, necessariamente, uma estrutura física ou organizacional. É apenas a denominação global de um conjunto ou fluxo de operações negociais. Assim, qualquer transação envolvendo papéis de emissão de sociedade anônima, aberta ou fechada, fará parte de um mercado específico.” (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 16)

**FIGURA 1****Composição do Sistema Financeiro Nacional<sup>110</sup>**

<b>ÓRGÃOS NORMATIVOS</b>	<b>ENTIDADES SUPERVISORAS</b>	<b>OPERADORES</b>			
<b>CMN</b> Conselho Monetário Nacional	<b>BCB</b> Banco Central do Brasil	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista (bancos)	Demais instituições financeiras Bancos de Câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
	<b>CVM</b> Comissão de Valores Mobiliários	Bolsas de mercadorias e futuros (BM&F)	Bolsas de valores (BOVESPA)		
<b>CNSP</b> Conselho Nacional de Seguros Privados	<b>SUSEP</b> Superintendência de Seguros Privados	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
<b>CNPC</b> Conselho Nacional de Previdência Complementar	<b>PREVIC</b> Superintendência Nacional de Previdência Complementar	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Quatro setores mercadológicos podem ser abstraídos da organização estrutural acima: 1º) mercado de crédito (bancário); 2º) mercado de capitais, contratos de mercadorias e derivativos<sup>111</sup>; 3º) mercado de seguros; 4º) mercado de previdência complementar.

No primeiro, tem-se a atividade bancária típica, cujas operações de crédito e débito têm como objeto a moeda, seja ela física ou escritural<sup>112</sup>. No segundo, os bens e

<sup>110</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. *Composição do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>111</sup> “A noção de ‘derivativo’ não é jurídica; trata-se de termo traduzido literalmente do inglês (‘derivative’), de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercados futuros. Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento ou ativo financeiro, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opções, etc.” (LEÃES FILHO, Luis Gastão. *Derivatives suitability. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 102, p. 59 a 71, 1996, p. 60).

<sup>112</sup> Em distinção bastante objetiva, pode-se afirmar que a noção de moeda física está relacionada ao “papel moeda”, ou seja, o dinheiro em estado físico, bem móvel fungível. Em contrapartida, a moeda escritu-

direitos envolvidos são de diversa ordem, como ações, títulos e contratos de mercadorias e de derivativos. Por fim, nas duas últimas seções, tem-se a comercialização de serviços de natureza securitária ou previdenciária.

Observe-se, entretanto, que o mercado de capitais não se encontra mais dissociado do mercado de derivativos devido à recente fusão da Bolsa de Valores de São Paulo com a Bolsa de Mercadorias e Futuros<sup>113</sup>, ocorrida logo após o processo de desmutualização. Mas esclareça-se, desde já, que o presente estudo não abordará a sistemática de circulação dos contratos derivativos, pois tal setor da economia apresenta particularidades que ampliariam, por demais, o objeto de investigação.

O foco deste trabalho recai na responsabilidade civil das sociedades corretoras em virtude do descumprimento do contrato de comissão bursátil. Conforme ressaltado anteriormente, esse tipo de pessoa jurídica consiste em instituição financeira que atua

---

ral é aquela criada pelo sistema bancário quando suas instituições emprestam ou aplicam quantidades superiores às que lhe foram originalmente introduzidas mediante depósito em um dos bancos componentes do sistema. Alexandre Assaf Neto explica sua origem: “em verdade, os depósitos recebidos pelos bancos – identificados como *moeda escritural* ou *bancária* com liquidez equivalente à moeda legal em circulação – geram aplicações (empréstimos) que, por sua vez, podem resultar em novos depósitos. Esse mecanismo operacional promove elevações nos meios de pagamento da economia. Pela experiência, os bancos observaram a reduzida probabilidade de que todos os seus depositantes viessem a sacar seus fundos ao mesmo tempo e, dado o objetivo do lucro inerente à atividade empresarial, passaram a aplicar parte desses recursos junto a agentes deficitários de caixa. Por meio de encaixes geralmente bastante inferiores ao volume de seus depósitos captados, os bancos contribuem para que os meios de pagamento superem, em muito, a quantidade de papel-moeda emitida na economia.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 9. ed., São Paulo: Atlas, 2010, p. 14).

<sup>113</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. *Composição do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/?SFNCOMP](http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Observe-se, contudo, que alguns autores apresentam classificações distintas da proposta pelo Banco Central. É o caso, por exemplo, de Roberto Quiroga Mosquera, que cinde o “mercado financeiro em sentido amplo” em dois seguimentos: a) “mercado financeiro em sentido estrito”, que engloba a atividade bancária como mecanismo de intermediação financeira; b) “mercado de capitais”, no qual entende ocorrer verdadeira “desintermediação financeira”. (MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. V. 1, São Paulo: Dialética Edições, Eventos e Cursos, 1999, p. 259 e 260). Nelson Eizirik também apresenta compreensão própria do mercado de capitais, segundo a qual esse pode ser dividido em: a) mercado de crédito, onde ocorrem negociações bancárias típicas de captação de recursos e empréstimo; b) mercado de câmbio, o qual se direciona à troca de moedas, bem como financiamentos à importação e à exportação; c) mercado monetário, em que são realizados contratos de curto ou curtíssimo prazo com títulos da dívida pública, com o objetivo de alterar a liquidez da economia; d) mercado de capitais, consistente no local em que se negociam instrumentos destinados a financiar as atividades empresariais. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008). Por fim, Otávio Yazbek ainda prefere uma classificação aberta, que divide os mercados conforme: a) a natureza da pretensão negociada (de participação ou de dívida); b) o vencimento do instrumento que incorpora tal pretensão (de moeda ou de capitais); c) o momento de negociação do instrumento (primário ou secundário); d) a entrega imediata ou diferida do ativo negociado (à vista ou futuro); e) a estrutura organizacional adotada (de bolsa ou de balcão). (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 127).

como interveniente obrigatória para conclusão de operações no âmbito do mercado de capitais.

Dessa forma, cabe apresentar o mercado de capitais brasileiro e seus seguimentos, bem como o modo de atuação das sociedades corretoras. Somente depois disso será possível enfrentar as controvérsias relacionadas ao referido tema problema.

## 3.2 ORGANIZAÇÃO SISTÊMICA DO MERCADO DE CAPITAIS

### 3.2.1 Noções gerais

O termo mercado concerne ao “lócus abstrato em que ocorre a formação de preço a partir da contraposição entre oferta e demanda, sem maiores considerações de cunho institucional”<sup>114</sup>. É nesse meio que se encontram compradores e vendedores ou, ainda, poupadores e tomadores de recursos.

A partir dessa noção, pode compreender-se o mercado de capitais como aquele em que são estabelecidas relações de conteúdo financeiro com o fim de repartir os riscos característicos da empresa e, simultaneamente, prover financiamentos às atividades econômicas<sup>115</sup>.

É comum admitir como sinônimas as expressões “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários”. No entanto, essa equiparação não é apropriada, haja vista a substancial comercialização, no mercado de capitais, de bens diferentes dos valores mobiliários<sup>116</sup>.

Nessa linha, Osmar Brina Corrêa-Lima ensina que “o mercado de valores mobiliários é um segmento do mercado de capitais que, por sua vez, integra o chamado mercado financeiro”<sup>117</sup>. Na concepção do autor, o mercado de valores mobiliários está

---

<sup>114</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 54..

<sup>115</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Campus Jurídico: Coimbra, 2009, p. 125.

<sup>116</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 155.

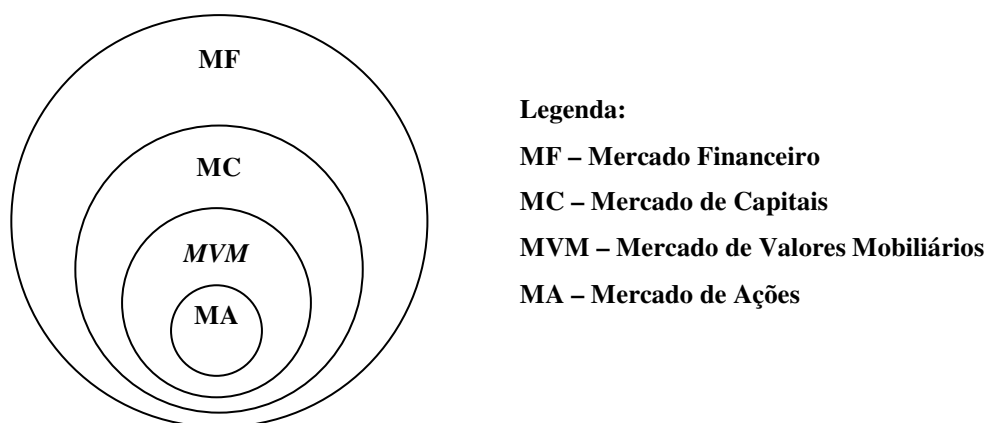
<sup>117</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 26.

aparelhado juridicamente como um sistema de vasos comunicantes, segundo o qual “pequenas somas, de pequenos investidores, aglutinadas, podem formar um grande volume de recursos financeiros”<sup>118</sup>. Isso traz incontáveis benefícios para a economia, porquanto “aumenta as alternativas de financiamento para as empresas; reduz o risco global de financiamentos; diversifica e distribui risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital”<sup>119</sup>.

Para identificar topograficamente o ambiente em que são concluídos os contratos de intermediação para compra e venda ou subscrição de ações, é oportuno ir um pouco mais adiante da segmentação acima descrita. Desse modo, convém inserir o mercado de ações entre os setores que compõem o mercado de valores mobiliários<sup>120</sup>.

## **FIGURA 2**

### **Localização topográfica do mercado de ações<sup>121</sup>**



<sup>118</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 27.

<sup>119</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 155.

<sup>120</sup> “Partindo do princípio de que ações são títulos que conferem ao seu titular o direito de participar nos lucros e/ou nas decisões da empresa que as emitiu, podemos enumerar exemplificativamente alguns elementos que determinam o interesse do mercado no que tange à aquisição destes títulos: a) baixo grau de endividamento; b) alto grau de produtividade; c) potencial de expansão em termos de produção e de mercado; d) fundo de comércio e competitividade; e) tecnologia de ponta; f) crédito; g) qualificação profissional dos funcionários; h) identificação e valor das marcas etc.” (ADIERS, Leandro Bittencourt. *Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas*. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XL, n. 121, p. 160 a 181, jan.-mar., 2001, p. 170.)

<sup>121</sup> Figura elaborada pelo autor com inspiração no desenho apresentado pelo Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima para ilustrar a relação de continência entre o mercado de valores mobiliários e os mercados financeiro e de capitais. (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 26).

O mercado de ações se origina de uma das formas pelas quais a legislação brasileira permite que as sociedades anônimas de capital aberto angariem recursos para fomentar suas atividades: a capitalização. Basicamente, podem ser colacionados três modos pelos quais essas instituições captam recursos.

Primeiramente, tem-se a opção do *financiamento* mediante mútuo bancário. Esse, embora apresente custo marginal razoavelmente alto em virtude dos juros associados ao *spread* bancário, pode afigurar-se como alternativa interessante em face de oportunidades econômicas inesperadas.

Nessas circunstâncias, a celeridade na formalização da operação e a desnecessidade de procura por investidor externo são fatores determinantes para a conclusão do empréstimo, principalmente quando a companhia almeja saldar a dívida a médio e curto prazos.

Em segundo lugar, tem-se a *securitização*, expressão que, na praxe societária, costuma indicar simplesmente a emissão de dívidas por sociedade empresária. Entretanto, em definição mais precisa quanto ao seu conteúdo, ela consiste numa espécie de negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de dinheiro por quem necessite. Tal operação é efetivada mediante a cessão de créditos a entidade adquirente, a qual emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários para serem amortizados e/ou resgatados após efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos<sup>122</sup>.

Por último, tem-se a *capitalização* oriunda, por exemplo, da emissão de títulos representativos do capital social da companhia<sup>123</sup>. Esse caminho se mostra viável quando, a longo prazo, pretende-se a exploração de empreendimentos de maior envergadura. Contudo, a companhia deve gozar de suficiente credibilidade perante os agentes de

---

<sup>122</sup> CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte, Ed. Del Rey, 2006, p. 52.

<sup>123</sup> Gustavo Oliva Galizzi e Nilson Reis explicam que “sempre que a companhia emite títulos representativos do seu capital social opera-se uma capitalização, tendo em vista o ingresso na conta ‘capital social’ de parte ou totalidade dos recursos obtidos. [...] De fato, mesmo diante de um empreendimento de grande porte que requeira para sua exploração o ingresso adicional de capital, a companhia aberta pode preferir o acesso ao mercado de ações à emissão de títulos representativos de uma operação de empréstimo, tendo em vista o custo (de amortização de juros e pagamento do principal) mais elevado relacionado aos últimos. Ou, ainda nesta hipótese, pode optar por uma alternativa híbrida, emitindo títulos conversíveis em ações da companhia, o que faria diminuir o referido custo, pois o direito de crédito contra a companhia legitimado pelos portadores dos títulos seria substituído pelo de participação na sociedade.” (GALLIZZI, Gustavo Oliva; REIS, Nilson. *Entre o investidor e a companhia aberta: formas de investimento, regulação, intermediação e negociação*. Texto estudado na disciplina: Direito do Mercado Financeiro: Análise Jurídica da Economia, ministrada pelo Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa-Lima na pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, 2011, p. 3).

mercado (ex. investidores, instituições financeiras etc) e não apresentar empecilhos (ex. acordo de acionistas) quanto à modificação de seu quadro social.

Tanto a *securitização* quanto a *capitalização* constituem formas de *financiamento* da empresa e envolvem um conjunto de operações que dão origem a mercados nos quais são transacionados os títulos emitidos pelas companhias (ex. mercado de debêntures e mercado acionário).

Entretanto, quanto à capitalização, convém frisar que, os mercados de ações administrados pelas bolsas de valores envolvem operações que visam não somente o investimento em organizações empresariais, mas também a especulação sobre o valor das participações acionárias disponíveis no mercado<sup>124</sup>.

### 3.2.2 Classificações do mercado de valores mobiliários

No que diz respeito ao mercado de capitais, a primeira distinção que se faz oportuna é aquela entre os mercados de bolsa e de balcão. O primeiro pode ser definido como “aquele em que as transações se efetuam num local determinado e adequado ao encontro de seus membros (sociedades corretoras) e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários”<sup>125</sup>. Portanto, consiste num mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela associação civil ou sociedade anônima que o mantém (bolsa de valores) e pela Comissão de Valores Mobiliários.

O segundo consiste no “conjunto de transações concluídas diretamente entre instituições ofertantes e aceitantes, sem qualquer interferência de terceiros, convencio-

<sup>124</sup> “Ora, na economia, não há máquinas nem edifícios, mas investimentos, não há produtos nem mercadorias, mas estatísticas de trocas, não há trabalhadores, mas salários que aparecem como ‘custos’; o que continua a haver é a rubrica ‘capital’, que é dela mesma dada em termos monetários, quaisquer que sejam as formas de propriedade respectivas e que em regra já não são governadas pelos proprietários, mas por gestores, que são tanto mais compensados monetariamente quanto os crescimentos de lucros que obtiveram e que por via de consequência trabalham em função desse crescimento, os olhos postos nos ‘acionistas’, os que jogam nas bolsas. É isto a especulação financeira.” (BELO, Fernando. *A questão da especulação financeira*. Disponível em: <<http://suiteideias.blogspot.com.br/2012/06/questao-da-especulacao-financeira-um.html>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>125</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49. Observe-se que, atualmente, não é mais necessário que as sociedades corretoras sejam membros componentes das bolsas de valores para que possam operar em seus recintos.

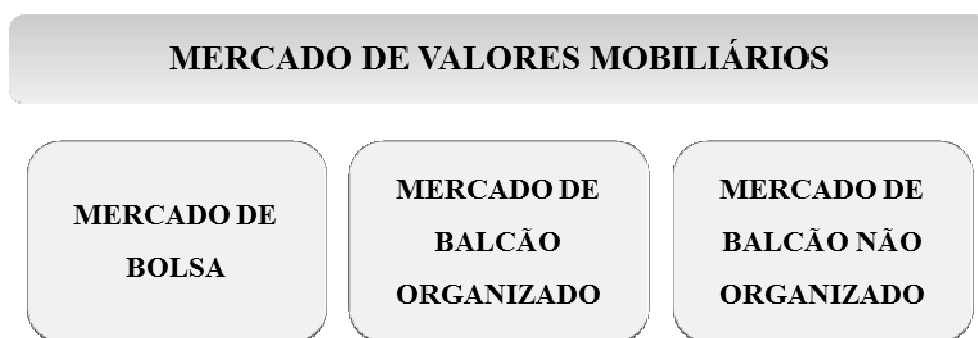


nando-se livremente o valor da transação”<sup>126</sup>. Todavia, frise-se que isso não significa ausência de fiscalização por parte da Comissão de Valores Mobiliários sobre tais atividades.

Sob esse enfoque, a organização geral do mercado de capitais pode ser representada pelo seguinte esquema:

### **FIGURA 3**

#### **Segmentação do Mercado de Valores Mobiliários<sup>127</sup>**



No mercado de balcão não organizado brasileiro, as negociações com valores mobiliários se estabelecem sem o comando e supervisão de entidade central<sup>128</sup>. Esse não é propriamente um lugar porque funciona por meio de instituições financeiras autorizadas a operar no sistema de distribuição e circulação de valores mobiliários, que executam operações diretamente entre si e com seus clientes investidores<sup>129</sup>.

<sup>126</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49.

<sup>127</sup> Quadro elaborado pelo autor.

<sup>128</sup> “Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 461 de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461conso lid.doc>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>129</sup> Por diversos fatores, as ações transacionadas no mercado de balcão não organizado possuem menor liquidez do que aquelas comercializadas pelas entidades do mercado de balcão organizado e pelas bolsas de valores. Dentre eles, convém ressaltar o maior risco proporcionado pela inexistência de entidade ope-

Muito embora não haja limite quantitativo para que uma sociedade anônima ofereça seus valores mobiliários no “mercado de bolsa”, a IN CVM 461/2007 o regulamenta com vistas a atender os interesses de companhias de grande porte. Em compensação, essa mesma norma atribui ao “mercado de balcão organizado” configuração hábil a propiciar a ampliação do acesso de companhias de médio e pequeno porte ao mercado de valores mobiliários.

No Brasil, os negócios firmados nos mercados de balcão organizado e de bolsa contam, atualmente, com a administração da BM&FBOVESPA. Isso passou a ocorrer depois que essa incorporou a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA).

O mercado de balcão organizado engloba um conjunto maior de intermediários do que as bolsas de valores e permite, inclusive, a dispensa de sua participação como parte interveniente<sup>130</sup>. Isso possibilita maior grau de exposição e visibilidade de novas companhias, o que não ocorre com o mercado gerenciado pela BM&FBOVESPA, pois semelhante prerrogativa aumentaria o risco de suas operações.

Outrossim, o mercado de bolsa é salvaguardado por um Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), mantido para reparar danos provenientes de ilícitos financeiros. Além disso, também se sujeita a procedimentos especiais para o caso de variação significativa de preços ou de oferta representativa de quantidade relevante de ações<sup>131</sup>.

Apesar de não ser obrigada a aplicar esses procedimentos, a entidade administradora do balcão organizado deve ter seus atos normativos submetidos à aprovação da

---

radora encarregada de centralizar a autorregulação, a supervisão e a operacionalização das contratações firmadas em seu âmbito.

<sup>130</sup> “Art. 93. Em mercado de balcão organizado, a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que neste caso, nos termos previstos no regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes da operação.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 461 de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461consolid.doc>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>131</sup> “Art. 77. A entidade administradora de mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens; II - uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; III - entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; IV - inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; V - intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e VI - encerramento das atividades.” BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 461 de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461consolid.doc>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

CVM. Essa autarquia está incumbida de verificar, dentre vários aspectos, a existência de instrumentos adequados à boa formação de preços e à disseminação de informações aos participantes do mercado<sup>132</sup>.

Também é importante mencionar que o mercado de valores mobiliários apresenta duas subdivisões, estabelecidas conforme o momento de negociações perpetradas em seu interior. Considera-se pertencente ao *mercado primário*, a primeira transação efetivada com certo valor mobiliário, a qual se conclui com a companhia aberta emissora e assume a natureza jurídica de *subscrição*. Consequentemente, a cadeia das contratações estabelecidas para efetivar esse negócio terá, em uma de suas pontas, o investidor-subscritor e, na outra, a companhia emissora dos valores mobiliários<sup>133</sup>.

Embora uma das finalidades precípua do mercado de valores mobiliários seja conferir liquidez aos títulos emitidos por companhias abertas, viabilizando sua capitalização, ainda mais importante é seu papel de implementar o crescimento econômico. Destarte, ao mesmo tempo em que oportuniza vantagens ao público – as quais estão relacionadas aos retornos financeiros de seus investimentos –, também labora como matriz geradora de recursos para expansão e otimização tecnológica das empresas<sup>134</sup>.

Conforme demonstrado anteriormente, quando as sociedades anônimas carecem de recursos a médio e longo prazos, os empréstimos bancários mostram-se inviáveis para fomentar sua atividade, haja vista os altos custos marginais com juros, taxas, etc. Assim, no mercado primário de valores mobiliários, as companhias encontram melhores alternativas para captar investimentos de poupadores sem ter que arcar com tal onerosidade, pois não precisam restituir os valores recebidos, por exemplo, pelas ações.

Por outro lado, as operações entre investidores que são concluídas subsequentemente ao ato de subscrição consubstanciam, em última instância, negócio jurídico de *compra e venda* e compõem o *mercado secundário*<sup>135</sup>. A cadeia das contratações necessárias para realização desse tipo de operação tem, em uma de suas pontas, o investidor-

---

<sup>132</sup> Convém observar que, a despeito de ambos os mercados admitirem investidores individuais e institucionais, esses últimos predominam no mercado de balcão organizado.

<sup>133</sup> Para uma visão panorâmica da cadeia de contratações necessárias às subscrições de ações, consultem-se as figuras 8, 10 e 11, localizadas, respectivamente, nas páginas 108, 129 e 136 deste trabalho.

<sup>134</sup> FAZZIO JUNIOR, Waldo. *Manual de direito comercial*: atualizado de acordo com a nova lei de falências. 7 ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 242.

<sup>135</sup> No mercado secundário, há também a figura do empréstimo de ações, que não provoca a alienação da propriedade e é bastante difundido entre investidores de longo prazo detentores de títulos de empresas sólidas, rentáveis e com elevado índice de negócios. Esse instituto não será abordado no presente trabalho em face da delimitação do tema-problema investigado.

comprador e, na outra, o investidor-vendedor<sup>136</sup>. Logo, a companhia aberta emissora não tem qualquer participação nessa negociação<sup>137</sup>, pois em um dos lados da operação financeira se encontra o proprietário do valor mobiliário (ex. ação) enquanto, no extremo oposto, tem-se o respectivo adquirente.

A função do mercado secundário é dar liquidez aos valores mobiliários emitidos pelas companhias, motivo pelo qual interage continuamente com o mercado primário. Tanto assim que, um dos principais fatores que influenciam na decisão do investidor quanto à subscrição de novo valor mobiliário é a possibilidade de reaver rapidamente a totalidade ou parte do capital investido, mediante negociações no mercado secundário.

No entanto, todos esses mercados se submetem a complexo de regras estruturado de forma lógica e funcional, que se origina do subsistema normativo do Sistema Financeiro Nacional. Em razão disso, o próximo capítulo cuidará de descrever, panoramicamente, os principais agentes responsáveis pela produção das regras jurídicas que compõem tal parte do ordenamento jurídico brasileiro.

---

<sup>136</sup> A cadeia de contratações necessárias à conclusão da compra e venda de ações pode ser visualizada na figura 11, constante da página 136.

<sup>137</sup> Excepcionalmente, a sociedade anônima emissora pode participar de operações realizadas no âmbito do mercado secundário, como é o caso da oferta pública de aquisição de ações de iniciativa da companhia e da negociação com as próprias ações, admitidas pela legislação societária (art. 30, § 1º da LSA).

## 4 ESTRUTURA NORMATIVA DO MERCADO DE CAPITAIS

### 4.1 Regulação financeira

O mercado de valores mobiliários desempenha papel significativo nas sociedades capitalistas e, por isso, seu funcionamento reclama controle governamental. Mas, devido às particularidades da atividade de intermediação financeira, a interferência estatal nessa seara não acontece pelos meios ordinários de atuação do Estado na economia.

Essa, de acordo com Eros Roberto Grau, pode ser concebida *em sentido amplo*, alcançando o *planejamento econômico*<sup>138</sup> e a *prestação de serviços públicos* ou, *em sentido estrito*, abrangendo somente a *intervenção do Estado sobre a economia*<sup>139</sup>.

Ao prestar um serviço público, a Administração pode agir diretamente, encarregando-se de todos os ônus impostos por essa tarefa ou pode operar indiretamente, delegando-a à iniciativa privada mediante os regimes de concessão ou de permissão.

Noutro giro, a intervenção do Poder Público sobre o domínio econômico *em sentido estrito* também pode ocorrer de forma *direta* ou *indireta*. Naquela, há a *exploração de atividade econômica* por parte do Estado<sup>140</sup>, enquanto, nesta, procede-se à *normatização* do comportamento dos agentes do mercado.

Na intervenção direta sobre o domínio econômico, o Estado detém o controle patrimonial dos meios de produção, titularizando parte (*intervenção por participação*) ou a totalidade do capital de determinada unidade econômica (*intervenção por absorção*). Essa atuação do Estado pode assumir o formato de monopólio ou se desenvolver em regime de concorrência com o particular, sendo que a sociedade de economia mista e a

---

<sup>138</sup> O autor conceitua planejamento econômico “como a forma de ação estatal, caracterizada pela previsão de comportamentos econômicos e sociais futuros, pela formulação explícita de objetivos e pela definição de meios de ação coordenadamente dispostos, mediante a qual se procura ordenar, sob o ângulo macroeconômico, o processo econômico, para melhor funcionamento da ordem social, em condições de mercado.” (GRAU, Eros Roberto. *GRAU, Eros Roberto. Planejamento econômico e regra jurídica*. São Paulo: RT, 1978, p. 65).

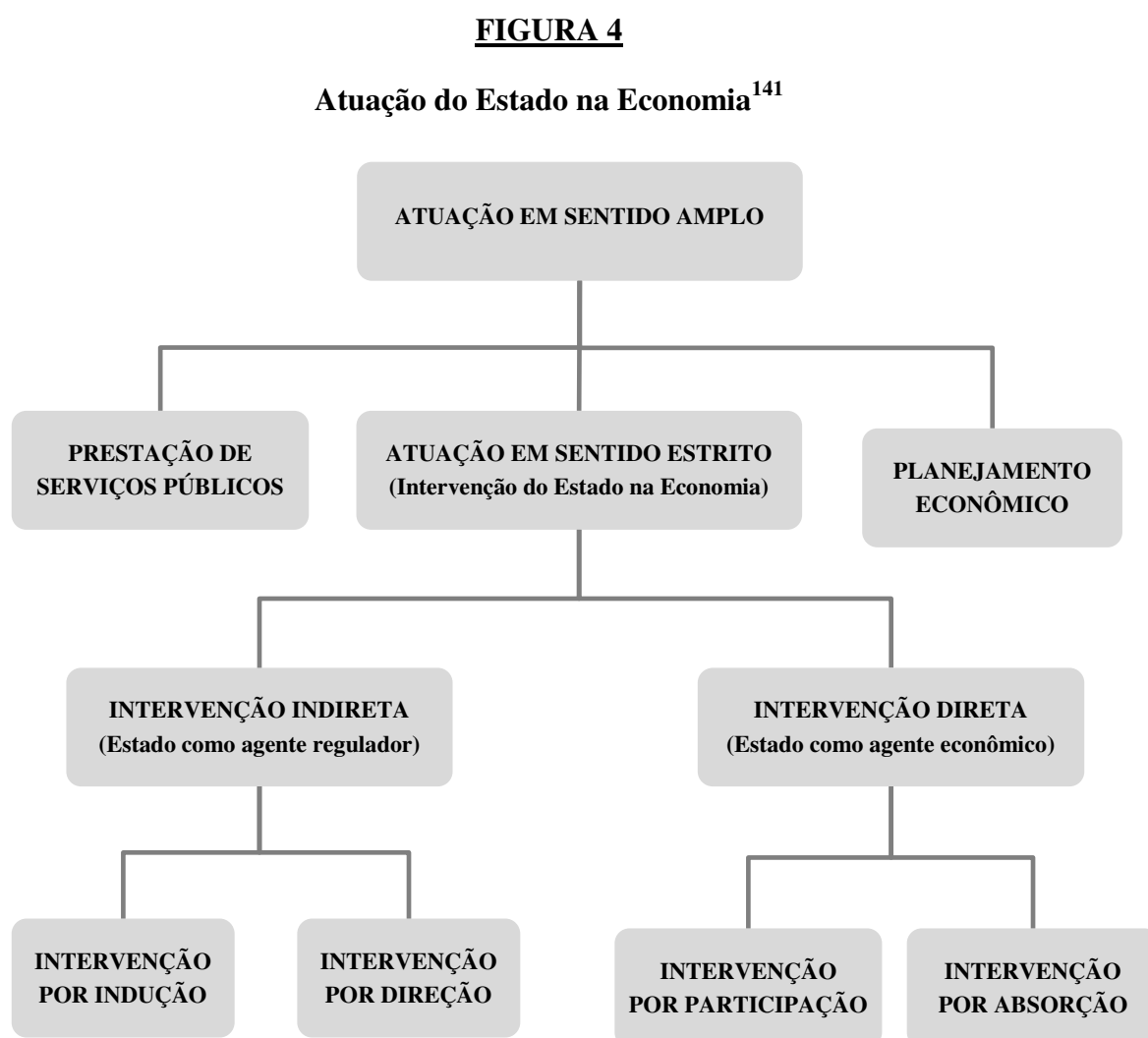
<sup>139</sup> GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: RT, 1990, p. 136.

<sup>140</sup> GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: RT, 1990, p. 137.

empresa pública servem, respectivamente, como instrumentos para as duas modalidades intervencionistas mencionadas acima.

Por outro lado, a intervenção indireta apresenta duas diferentes modalidades. Na *intervenção por indução*, são concedidos incentivos aos agentes de mercado com o fim apenas de influenciar seus comportamentos ao passo que, na *intervenção por direção*, são estabelecidos mecanismos e normas de observância compulsória.

Diante desse quadro, a atuação do Estado na economia pode ser representada pelo seguinte organograma:



<sup>141</sup> Organograma elaborado pelo autor.

Tanto a intervenção estatal na economia por indução quanto aquela que acontece por direção podem ser efetivadas por via da *regulação*. Essa, em ampla acepção, engloba as seguintes prerrogativas: i) criação de normas jurídicas; ii) sua implementação mediante atos administrativos (ex. resoluções ou instruções normativas); iii) fiscalização quanto ao seu cumprimento e; iv) punição daqueles que as infringem. Por isso, não é exagero afirmar que “o regulador exerce um poder normativo, um poder executivo e um poder ‘parajudicial’”<sup>142</sup>.

Nesse diapasão, Nelson Laks Eizirik *et al* sustentam configurar regulação “o emprego dos instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica ou social”<sup>143</sup>. Para esses autores, a função reguladora do Estado envolve tanto as atividades de elaboração das normas legais ou regulatórias quanto aquelas voltadas ao registro e fiscalização das entidades que atuam no mercado e abrangem também a aplicação dessas normas por meio de punições administrativas, após o competente processo sancionador<sup>144</sup>.

É esse o sentido de regulação adotado neste estudo, ou seja, como “estabelecimento e a implementação de regras para a atividade econômica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado, de acordo com determinados objetivos públicos”<sup>145</sup>.

---

<sup>142</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 184. Sobre a existência de um Poder Normativo Conjuntural disserta Fernando Albino: “o Estado precisa cada vez mais fixar preços, adquirir e vender títulos públicos, estabelecer regras com relação a importações, induzir atividades econômicas para um ou outro setor, interferir em crises de balanços de pagamento, enfim, executar toda uma gama de atos que são verdadeiros exercícios de poder normativo no seu sentido mais amplo, mas que não podem e nem são submetidos caso a caso ao Poder Legislativo e nem tampouco reunidos nas mãos de uma só autoridade. Além disso, e cada vez mais, a sociedade civil se organiza em diferentes corporações, órgãos, associações etc. que querem também interferir legitimamente na condução da política estatal, pois esta lhes diz respeito imediatamente. Então, começam a aparecer órgãos administrativos que exercem poder normativo e fiscalizador e que não são compostos apenas por pessoas designadas pelo Poder Público, mas também por representantes da sociedade civil de diferentes setores, normalmente aqueles envolvidos com a atividade que se quer ver regulada. E o exemplo típico entre nós é o do Conselho Monetário Nacional, composto tanto de representantes do Poder Público como daqueles que lá têm assento em nome da iniciativa privada.” (OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. CVM – Comissão de valores mobiliários e mercado de capitais. *Revista de direito público*. São Paulo: RT, v. 22, n. 89, p. 256 a 262, jan.-mar., 1989, p. 259). “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.” (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm). Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>143</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas.  *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 13.

<sup>144</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas.  *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 14.

<sup>145</sup> MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997, p. 34.

Porém, não se deve ignorar que o conceito de regulação está longe de atingir seu consenso na doutrina jurídica.

Não é por outro motivo que Vital Moreira aponta três significados para esse termo. Segundo o autor, no sentido mais geral possível, a regulação abarca toda e qualquer forma de intervenção estatal na economia, independentemente dos instrumentos e fins almejados. Numa noção menos abrangente, indica o condicionamento, a coordenação e a disciplina da atividade econômica privada despida de participação direta do Estado como agente empresarial. Na sua última acepção, o termo regulação restringe-se somente ao condicionamento da atividade econômica privada por ato normativo<sup>146</sup>.

Com base nessas noções gerais, é possível afirmar que a disciplina normativa da economia realizada mediante a *regulação (em sentido amplo)* pode ocorrer por dois diferentes meios: a regulamentação e a regulação em sentido estrito.

A *regulamentação* envolve a densificação de preceitos legais de superior posição hierárquica e é veiculada, via de regra, pela Administração Direta por meio da emissão de atos infralegais. Convém sublinhar que a regulamentação não inova no ordenamento jurídico, pois o exercício desse tipo de atividade legislativa pelo Poder Executivo deve se restringir aos limites assinalados pela norma à qual se reporta o ato regulamentador (ex. decreto)<sup>147</sup>. E, como parte integrante da regulação em sentido amplo, conserva lastro constitucional, pois consubstancia “função política exercida para impor regras secundárias, em complemento às normas legais, com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução, sem que possa criar, modificar ou extinguir direitos subjetivos”<sup>148</sup>.

A *regulação em sentido estrito* consiste na expedição de normas específicas que, por justificação técnica, derivam preponderantemente de entes da Administração Indireta. É, portanto, uma função administrativa que não se vincula necessariamente ao poder

---

<sup>146</sup> MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 35.

<sup>147</sup> Sob esse prisma, percebe-se que o poder regulamentar se destina à expedição de normas jurídicas com conteúdo material similar às leis (regulamentos), mas que devem respeitar os limites impostos pela CRFB/88 e subsequente legislação infraconstitucional. Assim, define-se regulamento como “um ato administrativo, contendo regras ou preceitos gerais, abstratos e obrigatórios, emanado de uma autoridade pública [...], em virtude de uma atribuição constitucional. Visa a execução de uma lei (regulamento de execução) ou para o fim de governar ou administrar, pois, nos casos em que inexistirem leis ordinárias, cabe ao Executivo a faculdade de dar aplicação à Constituição.” (OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. 1989. 221 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1989, 138).

<sup>148</sup> SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado regulador*. São Paulo. 2007. 129 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 37.



político dos órgãos legislativos. Isso porque ela decorre “da abertura, pela lei (princípio da legalidade), de um espaço decisório sobre conflitos de interesses concorrentes dentro de um setor social”<sup>149</sup>.

As decisões expedidas na seara da regulação *stricto sensu* assumem formatos normativos, executivos e, até mesmo, judicantes<sup>150</sup>. Por isso, percebe-se que, em seu exercício, o Poder Executivo desempenha indiscutível função legiferante, ou seja, inova no ordenamento jurídico ao criar regras voltadas tanto à outorga de direitos e deveres aos administrados quanto à limitação do comportamento dos agentes econômicos. Mas apesar de ser menos submetida a influências políticas se comparada à regulamentação, essa espécie de ação regulatória deve sempre respeitar o perímetro delimitado pelas atribuições que lhe foram conferidas pela lei.

De acordo com José Maria Pinheiro Madeira, a atividade regulatória se distingue da atividade regulamentar porque “enquanto a primeira é conferida no Brasil, por lei, às Agências Reguladoras, a atividade regulamentar é, por força de imperativo constitucional, privativa do chefe do poder executivo”<sup>151</sup>.

Nesse mesmo norte, Nelson Eizirik *et al* explanam

A moderna doutrina administrativista justifica o caráter inovador – ou, melhor dizendo, a possibilidade de inovação – dos atos normativos emanados da Administração Indireta por meio da distinção conceitual entre regulação e regulamentação.

A regulamentação é atribuída a chefes de Estado ou Governo e é uma função política, que visa a impor regras de caráter secundário em complementação às normas legais, com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução. Já a regulação constitui uma função administrativa, que não decorre da prerrogativa do poder político, e sim da “abertura” da lei para que o agente regulador pondere, de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, sejam eles potenciais ou efetivos. [...]

A função reguladora abrange, mas não se limita a dar *fidel execução às leis* (função regulamentar). Não se trata, pois, de hipótese de *delegação* de poderes legislativos, uma vez que a função reguladora, incluindo-se aqui sua parcela normativa, não compete originalmente ao Poder Legislativo. A função reguladora não é atribuída especificamente à

<sup>149</sup> SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado Regulador*. São Paulo. 2007. 129 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 37.

<sup>150</sup> SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado Regulador*. São Paulo. 2007. 129 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 37.

<sup>151</sup> MADEIRA, José Maria Pinheiro. *Administração pública centralizada e descentralizada*. São Paulo: América Jurídica, 2. ed., 2005, p. 265.

Administração, ao Legislativo ou ao Judiciário, mas, como a função normativa, está presente em todos os ramos do Estado<sup>152</sup>.

Deduz-se, então, que a regulamentação está mais ligada ao fenômeno da desconcentração enquanto a regulação detém maior compatibilidade com a descentralização da Administração Pública. A primeira se verifica quando, para melhor atender aos seus objetivos, a atividade administrativa é distribuída dentro da mesma pessoa jurídica de direito público (ex. órgãos). A segunda decorre da transferência de função legiferante à entidade da Administração Pública indireta (ex. autarquia). Mas isso não pressupõe submissão hierárquica para com o Poder Executivo central, muito embora esse mantenha o controle e a fiscalização do serviço descentralizado.

Neste trabalho, a ideia de regulamentação é adotada em sentido mais amplo do que aquele que alude apenas ao poder atribuído ao Presidente da República para a disciplina infralegal de uma lei ou norma constitucional<sup>153</sup>.

Na verdade, a interpretação unitária e sistemática da CRFB revela que a função de regulamentar preceitos normativos, obedecendo-se às restrições impostas pelo princípio da legalidade, também pode ser exercida por outros entes ou órgãos de direito público (ex. Conselho Monetário Nacional).

Sobre essa questão, José Carlos Francisco esclarece que

são também regulamentos os atos normativos editados por autoridades que não o Chefe do Executivo, quando a própria constituição ou a lei assegurarem ao ente da administração direta ou indireta a tarefa de complementar o ato de natureza primária (por exemplo, os atos das agências reguladoras que exercem competência normativa descentralizada e excluída da função normativa do Chefe do Executivo). Não há necessidade de identidade entre decreto e regulamento, de modo que os regulamentos dos demais órgãos da administração ou entes da administração indireta podem ter outras formas jurídicas (como portarias e resoluções)<sup>154</sup>.

---

<sup>152</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 254.

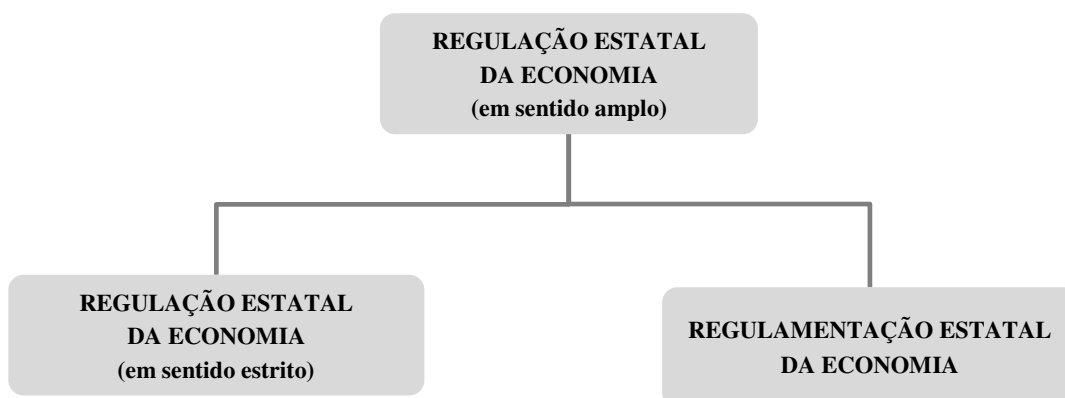
<sup>153</sup> Essa seria a hermenêutica suscitada, a priori, pelo seguinte dispositivo constitucional: “Art. 84 - Compete privativamente ao Presidente da República: [...] IV - sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução.” (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm). Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>154</sup> FRANCISCO, José Carlos. *Função regulamentar e regulamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 44.

Dessa maneira, cabe ilustrar a ação regulatória do Estado sobre a economia com o seguinte esquema:

### **FIGURA 5**

#### **Regulação da Economia por parte do Estado<sup>155</sup>**



Contudo, é importante frisar que o poder de regular a economia imputado a pessoas jurídicas de direito público (ex. Comissão de Valores Mobiliários) coexiste, no Brasil, com a autorregulação promovida pela iniciativa privada. Essa ocorre quando as funções de normatização e fiscalização são outorgadas, excepcionalmente, a entidades privadas (autorregulação legal) ou quando os próprios agentes econômicos criam instrumentos destinados a ordenar suas próprias condutas (autorregulação voluntária).

Feito esse esclarecimento, cabe iniciar o estudo da regulação e da autorregulação da economia no campo específico do mercado de valores mobiliários. Passa-se, então, à análise das principais entidades responsáveis por essa função, de acordo com a legislação estruturante do Sistema Financeiro Nacional.

---

<sup>155</sup> Organograma elaborado pelo autor.

## 4.2 CMN, BCB e CVM

No que tange especificamente ao sistema financeiro, verifica-se que o texto constitucional<sup>156</sup> não foi claro em delimitar e distinguir as hipóteses em que compete aos agentes normativos do Poder Executivo a regulamentação ou a regulação do mercado. Por consequência, essas atribuições não foram devidamente distribuídas, de forma apartada, entre os diversos entes responsáveis por normatizar a intermediação financeira.

Em linhas gerais, pode afirmar-se que o Conselho Monetário Nacional é responsável predominantemente por regular e regulamentar, de forma ampla, o setor econômico-financeiro enquanto ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários cabem funções mais restritas, direcionadas a regular, respectivamente, o mercado bancário e o mercado de capitais<sup>157</sup>.

Essa constatação decorre dos papéis desempenhados por esses agentes reguladores no mercado financeiro, pois “se o CMN é entidade deliberativa e normativa por definição, cabe ao BCB e à CVM realizar sobretudo os atos de execução das regras e políticas por ele definidas, dentro de suas respectivas esferas de competência”<sup>158</sup>.

No entanto, ao normatizar as atividades de intermediação financeira, os poderes exercidos por esses entes devem observar estrita legalidade. Ou seja, seus atos devem atender não só aos limites assinalados pela lei, mas também à compatibilidade para com todo o conjunto de normas, princípios e valores constantes do ordenamento jurídico pátrio<sup>159</sup>.

---

<sup>156</sup> “Art. 192 - O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.” (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>157</sup> Anote-se, entretanto, que, mesmo após a criação da Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil ainda conserva algumas prerrogativas relacionadas à fiscalização das instituições financeiras intermediárias do mercado de capitais. Tanto assim que lhe é facultado, inclusive, decretar o regime de administração especial temporária ou a liquidação extrajudicial dessas entidades.

<sup>158</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 203.

<sup>159</sup> OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. São Paulo. 1989. 221 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1989, p. 132.

Sem pretender adentrar a discussão acerca da inclusão do BCB e da CVM na classe das “agências reguladoras”<sup>160</sup>, convém realçar que as atribuições que o ordenamento jurídico lhes confere objetivam operacionalizar diretrizes do governo federal, garantindo eficiência no desempenho de suas incumbências.

O Conselho Monetário Nacional é órgão colegiado integrante do Ministério da Fazenda, sendo sua estrutura composta pelo Ministro da Fazenda como seu presidente, pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil.

A Lei 4.595/64 o erigiu à condição de instituição máxima do Sistema Financeiro Nacional, cuja responsabilidade consiste em coordenar a política da moeda e do crédito, sempre tendo em vista o progresso econômico e social. Todavia, advirta-se que permanece a subordinação hierárquica do CMN ao Presidente da República, além de certos atos de sua competência também dependerem da “autorização” ou “homologação” do Poder Legislativo (art. 4º, I).

Dentre suas diversas competências, o CMN autoriza a emissão de papel moeda e limita, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos e comissões, bem como qualquer outro tipo de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros<sup>161</sup>.

---

<sup>160</sup> A Lei 6.395/76 instituiu o BCB e a CVM sob os moldes de autarquias de regime especial. Há quem recuse a qualificação dessas entidades como agências reguladoras por elas não guardarem todas as características necessárias ao enquadramento nessa categoria. O BCB, por exemplo, é mantido com o orçamento da União e não por taxas de fiscalização como as demais agências reguladoras do setor econômico. Nesse sentido: MOREIRA, Egon Bockmann. Agências administrativas, poder regulamentar e o sistema financeiro nacional. *Revista diálogo jurídico*. Salvador: Centro de Atualização Jurídica. V. I, n. 7, out., 2001. Disponível em: <[www.direitopublico.com.br/pdf\\_7/DIALOGO-JURIDICO-07-OUTUBRO-2001-EGON-MOREIRA.pdf](http://www.direitopublico.com.br/pdf_7/DIALOGO-JURIDICO-07-OUTUBRO-2001-EGON-MOREIRA.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Todavia, a doutrina majoritária entende que a Lei 10.441/02, ao modificar os arts. 5º e 6º da Lei n. 6.385/76, dotou a CVM dos elementos próprios das agências reguladoras, a despeito do Projeto de Lei 3.337/2004 que trata da “gestão, organização e controle social das agências reguladoras” não incluí-la em sua lista taxativa de agências. Nessa esteira: ELZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 245. BRASIL. Procuradoria Jurídica da União. Consultoria Jurídica. Parecer CVM/PJU n. 001 de 27 jan. 2003. Interessada: Superintendência Geral da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2003/Parecer01\\_2003.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2003/Parecer01_2003.pdf)>. Acesso em: 16 mar. 2013. PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. *Direito Administrativo*. 14. ed., São Paulo, Atlas, 2002, p. 402. WALD, Arnaldo. *Revista da CVM*. n. 35, abril, 2002, p. 38.

<sup>161</sup> O CMN também detém competência para, dentre outras finalidades: a) aprovar os orçamentos monetários preparados pelo Banco Central do Brasil, por meio dos quais serão estimadas as necessidades globais de moeda e de crédito; b) fixar diretrizes e normas da política cambial; c) disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas; d) expedir normas de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras; e) determinar percentual de recolhimento compulsório; f) deliberar acerca da equalização de taxas de juros em programas de crédito incentivado e programas de auxílio à safra agrícola estabelecidos por via do Sistema Financeiro Nacional; g) disciplinar, fixando limites, prazos e outras condições, as operações de redescontos e de empréstimos efetuadas com quaisquer instituições financeiras públicas e privadas; h) outorgar ao Banco Central do Brasil o mo-

Para cumprir seus objetivos, o CMN se vale de resoluções destinadas a disciplinar as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e estabelecer as diretrizes gerais que deverão ser seguidas pela CVM e pelo BCB. Compete a esse último secretariar o CMN, organizando e assessorando suas reuniões deliberativas mensais mediante a elaboração de atas e manutenção de arquivos históricos, com a consequente publicação dos respectivos atos normativos.

Como órgão normativo superior, o CMN normalmente delega poder para que tais entidades regulem seus mercados em nível mais detalhado. Entretanto, em situações específicas, que refogem à competência desse órgão, a CVM e o BCB poderão regular ou regulamentar determinado setor, com exclusividade, caso exista previsão legal para tanto.

O Banco Central do Brasil é autarquia de regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, sendo responsável pela normatização e supervisão das instituições financeiras do mercado bancário e de capitais. Para atingir esse desiderato, emite resoluções, circulares e instruções destinadas a cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e demais normas expedidas pelo CMN.

De modo específico, o BCB arroga as responsabilidades quanto à regulação e supervisão do mercado financeiro e de seus agentes. E as exerce seja controlando a abertura, o funcionamento e as transformações das instituições financeiras, seja vigiando a interferência de outras empresas nessa área<sup>162</sup>.

É considerado “banco dos bancos”, por receber depósitos compulsórios e reservas voluntárias dos demais bancos brasileiros e também garantir a liquidez do sistema

---

no pólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação. Advirta-se, no entanto, que todos os atos emanados com base nessas prerrogativas devem observar necessária sintonia para com as previsões orçamentárias da União. (BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014. BRASIL. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>162</sup> Também é de competência do BCB: a) emitir papel-moeda e moeda metálica; b) executar os serviços do meio circulante; c) receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; d) realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; e) regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; f) efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; g) exercer o controle de crédito sob todas as suas formas; h) gerir a dívida pública e negociar a dívida externa; i) representar o governo brasileiro junto às instituições financeiras estrangeiras e internacionais. (BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014. BRASIL. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

bancário, realizando, para isso, operações de redesconto<sup>163</sup>. No ano de 2002, a diretoria colegiada do BCB definiu como sua missão institucional “assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do sistema financeiro nacional”<sup>164</sup>.

Com isso, o BCB não se posicionou explicitamente como defensor do consumidor quanto a práticas financeiras abusivas ou do desenvolvimento sustentável, muito embora esses sejam fins implícitos das atividades do setor público. Não é por outra razão, que esses objetivos constituem princípios gerais da atividade econômica nos termos do art. 170 da CRFB<sup>165</sup>.

Conforme explica Antônio Alberto Grossi Fernandes, os instrumentos de atuação do BCB são essencialmente normativos, punitivos e monetários. Contudo, essa atuação também proporciona “estudos que influenciam o governo na determinação de preços administráveis e alíquotas fiscais, instrumentos de política financeira que não estão na sua alçada, mas que influenciam na administração da inflação.”<sup>166</sup>

Nesse diapasão, Alexandre Assaf Neto explica

Atendendo a uma conceituação mais abrangente de sua atuação, pode-se tratar o Banco Central como um banco *fiscalizador e disciplinador* do mercado financeiro, ao definir regras, limites e condutas das instituições, banco de *penalidades*, ao serem facultadas pela legislação a intervenção e a liquidação extrajudicial em instituições financeiras, e *gestor* do Sistema Financeiro Nacional, ao expedir normas e autorizações e promover o controle das instituições financeiras e de suas operações. É também considerado um *executor* da política monetária, ao exercer o controle dos meios de pagamento e executar o orçamento monetário e um *banco* do governo, na gestão da dívida pública interna e externa<sup>167</sup>.

<sup>163</sup> OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. *Mercado financeiro: objetivo e profissional*. Fundamento Educacional: São Paulo, 2011, p. 13.

<sup>164</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. *Relatório da administração 2005*. p. 18. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/reladmbc2005/RelatorioAdmBC2005.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>165</sup> “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: [...] 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. (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>166</sup> GROSSI, Antônio Alberto Fernandes. *O Sistema Financeiro Nacional comentado: instituições supervisoras e operadoras do SFN & políticas econômicas, operações financeiras e administração de risco*. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 30.

<sup>167</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 9. ed., São Paulo: Atlas, 2010, p. 39.

Por resultar do fenômeno da descentralização, o BCB não guarda subordinação hierárquica para com a Administração Direta, embora dela dependa administrativamente, pois é o chefe do Poder Executivo quem indica o nome de seu presidente. Esse, inclusive, não goza de mandato fixo, uma vez que é facultada sua demissão a qualquer momento por decisão do Presidente da República.

Muito embora funcione como banco do Tesouro Nacional, não é permitido ao BCB emitir moeda para custeio próprio, vez que se submete às restrições de orçamento previstas anualmente na forma da Lei do Orçamento da União.

Apesar do BCB exercer a supervisão sobre as instituições intermediárias do mercado de capitais, não lhe compete atuar como principal entidade reguladora desse setor da economia. Considerando sua especificidade e importância, tal ofício é reservado à outra autarquia de regime especial do Sistema Financeiro Nacional, a CVM.

A essa entidade cabe zelar pelo cumprimento da legislação societária, assegurando principalmente a ampla informação ao mercado sobre as conjunturas das companhias abertas. Para tanto, tem o poder de cancelar a validade das informações financeiras prestadas por essas sociedades empresárias, verificando se administradores, controladores, intermediários financeiros ou investidores operam sem auferir vantagens indevidas ou lesar interesses de, por exemplo, acionistas minoritários<sup>168</sup>.

De acordo com a Lei 6.385/76, a CVM constitui autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, sem subordinação hierárquica para com o Poder Executivo central, com autonomia financeira, técnica e orçamentária. Também é dotada de autoridade administrativa independente, porquanto seus dirigentes ocupam cargos estáveis e de mandato fixo<sup>169</sup>.

Tanto a autonomia quanto a independência da CVM visam a promover eficácia na regulação do subsistema econômico financeiro do mercado de capitais. Especificamente, objetivam extirpar do processo decisório influências político-partidárias ou mesmo pressões dos próprios regulados, detentores de considerável poder econômico.

---

<sup>168</sup> Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários pode ser vista como um dos “braços do Estado”, pois se submete a “regime jurídico próprio do poder estatal, isto é, a supremacia do interesse público sobre o interesse particular, do qual decorre a presunção de legitimidade e legalidade dos atos administrativos por ela expedidos.” (OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. CVM – Comissão de valores mobiliários e mercado de capitais. *Revista de direito público*. São Paulo: RT, v. 22, n. 89, p. 256 a 262, jan.-mar., 1989, p. 258).

<sup>169</sup> BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.



Porém, tais qualificações não conformam “imunidade injustificável” em face de qualquer controle estatal, mas necessária barreira à intervenção política em normatizações, decisões ou julgamentos da CVM. De outra maneira, seus atos não podem ser neutros e eficazes, guardando “correlação apenas com as políticas públicas democraticamente referendadas, estas sim emanadas do Poder Político da Nação, e cuja observância será sempre obrigatória”<sup>170</sup>.

As despesas da CVM são custeadas principalmente pela taxa de fiscalização cobrada dos administrados que estão sujeitos à sua regulação. Conforme as Leis 7.940/89 e 11.076/04, esse tipo de tributo tem como fato gerador os poderes de fiscalização e de regulação legalmente exercidos pela CVM.

Para Fernando Antônio Albino de Oliveira, “a atividade da Comissão de Valores Mobiliários enquanto autarquia pode ser resumida como a de exercício de autêntico poder de polícia”<sup>171</sup>. Esse tipo de poder consiste na “faculdade de que dispõe a Administração Pública para condicionar e restringir o uso e gozo de bens, atividades e direitos individuais, em benefício da coletividade ou do próprio Estado”<sup>172</sup>. Sua finalidade se dirige, portanto, a limitar o exercício da liberdade econômica e da propriedade, vedando comportamentos contrários aos parâmetros impostos pelo ordenamento jurídico.

Com fundamento nesse propósito, concedeu-se à CVM, a par da autonomia financeira e funcional, verdadeira autonomia reguladora, que decorre da redistribuição de prerrogativas anteriormente atribuídas ao CMN. Essa alteração de competências permitiu que se mantivesse intacta a harmonia hierárquica das autoridades reguladoras e regulamentadoras do mercado financeiro, “dada a evidente interconexão das medidas adotadas nos diversos mercados, e a possibilidade efetiva de as atuações em um dos mercados refletirem-se nos demais”<sup>173</sup>.

Nesse contexto, o CMN permanece competente para “definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários”, bem

---

<sup>170</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 253.

<sup>171</sup> OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. CVM – Comissão de valores mobiliários e mercado de capitais. *Revista de direito público*. São Paulo: RT, v. 22, n. 89, v. 22, p. 256 a 262, jan.-mar., 1989, p. 258.

<sup>172</sup> MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 27. ed., São Paulo: Editora Malheiros, 2002, p. 127.

<sup>173</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 307.

como para “fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições”<sup>174</sup>.

Ante a impossibilidade da aprovação, pelo Legislativo, da totalidade dos atos regulatórios imprescindíveis ao funcionamento das atividades financeiras, conferiu-se à CVM as seguintes funções para concretização das diretrizes definidas pela Lei 6.385/76<sup>175</sup>:

- i. *Normativa* (art. 8º, I): consiste na edição de regras gerais e abstratas de cunho técnico (ex. instruções), destinadas a concretizar as diretrizes legais e reger, no âmbito de sua competência, a conduta dos agentes do mercado. A norma reguladora ou regulamentadora expedida pela CVM se distingue por ser: “prospectiva, tentando induzir comportamentos econômicos; necessariamente ágil e dinâmica, pois lida com fatos temporários e mutáveis; e técnica, requerendo um conhecimento especializado de seu editor”<sup>176</sup>.

<sup>174</sup> BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Art. 3º. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>175</sup> “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados. [...] Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais. Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado. Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.” (BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>176</sup> OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. São Paulo. 1989. 221 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1989, p. 160. No mesmo sentido: ROCHA, Bolívar B. M. O poder normativo de órgãos da administração: O caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLVII, n. 64, p. 47 a 70, out.-dez., 1986, p. 66. Segundo a Deliberação da Comissão de Valores Mobiliários nº 1, de 23 de fevereiro de 1978, os atos expedidos pela CVM recebem a seguinte nomenclatura: (i) *Instrução*, compreende os atos através dos quais a CVM regulamenta as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76; (ii) *Deliberação*, consubstancia todos os atos de competência do Colegiado da CVM, nos termos do Regimento Interno; (iii) *Parecer*, responde a consulta específica que vier a ser formulada por agentes do mercado e investidores ou por componentes integrantes da própria CVM, a respeito da matéria por ele regulada; (iv) *Parecer de Orientação*, corporifica o entendimento da CVM sobre matéria que lhe caiba regular, fornecendo, assim, aos atores do mercado, orientação sobre o assunto; (v) *Nota Explicativa*, torna públicos os motivos que levaram a CVM a baixar norma ou a apresentar proposição ao Conselho Monetário Nacional, além de fornecer explicações sobre a utilização da norma; (vi) *Portaria*, compreende os atos que envolvam aspectos da administração interna da CVM; e (vii) *Ato Declaratório*, é o documento através do qual a CVM credencia

- ii. *Fiscalizadora* (art. 8º, III): realiza-se mediante o acompanhamento das informações veiculadas no mercado, sejam elas referentes às instituições que dele participam ou aos valores mobiliários negociados<sup>177</sup>. Destina-se a verificar a adequação da conduta dos agentes econômicos aos limites legais e regulamentares, interrompendo-se preventivamente suas práticas financeiras quando for o caso (artigo 9º, § 1º e 20). Efetiva-se tanto mediante o registro prévio das emissões de companhias, demais emissores (artigo 19) e auditores independentes (artigo 26), quanto por meio de autorização para prestar certos serviços no mercado de valores mobiliários, dentre eles: ii.1) administração de carteira (artigo 23); ii.2) distribuição, intermediação e corretagem de valores mobiliários (artigo 16, I, II e III); ii.3) compensação e liquidação de operações com valores mobiliários (artigo 16, IV); ii.4) de prestação de serviço de custódia (artigo 24); ii.5) de mercado de balcão organizado (artigo 21, § 5º). De acordo com a exposição de motivos da Lei 6.385/76, tais registros têm por finalidade “obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos à sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos”<sup>178</sup>.
- iii. *Registrária* (art. 8º, II): diz respeito aos atos formais pelos quais se permite que uma sociedade anônima se torne aberta, operando no mercado bursátil ou de balcão, bem como ao registro que autoriza a emissão pública de valores mobiliários, condição obrigatória para sua distribuição no mercado.
- iv. *Consultiva* (art. 13): é exercida junto a agentes do mercado e investidores e concretizada por “pareceres de orientação, os quais devem limitar-se às questões concernentes às matérias de competência da própria CVM, abrangendo apenas problemas de mercado ou sujeitos de sua regulamentação”<sup>179</sup>. Também pode ser incluída na função consultiva a intervenção da CVM

---

ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação 01 de 23 de fevereiro de 1978. <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exi\\_ato.asp?File=/deli/deli001.htm](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exi_ato.asp?File=/deli/deli001.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>177</sup> ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLVII, n. 105, p. 144 a 157, jan.-mar., 1997, p. 148.

<sup>178</sup> BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>179</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, 158.

como *amicus curiae* nos processos judiciais em que se discutam questões relacionadas a direito societário ou ao mercado de capitais afetas à sua competência<sup>180</sup>.

- v. *De fomento* (art. 4º, I e II): refere-se ao estímulo do crescimento e do desenvolvimento do Mercado de Capitais proporcionado por campanhas educativas, publicações científicas, etc.
- vi. *Disciplinar ou inibitória* (art. 9º, V): configura-se pela faculdade de apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, acionistas de companhias abertas, intermediários financeiros e demais participantes do mercado. Concretiza-se pela imposição de penalidades, observando-se o devido processo legal, com o objetivo de reprimir eficazmente ilícitos que se perpetrem em detrimento não só dos particulares, mas também do próprio mercado que se quer preservar como fonte ética e equitativa de captação de recursos<sup>181</sup>.

Todas essas funções almejam possibilitar que a CVM, ao disciplinar uma economia de livre mercado como é a brasileira, constitua um mercado de capitais eficiente, competitivo e principalmente bem informado. E, tudo isso, com vistas a atingir máxima confiabilidade mediante a proteção e harmonização dos interesses daqueles que transacionam nesse setor da economia.

É importante relatar que o caráter essencialmente *instrumental* apresentado pelo modelo regulatório da CVM deriva de sua inspiração na *Security Exchange Commission* norte-americana. Desse modo, é possível afirmar que a intervenção estatal no mercado de capitais acontece a partir de “normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores”<sup>182</sup>.

---

<sup>180</sup> No Brasil, são raras as varas judiciais dedicadas à matéria empresarial, daí a prerrogativa da CVM de cooperar com o judiciário para a melhor adequação de suas decisões às peculiaridades do mercado de capitais, contribuindo nessas demandas com seu conhecimento especializado. (HÁFEZ, Andréa. *Amigo da corte*. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/Amigo\\_da\\_Corte.PDF](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/Amigo_da_Corte.PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>181</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. n. 43, p. 64 a 78, jul. set. 1981, p. 68.

<sup>182</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XXI, n. 48, out.-dez., p. 48 a 59, São Paulo: RT, 1982, p. 50.

Esse tipo de regulação contrapõe-se àquela chamada *substantiva*, que admite a discricionariedade do Estado para escolher os participantes do mercado, fixar preços para emissões públicas de ações, interferir nas cotações ou, até mesmo, julgar o mérito de certos títulos, bloqueando sua distribuição pública quando reputá-los como de má qualidade<sup>183</sup>.

As diretrizes contidas nas “Políticas de Divulgação de Informações” da CVM demonstram a natureza prioritariamente instrumental de sua atividade regulatória:

- a) O sistema de divulgação visa a equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização da informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros, afetando a confiabilidade geral do mercado.
- b) A manutenção da confiança do investidor através da plena revelação dos fatos é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e uma maior captação de recursos de capital pelas companhias.
- c) A proteção do público investidor pela divulgação de informações não prejudica as companhias corretas e sadiamente administradas.
- d) A prática da divulgação é um elemento didático que tende a influenciar favoravelmente a conduta da administração das companhias abertas<sup>184</sup>.

Sob outro ângulo, a regulação instrumental da Comissão de Valores Mobiliários também pode ser reputada como espécie de intervenção estatal qualificada, ante a finalidade eminentemente informacional acima explicitada. Dessa forma, ela se materializa não só pela exigência de se relatarem as principais informações sobre os bens financeiros transacionados no mercado, mas também pela imposição de padrões para sua apresentação e pela verificação quanto à observância desses.

É o que comprova o art. 4º, VI da Lei n. 6.385/76, ao estabelecer como uma das finalidades da atividade exercida pela CVM, “assegurar o acesso público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> “Com efeito, a regulação ‘substantiva’ pode ser fonte de graves imperfeições, particularmente quando há poucas possibilidades de controles políticos, por parte do Poder Legislativo e do público em geral, sobre a atuação das agências reguladoras governamentais, como ocorre entre nós.” (EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XXI, n. 48, out.-dez., p. 48 a 59, 1982, p. 50).

<sup>184</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Políticas de Divulgação de Informações*. Rio de Janeiro: CVM, 1979, p. 4.

<sup>185</sup> BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Essa tutela da informação se dá sem prejuízo da utilização dos mecanismos de seguro para reparação de danos, os quais contêm limites quanto ao valor do ressarcimento (ex. limite da apólice ou, tratando-se de fundo mútuo, ao do próprio fundo). Sublinhe-se, ainda, que o respaldo securitário também não afasta posterior verificação da responsabilidade em caso de fraude ou má-gestão, seguida da consequente apuração de perdas e danos associada, se for o caso, às punições administrativa e criminal<sup>186</sup>.

Toda e qualquer ação da CVM é pautada por esses parâmetros para que os investidores desfrutem de efetiva liberdade ao tomar suas decisões de investimento. Ainda que experimentem prejuízos por não adotarem a cautela adequada ao risco que se submetem, eles “devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários”<sup>187</sup>.

### 4.3 Autorregulação no mercado de capitais

A regulação efetuada pelo poder público coexiste com a atividade autorreguladora exercida por entidades de direito privado. Sua justificativa está no acentuado grau de complexidade e incerteza inerentes à atividade financeira, o qual enseja obstáculos relevantes à supervisão de vulnerabilidades sistêmicas.

Assim, ao lado tanto da regulação estatal quanto da coordenação mercadológica, ambas oriundas da Administração Pública, surgem entidades responsáveis por estabelecerem regras sobre o funcionamento dos mercados por elas administrados (ex. BSM). A Comissão de Valores Mobiliários reconhece a relevância da autorregulação, principalmente após o processo de desmutualização das bolsas de valores:

A CVM deposita grande esperança em que o processo de desmutualização possa contribuir decisivamente para o incremento das atividades de auto-regulação.

---

<sup>186</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. SADDI, Jairo (coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002 p. 308 e 309.

<sup>187</sup> BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM: aperfeiçoamentos recentes. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 211.

Muito se debate sobre o suposto agravamento do conflito de interesses entre as atividades de uma bolsa que vise ao lucro e as atividades de auto-regulação dessa mesma bolsa. A CVM acredita que uma regulação que imponha a independência, o financiamento adequado e a atuação efetiva da auto-regulação, aliada aos riscos impostos ao mercado no caso de falhas de auto-regulação (inclusive, no extremo, de cassação da autorização para funcionar), constituem incentivos adequados para que os administradores de mercados e os sócios das sociedades que explorem esses mercados atuem de maneira adequada no exercício de suas funções auto-reguladoras, sempre sob a supervisão atenta do órgão regulador<sup>188</sup>.

Para Nelson Laks Eizirik, a autorregulação implica basicamente na atividade de “normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos”<sup>189</sup>. Assim, tal como acontece com a regulação estatal do mercado financeiro, “a auto-regulação se corporifica em mais de uma dimensão, abrangendo uma faculdade genérica de auto-regulamentação, uma faculdade de auto-execução e uma faculdade de aplicar punições, ou seja, de ‘autodisciplina’”<sup>190</sup>.

As normas autorreguladoras podem ser segregadas em duas diferentes classes. Na primeira, encontram-se as *regras de acesso ao mercado*, nas quais se incluem desde os mecanismos de ingresso de intermediários e de emissores de títulos até as condições de listagem dos valores mobiliários para efetiva negociação. A segunda congrega *regras de conduta* relacionadas à proteção dos agentes ou à garantia dos processos de formação de preços e dos instrumentos de negociação. É o caso das regras operacionais, de comportamento, de prestação de informações etc. Essa normatização é complementada por um “sistema de fiscalização e aplicação de penalidades circunscritos aos limites do poder de autorregulação conferido pelo Estado”<sup>191</sup>.

Com efeito, o autopolicimento quanto ao cumprimento de deveres legais e padrões éticos consensualmente aceitos viabiliza atuação mais célere e eficaz para correção de anomalias. E isso devido à maior proximidade dos autorreguladores para com as

---

<sup>188</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de audiência pública nº 06/2007. p. 1. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic\\_2007-06.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>189</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XXI, n. 48, p. 48 a 59, out.-dez., 1982, p. 52.

<sup>190</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 211.

<sup>191</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 214.

práticas mercadológicas, que possibilita acompanhamento com maior acuidade, sensibilidade e experiência. Alia-se a esse fato a incontestável redução dos custos estatais dessa atividade, uma vez que recaem sobre os próprios membros do mercado.

Entre os elementos da autorregulação, enumeram-se:

- i. coordenação do mercado realizada por agentes econômicos organizados coletivamente por meio de entidades profissionais privadas;
- ii. materialização pela criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, que passam a reger a atividade dos participantes submetidos à autorregulação;
- iii. fiscalização e eventual punição com base na aplicação de sanções disciplinares pelas entidades profissionais privadas em relação aos seus membros e;
- iv. inexistência de interferência estatal na atividade autorregulatória, apesar de algumas modalidades desse instituto serem impostas ou reconhecidas oficialmente pelo Estado e dotadas, por isso, dos poderes que esse lhes atribuiu<sup>192</sup>.

Todavia, assinale-se que, ao contrário da autoridade administrativa, da qual se vale a regulação perpetrada pelo Estado, a autorregulação se sustenta em instrumentos de direito privado, que podem ou não ter por fundamento a competência outorgada pela lei. Na primeira hipótese, tem-se a autorregulação legal (ou pública) e, na segunda, a autorregulação voluntária (ou privada)<sup>193</sup>.

Convém ressaltar que essa classificação não importa em sujeitar a autorregulação ao regime jurídico de direito público. Isso porque as entidades incumbidas do seu implemento detêm personalidade jurídica de direito privado, desempenhando atividade

---

<sup>192</sup> FERRAZ, Adriano. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Belo Horizonte. 2012. 164f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012, p. 71.

<sup>193</sup> Marcelo Fernandez Trindade e Aline de Menezes Santos reputam como pública a autorregulação legal e como privada a autorregulação voluntária ao declararem que: “Do ponto de vista de sua origem existem dois grandes sistemas de autorregulação: o de base voluntária (auto-regulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (auto-regulação de base legal ou pública). [...] a autorregulação é privada (ou de base voluntária) quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na auto-regulação pública (ou de base legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal.” (TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e autorregulação no Brasil e a crise internacional*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo\\_MarceloTrindade.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).



essencialmente privada. Logo, não se pode cogitar, sequer, de concessão ou delegação de serviço público, pois sua classificação como “pública” indica apenas a legitimação decorrente de expressa previsão legal.

Assim como se dá com a regulação e a regulamentação, a autorregulação também se volta à proteção da confiança como fator essencial à existência e manutenção do mercado de valores mobiliários. A tutela desse valor imaterial contribui tanto para a redução dos riscos dos investimentos quanto dos correspondentes custos de transação necessários a administrá-los. Caso esses atinjam patamares consideravelmente altos, as trocas econômicas poderão ser, até mesmo, inviabilizadas.

No mercado de valores mobiliários interagem sujeitos dotados de racionalidade limitada, pois “na vida real não há como conhecer todas as alternativas, havendo incerteza quanto a eventos externos e impossibilidade de cálculo de todas as conseqüências possíveis”<sup>194</sup>. Logo, sua conduta nem sempre se mostra maximizadora dos resultados benéficos devido a incoerência existente entre suas práticas concretas e os objetivos almejados a longo prazo.

Daí a necessidade de se garantir um nível adequado de segurança jurídica para que a manutenção da confiabilidade no mercado. Mas esse fim não pode ser atingido sem a especialização técnica e científica imprescindíveis à disciplina eficiente das operações financeiras.

A autorregulação surge, assim, como complemento imprescindível da regulação e da regulamentação estatal, revelando-se como “tipo de arranjo destinado ao desenvolvimento de atividades regulatórias, integrado, de forma mais ou menos direta, conforme o regime adotado em cada país, à atuação dos reguladores propriamente ditos”<sup>195</sup>.

Além disso, a autorregulação contribui com a confiança no mercado de capitais por suscitar menores litígios, vez que o conteúdo de suas regras provém dos próprios

---

<sup>194</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 13. Conforme o pensamento de Herbert Simon: “[...] a racionalidade é limitada quando ela quase atinge a onisciência. E as falhas de onisciência são, em sua maioria, falhas quanto à ciência de todas as alternativas, incerteza sobre eventos exógenos relevantes e inabilidade para calcular conseqüências.” [...] *rationality is bounded when it falls short of omniscience. And the failures of omniscience are largely failures of knowing all the alternatives, uncertainty about relevant exogenous events, and inability to calculate consequences.* (SIMON, Herbert A. *Rational decision-making in business organizations*. Nobel Memorial Lecture. 1978, p. 356. Disponível em: <[http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1978/simon-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1978/simon-lecture.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014, tradução nossa).

<sup>195</sup> YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, n. 34, p. 198 a 218, out-dez, 2006, p. 207.

operadores do mercado. Esses são dotados de maior perícia para lidar com a complexidade do sistema financeiro, o que confere maior flexibilidade e facilidade de adaptação para os agentes financeiros, inclusive frente a problemas econômicos circunstanciais.

A principal entidade autorreguladora brasileira é a Bovespa Supervisão de Mercados, que consiste em associação civil sem fins lucrativos. Inicialmente, o patrimônio da BSM foi constituído por contribuições iguais da extinta Bolsa de Valores de São Paulo S.A. e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, mas, na atualidade, seus membros são a BM&FBOVESPA S.A. e o Banco BM&F de Serviços de Liquidação e Custódia S.A.

A IN CVM 461/2007 delinea o espectro de controle dessa entidade autorreguladora ao atribuir competência para que ela aponte deficiências no cumprimento das normas legais e regulamentares. Além disso, também lhe compete instaurar, instruir e conduzir processos administrativos, bem como aplicar as penalidades cabíveis aos infratores (ex. advertência, multa, suspensão ou inabilitação temporária).

Em obediência a essa mesma norma regulatória, a BSM conta com um Departamento de Autorregulação, com seu Diretor e com um Conselho de Autorregulação. A esses cabe a condução dos trabalhos necessários à fiscalização e supervisão das operações estabelecidas nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA (art. 36).

Pela supervisão e auditoria dos agentes econômicos que participam desses mercados, “a BSM pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado”<sup>196</sup>.

A IN CVM 461/2007 também possibilitou que a BSM passasse a administrar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos<sup>197</sup>, antigo Fundo de Garantia mantido pela Bolsa de Valores de São Paulo. Por meio desse instrumento, a entidade autorreguladora indeniza eventuais prejuízos experimentados por investidores em razão de ações ou omissões dos intermediários financeiros (sociedades corretoras, distribuidoras etc.).

---

<sup>196</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM, 2013, p. 226.

<sup>197</sup> O MRP não tem personalidade jurídica, mas deve possuir escrituração contábil segregada da escrituração das operações da BM&FBOVESPA, não sendo essa responsável pelo pagamento das indenizações em caso de exaustão dos recursos do mecanismo. (BRASIL. BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados. Estatuto Social. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/InstDownload/BSM-Estatuto-Social.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

Os principais erros operacionais que autorizam os investidores a acionar o MRP são:

- i. inexecução ou infiel execução de ordens;
- ii. uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento;
- iii. entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;
- iv. inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência e;
- v. encerramento das atividades<sup>198</sup>.

As reparações concedidas pelo MRP se limitam ao valor de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais) e não abrangem transações feitas no mercado de balcão organizado, assim como prejuízos oriundos de mera oscilação de preços<sup>199</sup>. Para recorrer ao seu amparo, não é necessária a contratação de advogado nem o pagamento de taxas, mas a reclamação deve conter os requisitos mínimos impostos pelo Regulamento do MRP<sup>200</sup>.

Repise-se, entretanto, que, diante do dever do investidor de buscar informações antes de tomar as decisões quanto à alocação de seus recursos, ele não pode reclamar prejuízo ao MRP fundamentando-se, tão somente, na sua própria falta de conhecimento sobre os riscos inerentes a determinada operação.

A imposição normativa da CVM quanto à subsistência do MRP traz à tona discussão atinente à natureza da responsabilidade da bolsa de valores quanto às indenizações de prejuízos experimentados pelos investidores.

---

<sup>198</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA *Supervisão de Mercados: MRP (como funciona)*. Disponível em: <[www.bovespasupervisaomercado.com.br/MRPComoFunciona.asp](http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/MRPComoFunciona.asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>199</sup> Discordando da limitação quanto à responsabilidade bursátil em decorrência da conduta ilícita das sociedades corretoras: OLIVEIRA, Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da Bolsa de Valores. *Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, v. 57, p. 427 a 444, 2003, p. 440 e 441.

<sup>200</sup> A IN CVM 461/2007 também atribui outras características ao MRP que o distinguem do antigo Fundo de Garantia, dentre elas: (i) valor máximo de patrimônio ou montantes máximos a ele alocados, que deverão ser fundamentados na análise dos riscos inerentes à sua atividade; (ii) critérios de rateio em caso de insuficiência do patrimônio; (iii) possibilidade de ter recursos distintos das contribuições das sociedades corretoras na constituição do seu patrimônio. (BRASIL. Instrução Normativa CVM n. 461 de 23 de outubro de 2007. Art. 62, § 2º. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461consolid.doc>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

O Supremo Tribunal Federal apreciou a questão no RE 86.771-6/RJ, manifestando entendimento no sentido de que tal responsabilidade é de ordem subjetiva. Restou consignado nesse acórdão que a fiscalização das bolsas de valores sobre as sociedades corretoras e as companhias abertas pressupõe o dever de vigilância, cuja negligência importa em culpa que, por sua vez, enseja ressarcimento em benefício do investidor<sup>201</sup>.

Disso se deduz que a responsabilidade subjetiva da bolsa de valores decorrerá de qualquer “atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia”<sup>202</sup>. É o que sustentou Roberto Tadeu Antunes Fernandes, em parecer exarado pela Superintendência do Mercado e Intermediários da CVM. Na sua concepção, a melhor interpretação que se pode dar ao item 1 do artigo 41 da Resolução CMN 2.690/90 é a que exige apenas a necessidade de comprovação da existência de relação jurídica entre o cliente e a corretora, para que se possa admitir qualquer reclamação perante a bolsa de valores.

Por conseguinte, restringir a aplicação de ressarcimento à hipótese da estrita comprovação da existência de ordem diversa emitida pelo investidor, como pretendia a antiga Bovespa no processo acima referido, iria além do que buscava a citada norma. Tem-se, então, por consectário lógico, que se a *mens legis* está voltada a proteger a execução das ordens em situações oriundas de simples falhas ou erros operacionais ou até mesmo na hipótese de sua inexecução, quanto mais também estão aquelas que decorrem de dolo<sup>203</sup>.

---

<sup>201</sup> Anote-se, entretanto, que o Ministro Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, em seu voto, asseverou que o Fundo de Garantia da bolsa de valores havia sido criado para ressarcir os investidores em caso de ato ilícito praticado por pessoa autorizada a operar, ou por seus administradores, empregados ou prepostos, na intermediação de negociações realizadas na bolsa. Por isso, na visão desse magistrado, bastaria a ocorrência dessa situação para que o investidor passasse a ter o direito de indenização, não sendo necessário verificar se a bolsa teria agido ou não com culpa no exercício de suas funções de autorregulação. Portanto, o referido Ministro concebe como objetiva a responsabilidade da bolsa, vez que, de outro modo, não se poderá garantir a confiança dos investidores no mercado de valores mobiliários. (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Recurso Extraordinário 86.771-6/RJ. Relator Min. Antônio Neder. 16 nov. 1978. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=180780>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>202</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão da Superintendência do Mercado e Intermediários no Processo n. SP 96/0008. Relator: Dr. Roberto Tadeu Antunes. *apud* OLIVEIRA, Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da Bolsa de Valores. *Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, v. 57, p. 427 a 444, 2003, p. 442.

<sup>203</sup> Dessa maneira, “é inequívoco que o cliente que não deu qualquer ordem após a compra das ações tem o direito de exigir seja mantida a ordem de tê-las em carteira, ou seja, o cumprimento daquilo que ordenou em sua última manifestação de vontade junto à corretora. Entendimento contrário não é simplesmente ilógico, de vez que a ordem do cliente existe e é ela a de não vender, como leva a conclusões de clamoro-

Por fim, deve ser mencionado o relevante papel desempenhado pela autorregulação voluntária, seja quando essa é realizada por entidades específicas profissionalmente organizadas, seja quando é promovida por meio dos níveis diferenciados de governança corporativa estabelecidos pela BM&FBOVESPA.

Assim, com base em convenções de natureza privada, alocam-se instrumentos adequados à fiscalização e aplicação de penalidades para infrações. Mas elas não ostentam as mesmas prerrogativas inerentes à autorregulação de cunho legal, conforme ressalta Otávio Yasbek:

Da natureza das instituições auto-reguladoras decorre outro ponto importante: seus instrumentos são, necessariamente, distintos daqueles utilizados pela regulação estatal. Se esta última faz uso da autoridade administrativa acima referida e dos correspondentes instrumentos de direito público, para a auto-regulação são adotados, primordialmente, instrumentos fundados no direito privado. Isso não quer dizer, porém, que a relação entre a instituição auto-reguladora e o regulado seja ‘horizontal’ – não se encontram os dois em relação de mera coordenação, lado a lado, mas em relação de subordinação. Trata-se de uma subordinação, porém, sustentada muito mais por aquele instrumental típico das relações entre agentes privados<sup>204</sup>.

São exemplos dessas entidades profissionais:

- i. ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- ii. ABRASCA: Associação Brasileira das Companhias Abertas;
- iii. ANCORD: Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias;
- iv. APIMEC: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais.

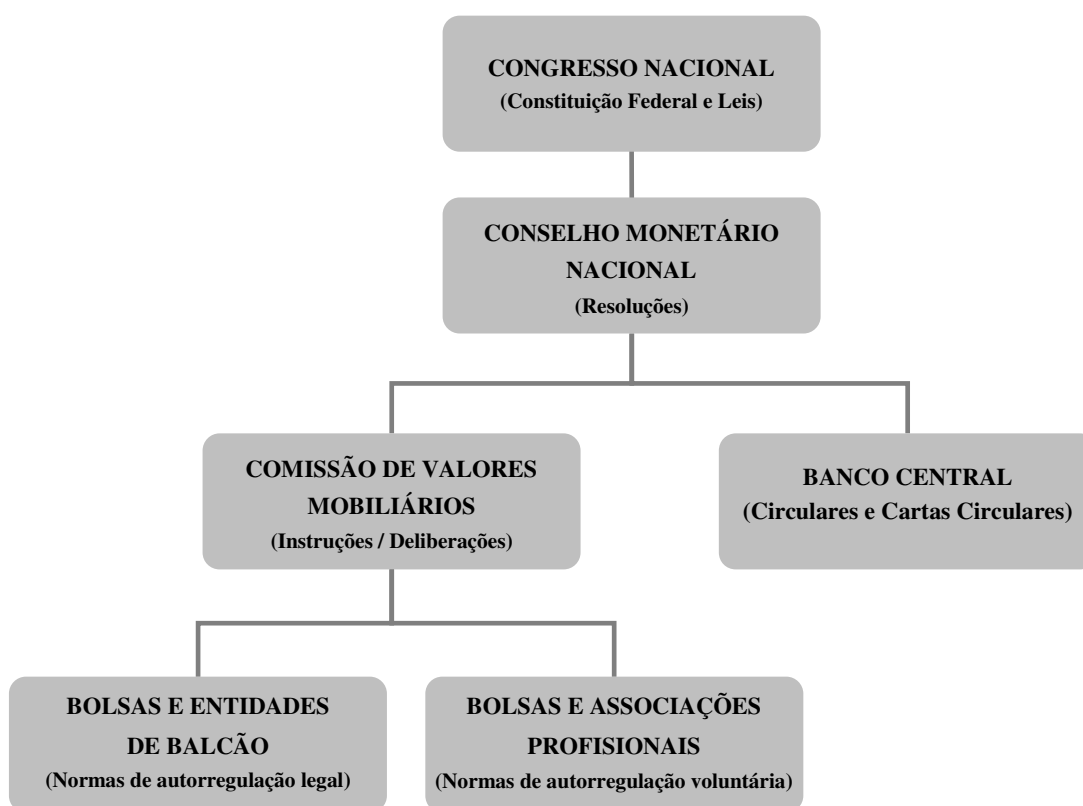
---

sa e flagrante injustiça. Tem sido entendimento desta Casa, há muitos anos, de que a realização de negócio sem ordem consubstanciaria ordem diversa da do investidor.” (OLIVEIRA, Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da Bolsa de Valores. *Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, v. 57, p. 427 a 444, 2003, p. 442).

<sup>204</sup> Vale esclarecer que, apesar das prerrogativas conferidas às entidades encarregadas legalmente da autorregulação, não se pode falar de delegação de poderes, mas sim de uma atividade privada fiscalizada pelo Estado, pois esse não possui autorização constitucional para desempenhar as atividades próprias das bolsas, o que implica na impossibilidade de delegação desses serviços. (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. *Revista de administração de empresas*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, n. 26., jan.-mar., 1986, p. 6 a 12. YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, n. 34, p. 198 a 218, out-dez, 2006, p. 207 e 208).

Por tudo o que foi descrito, a hierarquia entre as autoridades regulatórias do Sistema Financeiro Nacional responsáveis pela regulação e pela autorregulação do mercado de valores mobiliários pode ser representada pelo seguinte organograma:

**FIGURA 6**  
**Estrutura Normativa do Mercado de Valores Mobiliários<sup>205</sup>**



Dessa forma, uma vez analisada a estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro, passa-se à abordagem de sua estrutura operacional, com foco nos setores administrados pela BM&FBOVESPA.

<sup>205</sup> Organograma adaptado pelo autor a partir da figura constante do site da Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Atos normativos na esfera da CVM: estrutura normativa do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/atos.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

## 5 ESTRUTURA OPERACIONAL DO MERCADO DE BOLSA

### 5.1 AGENTES PARTICIPANTES DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

#### 5.1.1 A BM&FBOVESPA

A livre alienação dos valores mobiliários enseja a criação de mercado no qual é imprescindível a atuação de agentes econômicos especializados em promover os negócios necessários à circulação desses bens. E isso envolve tanto os atos destinados à transmissão da propriedade dos títulos quanto aqueles relacionados ao pagamento das quantias assumidas por esses papéis no mercado.

No entanto, como o presente estudo enfoca o contrato de comissão bursátil, a análise da estrutura operacional do mercado de valores mobiliários se restringirá às operações conduzidas pela BM&FBOVESPA, a única bolsa de valores em funcionamento neste país.

Nessa ordem de ideias, convém tecer alguns comentários sobre a origem da BM&FBOVESPA como a principal entidade responsável pela administração do sistema brasileiro de negociação e distribuição de valores mobiliários. Somente a partir dessas informações é que será possível a abordagem panorâmica das instituições financeiras que atuam como intermediárias no mercado de valores mobiliários perante os investidores individuais.

Oscar Barreto Filho explica a formação das bolsas de valores no Brasil:

O art. 68 do decreto n. 648 de 10 de novembro de 1849, que regulou a profissão de corretor, já estatuiu o seguinte: “Os corretores reunir-se-ão na mesma casa que serve agora de Praça do Comércio, cujo regime econômico e policial continuará a cargo da comissão da mesma Praça”. Após o Código Comercial, o decreto n. 806, de 26 de julho de 1851, que estabeleceu o Regimento dos Corretores da Praça do Rio de Janeiro, dispunha, no art. 42: “A casa da Praça do Comércio é o único lugar competente para a reunião dos corretores”. Do mesmo modo, o art. 1.º do decreto n. 6.132, de 4 de março de 1876, preceituava o seguinte: “Nos edifícios destinados para Praça do Comércio haverá um lugar especial, separado e elevado, onde, à vista do público, se reuni-

rão os corretores de fundos, quando tiverem de propor e efetuar transações”.

Encontramos a palavra “bolsa” usada, entre nós, pela primeira vez, no Regimento Interno da Junta de Corretores da Praça do Rio de Janeiro, de 12 de abril de 1877, expedido nos termos do art. 40 do decreto n. 806, de 1851, cujo art. 1.º rezava: “A Bolsa é o lugar, no salão da Praça do Comércio ou da Associação Comercial, destinado às operações de compra e venda de títulos públicos, de ações de bancos e companhias, de valores comerciais e finalmente de metais preciosos”<sup>206</sup>.

Já no século XX, o art. 6º da Lei 4.728/65 instituiu as bolsas de valores como entidades dotadas de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, cuja operação se submete à supervisão do Banco Central, de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional. Complementando tais faculdades, a Lei 6.385/76, em seu art. 8º e no § 1º de seu art. 17, atribuiu competência autorreguladora às bolsas de valores.

Assim, de acordo com a legislação brasileira, as bolsas de valores e as entidades administradoras do mercado de balcão, contanto que autorizadas pela CVM, podem gerenciar as negociações do mercado de capitais. Da mesma forma, certas instituições financeiras autorizadas pelo CMN – tais como as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários – são intermediárias que a lei designa para operar perante os investidores individuais, com exclusividade, em tais mercados.

De acordo com a interferência do Estado na constituição das bolsas de valores, elas podem se organizar conforme sistema:

- i. *de criação por lei*, segundo o qual a criação das bolsas independe de qualquer outra manifestação de vontade, que não a do Estado, hipótese em que as intermediações bursáteis são implementadas direta ou indiretamente pelo poder público (ex. Brasil Imperial);
- ii. *liberal*, no qual sua constituição e funcionamento são regulados discretamente por acordos de mútua conveniência entre o mercado e o governo (ex. Inglaterra);

---

<sup>206</sup> O autor também aponta a origem etimológica do vocábulo bolsa, o qual, para ele, “parece provir da cidade flamenga de Bruges, na qual, durante o século XIII, uma família nobre – Van der Burse – assinalava o frontispício de sua casa com escudo d’armas, em que figuravam três bolsas; por extensão, tal nome passou a designar uma praça contígua, que constituía o centro de reunião dos mercadores. Foi, contudo, em Antuérpia, no ano de 1531, que se fundou a primeira Bolsa de caráter internacional.” (BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 4, n. 12, p. 243 a 266, abril-jun., 2001, p. 243, 246 e 247).



- iii. *de autorização administrativa*, em que se formam pela vontade livre de seus membros, mas dependem de prévia autorização do Estado para funcionar, o qual, embora estimule sua criação, passa, depois disso, a exercer a regulação das suas operações (Ex. Brasil e Estados Unidos na atualidade)<sup>207</sup>.

Em definição bastante simplificada, “bolsa é o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos”<sup>208</sup>. A dificuldade que pode surgir quanto à apreensão desse conceito reside na atual dispensa da presença física dos intermediários para efetivação dos negócios, em ambiente bursátil<sup>209</sup>.

Isso porque, em 1972, a Bolsa de Valores de São Paulo implantou o sistema do pregão automatizado, com a disseminação de informações em tempo real por meio de ampla rede de terminais de computador<sup>210</sup>. Todavia, o sistema tradicional do pregão viva voz foi abolido só no ano de 2005, em razão do sucesso obtido por diversos instrumentos eletrônicos, tais como o “megabolsa”, o *homebroker* e o *after market*.

O “megabolsa” consiste em sistema (ou plataforma) constituído por terminais remotos que ampliam a capacidade de registro de operações de compra e venda. Essa ferramenta tecnológica reproduz o ambiente de negócios na tela de um computador, exibindo os registros das ofertas de compra e venda das ações negociadas, o que propicia o fechamento automático das negociações. Por ele, as sociedades corretoras e distribuidoras podem enviar suas ordens de compra e venda diretamente de seus escritórios situados em qualquer parte do mundo<sup>211</sup>.

O *homebroker* é o sistema pelo qual o investidor encaminha ordens de compra e venda de ações e de opções pela *Internet*, por meio de corretoras credenciadas nas bol-

<sup>207</sup> BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bôlsas de valores no direito brasileiro. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 4, n. 12, p. 243 a 266, abril-jun., 2001, p. 245.

<sup>208</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 130.

<sup>209</sup> Registre-se, ainda, que o termo “bolsa de valores” tem conotação polissêmica, podendo indicar dentre outros sentidos: i) a instituição administradora das operações; ii) o edifício ou lugar; iii) o conjunto de operações bursáteis de um dia determinado; iv) o estado dessas operações (ex. baixa, alta, firme etc). Neste trabalho, empregar-se-á apenas o primeiro desses significados.

<sup>210</sup> RASSIER, Leandro Hirt. *Entenda o mercado de ações: faça da crise uma oportunidade*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009, p. 44.

<sup>211</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Plataforma de negociações de ações, fundos de índice (ETFs) e recibos de ações (BDRs)*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 14 jan. 2014.

sas de valores mobiliários para tal fim. Esse sistema foi implantado em 1999 pela Bolsa de Valores de São Paulo e se assemelha aos serviços de *home banking*, permitindo a comunicação por via de “canal de relacionamento” entre os investidores e as sociedades corretoras da BM&FBOVESPA. Com isso, essa ferramenta dinamizou e simplificou as contratações necessárias à aquisição ou venda de valores mobiliários e possibilitou, ao mesmo tempo, uma maior participação de pessoas físicas no mercado bursátil<sup>212</sup>.

*After Market* é o nome do serviço oferecido aos investidores pela BM&FBOVESPA durante horário extra de funcionamento da bolsa. Com ele, quem não tem como acompanhar o mercado durante o horário comercial pode investir na bolsa após o fechamento do pregão oficial da BM&FBOVESPA, enviando ordens de compra e venda<sup>213</sup>.

Em sua origem, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo surgiu como *associação civil de sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários*, cuja denominação era Bovespa. Essas associadas detinham frações ideais de seu patrimônio, que lhes conferia, dentro de certos limites, prerrogativa de acesso ao sistema de negociação e distribuição de títulos e valores mobiliários<sup>214</sup>.

Para prestar os serviços necessários à conclusão das operações bursáteis, a Bovespa controlava uma sociedade anônima de capital fechado denominada Bovespa Serviços S.A.. Essa, por sua vez, detinha vinte por cento das ações da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, que era responsável pela guarda centralizada de valores

---

<sup>212</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Caderno CVM: Negociações online*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/protin/caderno5.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno5.asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>213</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações do segmento Bovespa: ações, futuros e derivativos de ações*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>214</sup> Nesse sentido, o parágrafo único do art. 21 da Resolução CMN 39/1966 determinava que somente poderiam “ser admitidas como Membros das Bolsas de Valores as firmas individuais constituídas pelos atuais corretores de fundos públicos e as sociedades corretoras, estas revestidas da forma de sociedade comercial por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada.” Revogando esse ato normativo, o art. 24 da Resolução 822/1989 dispunha que somente poderia “ser admitida como membro de Bolsa de Valores, a corretora que adquirir o respectivo título patrimonial.” Em face da transformação da personalidade jurídica da Bovespa (associação civil) para a BM&F Bovespa (companhia aberta) o art. 7º da Resolução CMN 1.655/89 atualmente vigora com a seguinte redação: “art. 7º Caso a sociedade corretora seja membro da bolsa de valores, o título patrimonial de sua titularidade garantirá, privilegiadamente, mediante caução real, oponível a terceiros, nos termos dos artigos 1.451 a 1.460 do Código Civil, os débitos que tiver com a bolsa de valores e a boa liquidação das operações nela realizadas, devendo ser caucionado em favor da bolsa antes de a sociedade iniciar suas operações.” (BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

mobiliários (depositária) e pela compensação, liquidação e gerenciamento de risco (*clearing*) das operações registradas na Bovespa Serviços S.A.<sup>215</sup>.

No entanto, devido ao processo de desmutualização<sup>216</sup> desencadeado no ano de 2007, houve a cisão da Bovespa e subsequente versão das parcelas de seu patrimônio para duas outras novas sociedades anônimas: a Bovespa Holding S.A. e a Bovespa Serviços S.A.<sup>217</sup>. Em seguida, as atividades operacionais dessa última continuaram sob a nova denominação social de Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP S.A.).

Em 2008, a BVSP S.A. foi incorporada pela Bovespa Holding S.A., cuja denominação social foi alterada para Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BVSP (“Nova BVSP”). Ato contínuo, a Nova BVSP, a CBLC e a BM&F foram incorporadas pela “Nova Bolsa S.A.”<sup>218</sup>, companhia criada para viabilizar a fusão entre a Bolsa de Valores e a Bolsa de Mercadorias e Futuros. Encerrando o processo de desmutualização, a Nova Bolsa S.A. passou a adotar como nome empresarial a denominação BM&FBOVESPA S.A.

Ao final desses eventos societários, as atividades de compensação, liquidação e custódia da antiga CBLC foram transferidas para a “Câmara de Ações” da BM&FBOVESPA, unidade que passou a desempenhar as funções de central depositária e de *clearing* de liquidação e compensação dos ativos negociados em ambiente bursátil. Ademais, também recorde-se que, para cumprir a função autorreguladora imposta pelo §

---

<sup>215</sup> Os outros 80% (oitenta por cento) das ações da CBLC eram titularizados por instituições financeiras intermediárias do mercado de capitais brasileiro.

<sup>216</sup> A desmutualização da BM&FBOVESPA pode ser entendida como o processo pelo qual essa instituição deixou de ser uma associação civil sem fins lucrativos e transformou-se em uma sociedade por ações. Isso acarretou a mudança de toda a sua estrutura, na distribuição de suas atribuições e, principalmente, nas regras de acesso aos seus ambientes de negociação. Na antiga estrutura mutualística, o acesso aos sistemas de negociação dos mercados organizados pela já extinta Bovespa era vinculado à propriedade de títulos patrimoniais e, após a desmutualização, tal acesso passou a ser regido por um regulamento para instituições intermediárias de caráter essencialmente comercial. No caso da CBLC, o acesso dos agentes de compensação estava vinculado à propriedade de ações da mesma e, após a sua desmutualização, tais agentes passaram a atuar sem essa condição. (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.* Disponível em: <[www.hsbc.com.br/1/PA\\_esf-ca-app-content/content/hbbr\\_pws/pt/para-sua-empresa/investimentos/acoes/ofertas-publicas/pdf/prospecto\\_definitivo\\_bovespa.pdf](http://www.hsbc.com.br/1/PA_esf-ca-app-content/content/hbbr_pws/pt/para-sua-empresa/investimentos/acoes/ofertas-publicas/pdf/prospecto_definitivo_bovespa.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>217</sup> Durante essa reorganização societária, a Bovespa Serviços S.A. entregou sua participação acionária sobre a CBLC para a Bovespa, devolvendo aos seus acionistas o montante correspondente à redução do capital social. Além disso, após a cisão supramencionada, os antigos detentores de títulos patrimoniais da Bovespa se tornaram acionistas da sociedade anônima de capital aberto Bovespa Holding S.A., a qual passou a deter o controle não só da BVSP S.A., mas também da CBLC.

<sup>218</sup> Essa companhia recebeu a denominação preliminar de “T.U.T.S.P.E Empreendimentos e Participações S.A.”, modificada em 2008 para “Nova Bolsa S.A.”. BM&F Bovespa: *Breve histórico da empresa*. Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/comunicados/BMFBOVESPA/Breve-Historico-da-Empresa/879518466562?p=2>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

1º do art. 17 da Lei 6.385/76, foi criada a associação civil sem fins lucrativos denominada BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados<sup>219</sup>.

Por último, convém informar que as quatro Câmaras existentes na BM&FBOVESPA (ações, derivativos, títulos de renda fixa e câmbio) se encontram em processo de integração, conforme Projeto de Integração da Pós-Negociação existente desde o início do mês de novembro do ano de 2012.

### 5.1.2 Os emissores de valores mobiliários

Os agentes econômicos responsáveis pela criação dos títulos que circulam no mercado acionário são as sociedades anônimas (ou companhias). Modesto Carvalhosa conceitua esse tipo de sociedade como pessoa jurídica de direito privado, cuja natureza é essencialmente “mercantil, em que o capital se divide em ações de livre negociabilidade, limitando-se a responsabilidade dos subscritores ou acionistas ao preço de emissão das ações por eles subscritas ou adquiridas”<sup>220</sup>.

Devido à impessoalidade oriunda da fácil modificação das posições acionárias, a companhia, via de regra, tem caráter de sociedade de capital. Ou seja, a ênfase de seu funcionamento recai no aporte dos investimentos e não nas características pessoais de cada sócio<sup>221</sup>.

<sup>219</sup> A BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados “é uma instituição sem fins lucrativos, instituída pela bolsa, mas gerida de forma independente, dotada de corpo técnico e orçamento próprios, bem como de um conselho de supervisão composto por maioria de seus membros independentes. A BSM foi criada para fiscalizar e supervisionar os participantes do mercado e a própria bolsa, identificar violações a regras ou condições anormais que possam pôr em risco o bom funcionamento do mercado, instaurar e conduzir processos administrativos disciplinares, penalizar os faltosos e administrar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), que é um fundo destinado a ressarcir investidores no caso de perdas decorrentes de ação ou omissão do participante, ou ainda, por transferência indevida de custódia. Ela, ainda, exerce funções especiais com relação à supervisão da negociação de ações da própria bolsa, a fim de evitar potencial conflito de interesses derivado de sua autolistagem.” (CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. *Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático*. 4. ed., São Paulo: Atlas, 2010, p. 23).

<sup>220</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 153. O conceito apresentado por esse autor se baseia nos arts. 1º da Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas – LSA) e 1.088 do Código Civil de 2002 (CC/02). A LSA constitui verdadeiro Código do Direito Societário Brasileiro, porquanto se aplica subsidiariamente a todos os demais tipos societários. (CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 12).

<sup>221</sup> Sobre a existência excepcional de *affectio societatis* em companhias, consulte-se: ZETTEL, Fabiano Campos. *Os efeitos da affectio societatis nas sociedades de capitais e nos acordos de acionistas*. 2004.

Por conseguinte, o vínculo entre os acionistas e a pessoa jurídica guarda natureza institucional e não contratual<sup>222</sup>. E isso porque a adesão ao regime legal e estatutário decorre da mera aquisição de participação acionária e não do encontro das vontades dos diversos sócios, o que faz com que as relações entre eles não se articulem nos moldes de acordo plurilateral.

O nome empresarial da companhia deve ser sempre formado por denominação<sup>223</sup>, nele constando obrigatoriamente a palavra “anônima”. Todavia,

A companhia jamais é anônima. Toda sociedade anônima deve possuir uma denominação. E esta é uma das espécies de nome empresarial, ao lado da firma ou razão.

A companhia não pode ter firma ou razão social. Esta, devido ao princípio da veracidade, sempre deve mencionar o nome de um, algum ou todos os sócios atuais. Daí ser a companhia chamada sociedade anônima.

*A expressão “anônima” liga-se também ao fato de que a companhia, potencialmente, congrega uma coletividade indefinida de sócios, cujo número pode atingir a cifra dos milhares ou milhões.* Nesse quadro social de intensa e incontrolável rotatividade, será impossível constatar, em determinado momento, e com precisão, os nomes de todos os acionistas, quem é acionista agora poderá já não sê-lo no instante seguinte. Para isso, basta que aliene suas ações a outra pessoa, em bolsa ou fora dela, em operação que refoge inteiramente ao controle ou interveniência da companhia<sup>224</sup>.

Dessa forma, a contínua mudança dos componentes do quadro social se deve ao fenômeno chamado por Rubens Requião de “Revolução do Acionariado”, que decorre

---

98f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.

<sup>222</sup> Registre-se a opinião contrária do professor João Eunápio Borges: “não vemos motivo para atribuir ao ato de constituição de uma sociedade anônima natureza diferente da que tem o de qualquer outra sociedade. Por mais numerosos que sejam os atos preliminares – a partir da iniciativa dos fundadores, redação do projeto de estatutos até a realização da assembléia constitutiva – a sociedade surgirá sempre de um acordo de vontades que se manifesta a cada subscrição de ação e se confirma afinal na manifestação da assembleia constitutiva” [...]. “O nome pouco importa: contrato, contrato plurilateral, ato complexo, ato coletivo, negócio coletivo, a essência, a substância do ato é sempre a mesma.” (BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. Belo Horizonte: Forense, 1976, p. 409).

<sup>223</sup> “Art. 5º Observado o Princípio da Veracidade: [...] III - a denominação é formada com palavras de uso comum ou vulgar na língua nacional ou estrangeira e ou com expressões de fantasia, com a indicação do objeto da sociedade, sendo que: [...] b) na sociedade anônima, deverá ser acompanhada da expressão ‘companhia’ ou ‘sociedade anônima’, por extenso ou abreviadas, vedada a utilização da primeira ao final.” (BRASIL. Departamento Nacional do Registro do Comércio. Instrução Normativa 99 de 21 de dezembro de 2005. Disponível em: <<http://www.dnrc.gov.br/Legislacao/normativa/in99.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>224</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, p. 15 e 16, grifos nossos.

da separação das prerrogativas inerentes ao direito de propriedade<sup>225</sup>. Ensina o autor que, desde o direito romano, admite-se que, da propriedade, emanam os direitos de usar, fruir e dispor do bem objeto da relação jurídica real<sup>226</sup>.

Contudo, o mesmo não ocorre com o acionista, pois, quando subscreve ou adquire sua ação, ele pode dispensar o direito de administrar a organização social mediante o exercício do direito de voto (ex. acionista preferencialista). E anui, com isso, que os órgãos da sociedade (diretores ou administradores) realizem a gestão dos recursos por ele injetados na companhia.

Desse modo, o sistema do acionariado inovou ao dissociar a “*gestão e a fruição* dos bens, proporcionando ao proprietário o gozo dos frutos, mas tirando-lhe a administração ou a gestão dos bens investidos”<sup>227</sup>.

Noutro viés, as sociedades anônimas se classificam como abertas quando devidamente habilitadas a negociar seus valores mobiliários na bolsa de valores ou mercado de balcão; e fechadas caso isso não seja possível (art. 4º da LSA e 22 da Lei 6.835/76).

Inúmeros efeitos práticos decorrem da caracterização da companhia como aberta. No sistema jurídico brasileiro, o mais importante deles é que devem se submeter ao registro perante a CVM, bem como às suas instruções normativas destinadas a regular a legislação aplicável às sociedades anônimas e seus valores mobiliários (art. 4º A, § 4º da LSA e arts. 5º e 8º da Lei 6.835/76)<sup>228</sup>.

Outro importante efeito é que a sociedade anônima de capital aberto tem suas ações comercializadas mediante complexo sistema de intermediação, a cargo de agentes econômicos autorizados a operar no mercado de bolsa.

Para encerrar a exposição sobre os agentes econômicos relacionados ao sistema operacional do mercado de valores mobiliários, cabe oferecer a noção geral de instituição financeira, modelo legal no qual se enquadram as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários.

---

<sup>225</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 57

<sup>226</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 57

<sup>227</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, São Paulo: Saraiva, 1995, p. 57. Excepcionam-se os casos em que um ou mais sócios detém poder de controle e/ou participam do Conselho de Administração da companhia.

<sup>228</sup> Algumas formalidades burocráticas concernentes ao registro da companhia, assim como das emissões de valores mobiliários perante a CVM são indispensáveis para que a sociedade anônima possa ter seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de capitais (arts. 4º, p.u., 170, § 6º e 82 da LSA).

### 5.1.3 As instituições financeiras intermediárias

No mercado bursátil, os negócios com valores mobiliários são intermediados por sociedades empresárias enquadradas no conceito legal oferecido pelo art. 17 da Lei 4.595/64. Segundo essa norma, as instituições financeiras podem ser pessoas jurídicas de direito público ou privado, “que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”<sup>229</sup>.

Quanto à opção da lei por um conceito aberto de instituição financeira, Andrea Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima ponderam:

A legislação preferiu conceituar instituição financeira a apresentar uma lista taxativa, a fim de evitar fraudes com a simples alteração formal na denominação de uma instituição, sem qualquer modificação em suas atividades. No entanto, a redação do art. 17 já ensejou inúmeras discussões, pois uma interpretação literal tornaria o conceito exageradamente amplo. *A doutrina e a jurisprudência têm adotado uma interpretação teleológica, de modo que a atividade de intermediação financeira é considerada essencial para caracterizar as instituições financeiras, ou seja, instituições financeiras são aquelas que tem por finalidade principal a intermediação financeira entre poupadores e tomadores de recursos financeiros*<sup>230</sup>.

Da mesma forma que as bolsas de valores surgiram para reduzir custos e eliminar os riscos dos mercados por elas administrados, o poder público também selecionou, mediante atos normativos do CMN, do BCB e da CVM, os agentes autorizados a intermediar operações financeiras.

Tais agentes, pela experiência e constância no desempenho dessas atividades, podem atender, com maior presteza, às necessidades dos seus clientes investidores. Entretanto, além de conferir eficiência aos negócios por eles intermediados, tais agentes também cumprem três outras funções básicas.

A primeira delas consiste na redução das imperfeições do mercado inerentes a economias de escala. Somente mediante o recurso aos serviços de intermediação financeira é possível evitar custos de transação, de aquisição de informações e até mesmo de

<sup>229</sup> BRASIL. Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>230</sup> ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 47, grifos nossos.

administração de *portfolio*. Se isso fosse diferente, esses obstáculos seriam enfrentados diretamente por agentes que não detêm especialização suficiente, tornando-se assaz oneroso lidar com tais questões.

Por conseguinte, a atuação em massa dos intermediários, ao mesmo tempo em que viabiliza amplo acesso às informações necessárias às transações, permite maior monitoramento em face da concentração de grandes volumes financeiros provenientes de fontes distintas.

A segunda função dos intermediários financeiros diz respeito à disponibilidade de instrumentos de proteção aos investidores. É um equívoco conceber que tal tarefa cabe somente às sociedades seguradoras especializadas no ramo. Na verdade, aqueles agentes também contribuem com a salvaguarda dos interesses envolvidos no mercado acionário ao atenderem às necessidades de liquidez e segurança de seus clientes.

Nessa mesma senda, em virtude da capacitação técnica de que dispõem, os próprios intermediários podem administrar, com maior êxito, os riscos assumidos nas relações com seus clientes. E isso, “seja pela contraposição, na mesma carteira, de posições capazes de neutralizá-los (provenientes, no mais das vezes, de outros clientes), seja pela constituição de outras salvaguardas, financeiras ou não financeiras”<sup>231</sup>.

Por último, tem-se a mais relevante função desempenhada pelos intermediários financeiros que consiste no:

[...] desenvolvimento de instrumentos que permitam o “casamento” entre as pretensões diversas de provedores e de beneficiários de recursos (unidades superavitárias, que desejam investir, e unidades deficitárias, que procuram se financiar), tendo em vista o porte das instituições envolvidas, suas necessidades e seus distintos graus de aversão ao risco. Naturalmente, os provedores de recursos procuram sempre diversificação de investimentos e mecanismos de mais curto prazo ou que lhes garantam liquidez, enquanto os beneficiários preferem partilhar com terceiros os riscos de suas atividades, emitindo instrumentos de longo prazo ou de participação, demandando valores de maior monta. Também aqui, em razão da sua posição e da capacidade de recorrer a instrumentos diversos, o intermediário pode atender às necessidades dos dois lados<sup>232</sup>.

<sup>231</sup> YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 147.

<sup>232</sup> GOODHART, Charles A. E. *Money, information and uncertainty*. Cambridge: The MIT Press, 1989, p. 104 e ss. *apud* YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., 2009, p. 146 e 147. Além dessas funções, também pode ser acrescentada a aptidão dos intermediários financeiros para prover instrumentos de pagamentos alternativos à liquidação em dinheiro, tal como ocorre com a moeda escritural e demais títulos por eles emitidos.



Tudo isso milita em favor de maior lisura informacional e da consequente proteção oferecida por melhores condições técnicas de avaliação e acompanhamento das atividades dos beneficiários dos serviços de intermediação.

Em virtude do significativo papel desempenhado junto ao mercado de capitais, merecem ser conceituadas duas espécies de instituições financeiras auxiliares (não bancárias), as sociedades corretoras e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários<sup>233</sup>.

As *sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários* são instituições constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada, que atuam sob supervisão do BCB e da CVM. Deve constar em sua razão social a expressão “Corretora de Títulos e Valores Mobiliários”. Convém enfatizar que essas instituições atuam tanto no mercado de capitais primário como no secundário, intermediando as operações neles realizadas (Resolução CMN 1.655/89).

As *sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários*, por sua vez, constituem-se sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada e na sua denominação social deve constar a expressão “Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários”. São sociedades empresárias especializadas em serviços voltados à intermediação de oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado, mas também administram e custodiam as carteiras de títulos e valores mobiliários, instituem, organizam e administram fundos e clubes de investimento, operam no mercado acionário, comprando, vendendo e distribuindo títulos e valores mobiliários, inclusive ouro financeiro, por conta de terceiros<sup>234</sup>, fazem a intermediação com as bolsas de valores e de mercadorias, efetuam lançamentos públicos de ações, operam no mercado aberto e intermediam operações de câmbio (Resolução CMN 1.120/86).

É importante ressaltar que, dentro da dinâmica das interações existentes no mercado de bolsa, essas instituições financeiras podem assumir diversas posições jurídicas, de acordo com os tipos de operações intermediadas, as quais vão desde a participação

---

<sup>233</sup> “As instituições classificadas como não bancárias são as que não apresentam capacidade de emitir moeda ou meios de pagamento, como os bancos comerciais.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 44).

<sup>234</sup> Com a desmutualização da bolsa de valores de São Paulo e sua consequente transformação em sociedade anônima de capital aberto, não é mais necessário que uma sociedade corretora permaneça como membro de tal instituição. Uma das consequências desse processo foi o fato das sociedades distribuidoras de valores mobiliários passarem a poder obter autorização da CVM para operar na BM&FBOVESPA. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Banco Central do Brasil. Decisão Conjunta 17 de 02 de março de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Bccvm17.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

como coordenadoras do processo de abertura de capital de uma companhia, abrangendo também a contratação direta com os investidores na condição de comissárias e chegam, até mesmo, a alcançar a atuação como prestadoras de serviços específicos de agentes de custódia ou de compensação junto à BM&FBOVESPA<sup>235</sup>.

## 5.2 INTERAÇÕES ENTRE OS AGENTES DOS MERCADOS ACIONÁRIOS

No mercado primário das ações, os sujeitos de direito apresentados nos tópicos anteriores se relacionam com o objetivo de promover a capitalização da companhia emissora. A intermediação das sociedades corretoras nesses processos ocorre geralmente quando se deseja que, ao final de todas as suas etapas, as ações fiquem sujeitas à circulação nos mercados secundários administrados pela BM&FBOVESPA.

Desse modo, é importante diferenciar as hipóteses de subscrição pública e de subscrição particular de ações pela sociedade anônima. Enquanto esta se dirige aos próprios acionistas da companhia ou a investidores predeterminados (geralmente de cunho institucional), aquela se volta a toda comunidade de investidores.

Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho explica que:

A subscrição pode ser particular ou pública. Na primeira, as ações emitidas são apresentadas como opção de investimento a investidores procurados diretamente pela companhia emissora ou por seus agentes. Não existe, nessa modalidade, uma oferta aos investidores em geral. Claro que também será particular a subscrição realizada para atender determinado investidor que houvera tomado a iniciativa de apresentar proposta de investimento atraente aos olhos da sociedade. O decisivo, para caracterizar como particular a subscrição, é a ausência de acessibilidade dos investidores em geral à emissão. Já a subscrição pública é, exatamente, a que apresenta essa ampla acessibilidade: a ação é apresentada como alternativa de investimento à generalidade dos investidores e demais agentes que operam no mercado de capitais. A sociedade anônima fechada somente pode emitir ações para subscrição particular. Se pretender alargar o universo de pessoas às quais apresentará a ação como opção atraente, terá de abrir o seu capital, solici-

---

<sup>235</sup> As instituições financeiras auxiliares (não bancárias) fazem com que a contínua interação entre mercado primário e mercado secundário se concretize. Isso porque “o fato fundamental na decisão do investidor quando compra ações de novos lançamentos é a possibilidade de que, mais tarde, ao necessitar do total ou parte do capital investido, possa desfazer-se delas e reaver o seu dinheiro com lucros.” (PINHEIRO, Juli-ano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 3.ed., São Paulo: Atlas, 2006).

tando os registros hábeis junto à CVM. Já a sociedade anônima aberta pode optar pela realização da emissão de ações para subscrição particular ou pública, procedendo também aos registros cabíveis na CVM<sup>236</sup>.

Além disso, convém sublinhar que a subscrição pública pode acontecer tanto na constituição quanto no aumento do capital social da companhia aberta. No entanto, nessa espécie de sociedade anônima, a subscrição particular somente é possível para se realizar o aumento de capital social, hipótese que tem por finalidade o depósito das ações na BM&FBOVESPA.

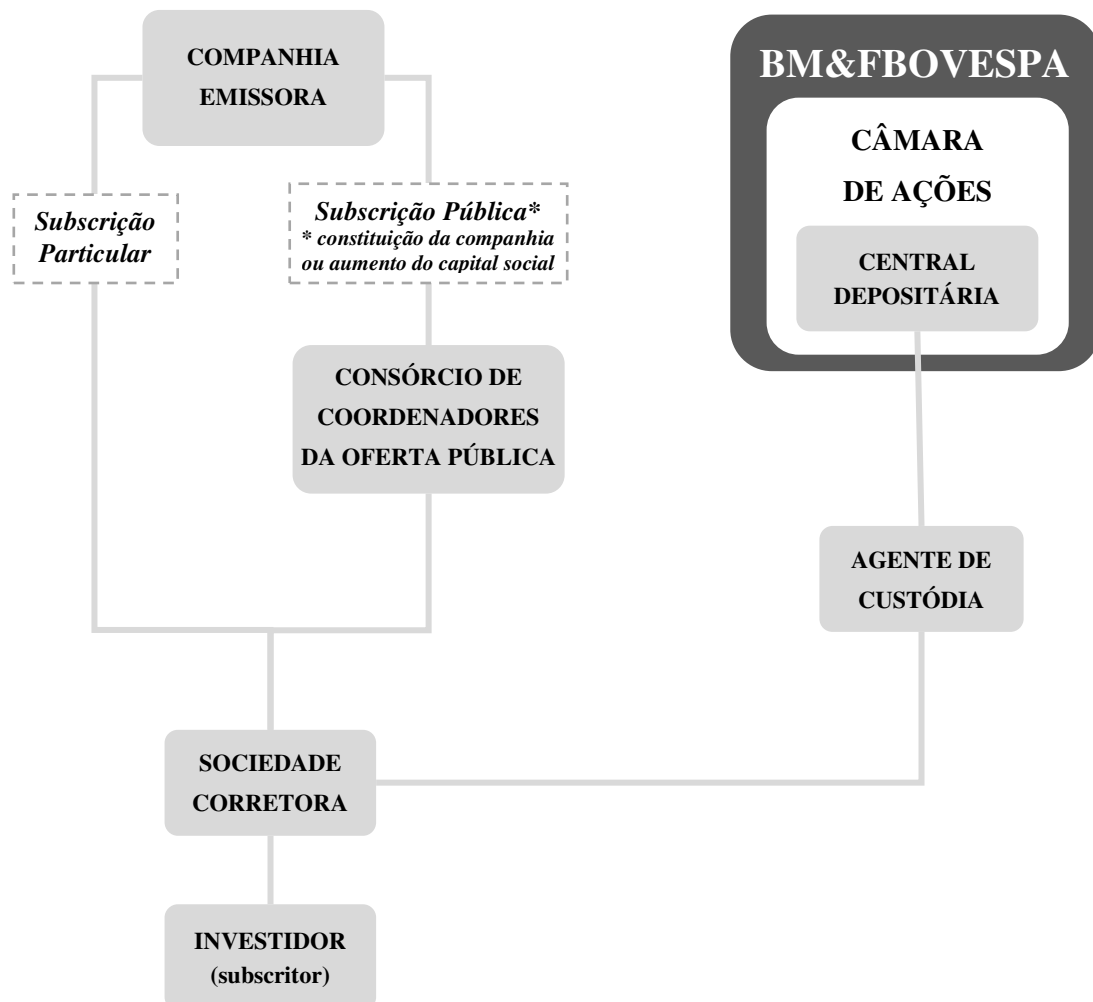
E isso é assim porque, para que o referido depósito ocorra, é necessário que a companhia emissora já tenha obtido seu registro junto à CVM na época em que foi constituída mediante subscrição pública ou quando efetuou o procedimento de abertura de seu capital<sup>237</sup>. Logo, não há como uma companhia aberta se valer da subscrição particular com o fim de promover sua constituição.

Com base nessas informações, os procedimentos de subscrição pública e particular das ações de companhia aberta são representados pelo seguinte organograma:

---

<sup>236</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. v. 2, 10. ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 117.

<sup>237</sup> Conforme o jargão econômico, a operação pela qual uma companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez é designada pela sigla IPO (*Initial Public Offer* – Oferta Pública Inicial). Esse procedimento atende a um dos principais objetivos do mercado de capitais, qual seja: permitir o acesso das sociedades anônimas à poupança popular, afastando as desvantagens ocasionadas pelos empréstimos bancários. Essa premissa torna imprescindível um sistema adequado à proteção do investidor, que tenha como pilar a eficiente política de divulgação e transparência das informações. No Brasil, tal política é implementada mediante a exigência de registro prévio na CVM quanto às ofertas de valores mobiliários que se dirijam ao público em geral. Para deferimento desse registro, não compete à CVM qualquer exame a respeito da qualidade dos títulos ofertados, nem quanto às características da empresa emissora, ou mesmo, quanto à conveniência do momento escolhido para a oferta pública. A única exceção se verifica na hipótese de exame substantivo referente à constituição de companhia por subscrição pública prevista no art. 82 da LSA. Vale observar que há situações, porém, em que não se justifica exigir o prévio registro na CVM da oferta de venda das ações. Isso ocorre quando essa não transcende os limites de uma operação de cunho eminentemente privado, dirigindo-se a pessoas específicas e previamente determinadas. Nesses casos, não há o apelo à poupança popular, tal como acontece quando os investidores, mesmo sem o controle proporcionado pela intervenção da CVM e da BM&FBOVESPA, têm acesso a informações que lhes permitam uma tomada de decisão consciente. (EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 30 e 31)

**FIGURA 7****Estrutura Operacional do Mercado Primário de Ações da BM&FBOVESPA<sup>238</sup>**

As negociações realizadas no mercado secundário de ações possuem o investidor vendedor em uma de suas extremidades e, na outra, o investidor comprador. Ambos necessitam contratar sociedade corretora de títulos e valores mobiliários. Essa, caso não esteja habilitada como agente de compensação e/ou agente de custódia perante a BM&FBOVESPA, deverá manter vínculo com instituições capazes de desempenhar esse papel.

No interior da BM&FBOVESPA, a Câmara de Ações exerce a função de *contraparte central* da liquidação das operações executadas pelos agentes de compensação,

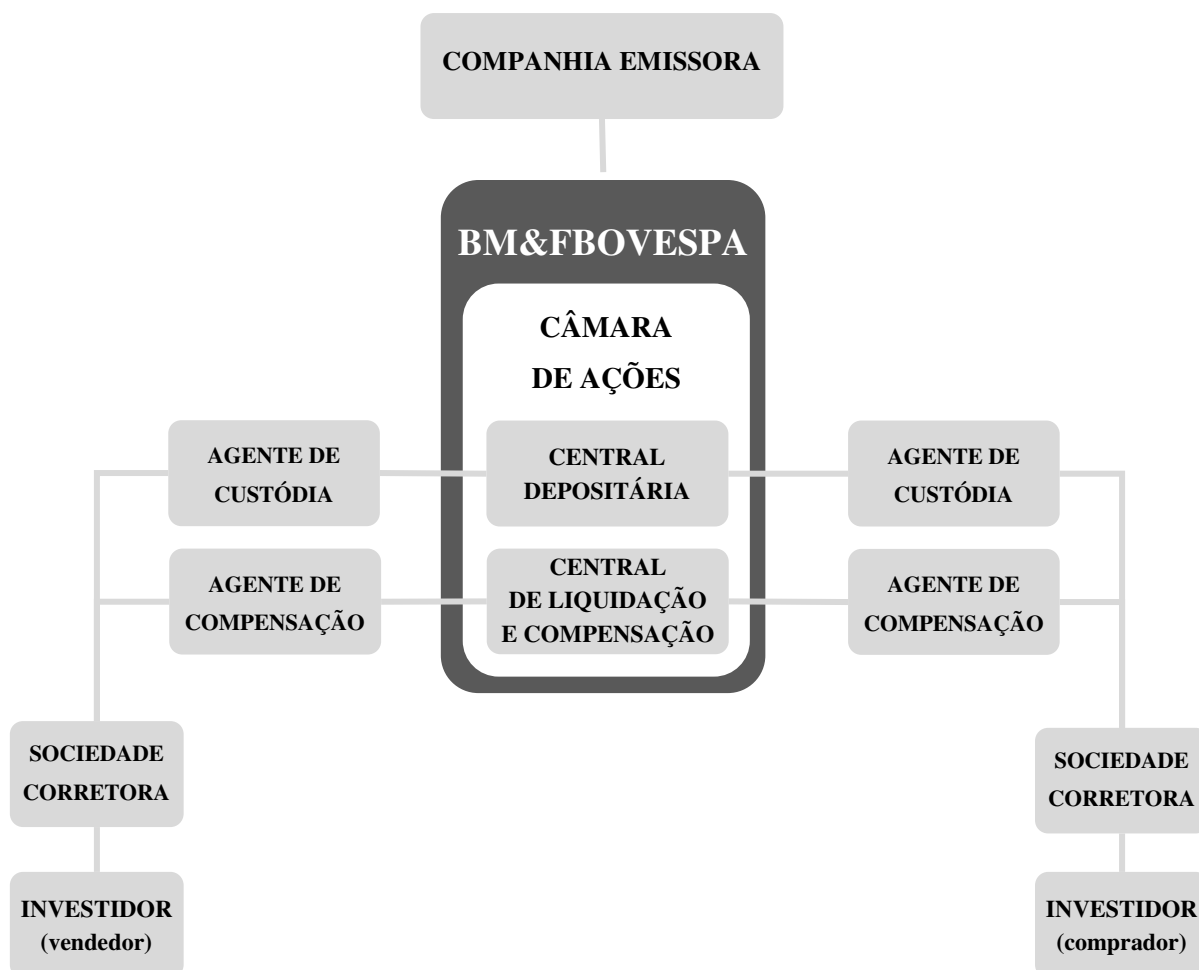
<sup>238</sup> Organograma elaborado pelo autor.

em nome das sociedades corretoras. Além disso, também presta os serviços de custódia das ações, na condição de *central depositária* dos ativos comercializados no mercado bursátil.

Dessa forma, é possível organizar os agentes do mercado secundário de valores mobiliários conforme a seguinte representação gráfica:

### **FIGURA 8**

#### **Estrutura Operacional do Mercado Secundário de Ações da BM&FBOVESPA<sup>239</sup>**



<sup>239</sup> Organograma elaborado pelo autor a partir de modelo estruturado pelo aluno José Elias de Pádua, na disciplina Análise Jurídica da Economia. Essa matéria foi ofertada pelo Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa-Lima na pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais.

Entretanto, convém alertar, desde já, que uma mesma instituição financeira pode ocupar mais de uma posição jurídica na cadeia de contratações formada para intermediar a subscrição ou a compra e venda de valores mobiliários.

No mercado primário, por exemplo, uma mesma corretora pode atuar simultânea e cumulativamente como coordenadora de distribuição, comissária do investidor e agente de custódia perante a BM&FBOVESPA. No mercado secundário bursátil ela também poderá exercer o papel de agente de compensação e/ou agente de custódia, além de agir como comissária do investidor. Assim, para melhor apreender essas informações, passa-se a análise da rede dos contratos imprescindíveis à conclusão de negócios com ações no mercado de bolsa brasileiro.

### **5.3 VISÃO PANORÂMICA DAS CADEIAS CONTRATUAIS INTERMEDIÁRIAS DOS NEGÓCIOS COM AÇÕES**

À primeira vista, a comercialização de ações pode parecer negócio simples, que é facilmente viabilizado pela estrutura de intermediação do mercado de valores mobiliários. Todavia, os diversos contratos necessários tanto para o lançamento das ações no mercado quanto para circulação desses bens conferem extrema complexidade a tais operações financeiras. Por isso, faz-se oportuna a apreciação detalhada das redes contratuais imprescindíveis quer para a subscrição (mercado primário), quer para a compra e venda de ações (mercado secundário)<sup>240</sup>.

No cotidiano do mercado de capitais, utilizam-se indiscriminadamente diversas denominações para identificar cada um dos contratos firmados pelos intermediários fi-

---

<sup>240</sup> Vale recordar que “a prática divide o Mercado de Capitais em dois seguimentos principais: O Mercado Primário e o Mercado Secundário. O Mercado Primário é também denominado Mercado de Emissão, porque nele os valores mobiliários (títulos) recém-emitidos deverão ser lançados para os investidores. Ao Mercado Secundário pertencem os seguimentos de mercado nos quais esses títulos em forma de ações e debêntures são revendidos pelos primeiros compradores, podendo assim ser comprados por outros investidores. Todas as vendas posteriores dos títulos também ocorrem nesses mercados. Enquanto os mercados secundários, especialmente as Bolsas de Valores, são mantidos em locais específicos, o Mercado Primário não se deixa localizar, já que, em regra, os domicílios ou a sede dos investidores adquirentes dos novos títulos por ocasião da emissão estão espalhados pelo país e pelo exterior.” (KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro: uma introdução*. São Paulo: Renovar, 2007, p. 67).

nanceiros<sup>241</sup>. Porém, sob a ótica do Direito, é imperioso averiguar se eles se encaixam em (ou se aproximam de) alguma das figuras típicas reguladas pelo ordenamento jurídico brasileiro. Mas antes de dar início à essa investigação, convém eleger alguns referenciais teóricos que servirão como parâmetros para a análise desses negócios jurídicos.

A tipicidade nada mais é do que o esquema normativo abstrato de acordo com o qual determinada figura contratual é disciplinada. Mas para se concluir a respeito de sua inserção (ou não) em um dos arquétipos contratuais regidos pelo direito brasileiro, deve identificar-se, antes de tudo, a causa do negócio jurídico analisado.

A partir de perspectiva inegavelmente teleológica, Emílio Betti compreende a causa como a “função econômico-social de todo o negócio, considerado despojado da tutela jurídica, na síntese dos elementos essenciais, como totalidade e unidade funcional, em que se manifesta a autonomia privada”<sup>242</sup>.

Desse modo, há necessária interconexão entre a causa e a categoria típica na qual um negócio jurídico se enquadra. Na lição do autor supracitado:

A causa é, em resumo, a função de interesse social da autonomia privada. Os elementos necessários para a existência do negócio são também elementos indispensáveis da função típica que é sua característica. A sua síntese, assim como representa o tipo do negócio, na medida em que é negócio causal, também lhe representa, igualmente, a função típica. Função econômico-social do tipo de negócio, como manifestação de autonomia privada, a qual é um fenômeno social antes de se tornar, com o reconhecimento, um fato jurídico<sup>243</sup>.

Toma-se, então, a noção de causa do negócio jurídico esposada por esse autor como pressuposto para aferição da tipicidade dos contratos do mercado acionário bursá-

---

<sup>241</sup> Alguns exemplos dessas denominações podem ser consultados nas páginas 120 (nota 270) e 137 deste trabalho.

<sup>242</sup> *Respinti questi vari modi di identificare la causa con elementi singole del negozio, siccome dovuti a prospettive unilaterali e perciò erronee, é agevole concludere che la causa o ragione del negozio s'identifica con la funzione economico-sociale del negozio intero, ravvisato spoglio della tutela giuridica, nella sintesi de'suoi elementi essenziali, come totalità e unità funzionale in cui si esplica l'autonomia privata.* (BETTI, Emílio. *Teoria generale del negozio giuridico*. Collan: Università di Camerino, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1994, p. 180, tradução nossa).

<sup>243</sup> No original: *La causa è, in breve, la funzione d'interesse sociale dell'autonomia privata. Gli elementi necessari per l'esistenza del negozio sono anche elementi indispensabili della funzione tipica che è sua caratteristica. La sintesi loro, come rappresenta il tipo del negozio, in quanto negozio causale (§ 24), così ne rappresenta anche la funzione tipica. Funzione economico-sociale del tipo di negozio, in quanto esplicazione di autonomia privata, la quale è un fenomeno sociale prima di divenire, col riconoscimento (§ 2), un fatto giuridico.* (BETTI, Emílio. *Teoria generale del negozio giuridico*. Collan: Università di Camerino, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1994, p. 180, tradução nossa, grifos nossos).

til. Todavia, também compete elucidar as três hipóteses classificatórias de um contrato segundo a sua possibilidade de adequação aos modelos previstos em lei.

Segundo Caio Mário da Silva Pereira, o contrato é *típico ou nominado* “quando as suas regras disciplinares são deduzidas de maneira precisa nos Códigos ou nas leis”<sup>244</sup>. Isso ocorre devido à subsunção dos elementos concretos que compõem o negócio aos dados gerais e abstratos elencados em norma legal.

A *contrario sensu*, os pactos cujos elementos não se compatibilizam com as descrições legais existentes, são chamados de *atípicos e inominados*. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa informa que isso não significa que esses últimos não tem nome, mas sim que “não tem um *nome legislado*, ou seja, não são previstos (ou *tipificados*) pelo ordenamento jurídico”<sup>245</sup>.

Entretanto, também é possível que, em avença única, sejam mesclados elementos oriundos de mais de uma figura delineada em dispositivo legal. Nesse caso, ter-se-á um contrato *misto*<sup>246</sup>, que será regulamentado de duas diferentes maneiras: a absorção e a combinação.

Na primeira, o contrato será regido pela disciplina aplicável ao tipo principal identificado no caso concreto. Na segunda, “o contrato deve ser regido pelas regras do tipo ao qual um determinado elemento pertença, não se fugindo à utilização da analogia para a solução de questões presentes em situações semelhantes”<sup>247</sup>.

<sup>244</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 34.

<sup>245</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 193.

<sup>246</sup> Sobre o assunto, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa sustenta que: “assim como na natureza nada se cria, nada se perde, mas tudo se transforma, não existem contratos inominados absolutamente novos em seus elementos. Eles são criados a partir de elementos de contratos típicos ou de outros contratos atípicos, resultando sua mistura em uma nova modalidade contratual, destinada a atender uma nova necessidade econômica. Precisamente porque surgem a partir de contratos já conhecidos eles também são chamados de *mistos*, em contraposição aos contratos originários, que seriam *puros*. [...] Do ponto de vista da causa, o contrato misto pode ser visto de duas maneiras. Na primeira ele é identificado como o contrato para o qual concorrem os elementos de mais de um contrato típico (ou mesmo atípico quanto a algum deles) os quais se fundam (*sic*) em uma única causa. Esta fusão faz resultar um novo interesse unitário no plano prático-econômico. Uma segunda apreciação do contrato misto diz respeito à presença de uma pluralidade de causas na mesma relação jurídica.” (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 194 e 195).

<sup>247</sup> Também vale frisar que, em matéria de contratos mistos, “podem ocorrer conflitos na regência aplicável a cada elemento do contrato que tenha tido uma origem diversa dos demais. Neste caso a solução do problema deverá residir na verificação de qual caminho respeitará melhor o interesse das partes, fator ligado à verificação do atendimento de sua causa concreta, unitária ou múltipla.” (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 195).



Por fim, é importante esclarecer que um mesmo contrato pode se encaixar em mais de uma categoria típica, caso admita várias formas de elaboração. Isso ocorre principalmente quando cada uma de suas possíveis modalidades apresente traços compatíveis com um tipo legal específico previsto em lei. É o caso, por exemplo, do contrato de distribuição de valores mobiliários, a ser analisado adiante.

### **5.3.1 Contratos intermediários do mercado primário de ações**

No mercado primário, a cadeia das contratações necessárias à subscrição de ações se inicia pela sociedade anônima que pretende emitir ações e termina com o investidor que deseja se tornar acionista da companhia.

Em face da temática delimitada por este estudo, o presente tópico se limitará a descrever o procedimento de lançamento de ações dirigido à sua correspondente listagem nos mercados administrados pela BM&FBOVESPA.

Contudo, cabe assinalar que, no mercado primário, a liquidação dos recursos e seu ulterior repasse à companhia não se efetivam mediante a inserção da Câmara de Ações como contraparte central do negócio de subscrição. A transferência desse capital é efetivada fora do mercado de bolsa, por meio da corrente de intermediários financeiros envolvidos no lançamento e na colocação das novas ações<sup>248</sup>.

#### **5.3.1.1 A subscrição particular de ações**

No procedimento de subscrição particular de ações, os acionistas que exercerem seu direito de preferência e os demais interessados em adquiri-las deverão realizar

---

<sup>248</sup> É possível, entretanto, que a Câmara de Ações atue “como facilitadora da liquidação, coordenando o processo de Entrega contra Pagamento entre vendedores e compradores e eliminando assim o risco de principal.” Nesse caso, o sistema utilizado pela Câmara de Ações será o de liquidação bruta. (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Compensação e liquidação*: sistemas de compensação e liquidação. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br#1>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

suas operações por meio de *sociedade corretora*. Só assim seus títulos poderão, ulteriormente, circular no mercado de bolsa.

O negócio jurídico firmado entre essa instituição financeira intermediária e o investidor será objeto de análise no próximo capítulo, mas cabe assinalar, desde já, que a sua natureza jurídica é a de um *contrato de comissão*. Daí porque, nesta tese, optou-se por utilizar a denominação *contrato de comissão bursátil*.

Em virtude de tal contrato, a sociedade corretora recebe poderes para proceder à transferência dos recursos para a companhia e para promover a “entrega” das ações à BM&FBOVESPA. Essa “entrega” acontecerá mediante registro eletrônico das ações no sistema de custódia da Câmara de Ações (central depositária).

Se a sociedade corretora não estiver habilitada para atuar como *agente de custódia*, ela deverá contratar outra instituição financeira que detenha essa qualificação. Nesse caso, não efetuará a operação de “entrega” das ações e nem administrará diretamente as contas de custódia de seu cliente perante a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA.

As instituições autorizadas a atuar como agentes de custódia perante a BM&FBOVESPA deverão:

- i. assegurar a integridade dos ativos custodiados e manter sigilo de suas características e quantidades;
- ii. manter os ativos pertencentes aos seus clientes, independentemente de formalização, depositados em contas de custódia individualizadas, sempre em nome do investidor, sendo o agente de custódia o único responsável pelas movimentações efetuadas em conta de custódia;
- iii. efetuar depósito, retirada e transferência de ativos exclusivamente com base em instrução de seu cliente;
- iv. providenciar, junto à Câmara de Ações da BM&FBOVESPA, a retirada de ativos e direitos a que seus clientes fizerem jus, independentemente do número de ordem dos certificados recebidos em depósito<sup>249</sup>;
- v. repassar os recursos financeiros ou ativos referentes aos eventos de custódia tratados pela Câmara de Ações e, quando for o caso, recolher os impostos devidos e;

---

<sup>249</sup> Sublinhe-se que a retirada dos ativos fica condicionada ao atendimento das exigências regulamentares e legais pelo emissor dos mesmos.

- vi. solicitar formalmente à Câmara de Ações as informações necessárias para que o cliente se faça representar junto ao emissor dos ativos de sua propriedade<sup>250</sup>.

Verifica-se, então, que o negócio jurídico constituído entre o agente de custódia e seu cliente (sociedade corretora ou investidor qualificado) – que na prática recebe o nome de *contrato de subcustódia* – tem por fim autorizar que aquele represente este perante a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA.

Dessa forma, o agente de custódia poderá movimentar, em nome e por conta do cliente, as ações ou outros valores mobiliários depositados no sistema de custódia bursátil. Por conseguinte, poderá ou não cobrar um preço como contraprestação por esses serviços. Essa remuneração costuma ser designada pelos agentes de custódia como “taxa de administração dos títulos em subcustódia.”

Nota-se, portanto, que o contrato entre eles é *atípico*, pois suas peculiaridades não permitem identifica-lo, precisamente, com alguma das figuras disciplinadas de forma específica pelo direito brasileiro. Contudo, a síntese dos efeitos essenciais pretendidos com esse negócio guarda semelhança com os elementos da figura típica do *contrato de mandato* (art. 653 do CC/02)<sup>251</sup>, em sua modalidade onerosa ou gratuita<sup>252</sup>.

Além disso, ele também agrega os componentes de um *depósito*<sup>253</sup> (ainda que temporário) junto ao agente de custódia<sup>254</sup>. Isso é fácil de ser observado, por exemplo,

<sup>250</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>251</sup> “Art. 653. Opera-se o mandato quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses. A procuração é o instrumento do mandato.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>252</sup> “Mandato é o contrato pelo qual uma pessoa (mandatário) recebe poderes de outra (mandante) para, em seu nome, praticar atos jurídicos ou administrar interesses.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 251). Vale ressaltar que, no mandato a título oneroso, o mandante tem como obrigação pagar pela representação a cargo do mandatário, enquanto esse é obrigado a executá-lo fielmente, prestando contas de suas ações.

<sup>253</sup> “Depósito é o contrato pelo qual uma pessoa (depositário) recebe um objeto móvel para guardar, até que o depositante o reclame (Código Civil, art. 627). Na terminologia usual, o vocábulo *depósito* é também usado para designar a própria coisa depositada.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 13. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 305).

<sup>254</sup> Corrobora com essa conclusão a denominação “subcustodiante” que a IN CVM 310/1999 atribui aos agentes de custódia. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 310 de 09 de julho de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst310.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

quando são subscritas ações nominativas de uma companhia. A sociedade corretora, após realizar o pagamento e receber o certificado físico dessas ações, os entrega ao agente de custódia para que esse providencie seu depósito na central depositária da BM&FBOVESPA<sup>255</sup>.

Quanto às qualificações do contrato de mandato, convém frisar que detém natureza consensual, bilateral e personalíssima. O contrato de depósito, por sua vez, é de caráter real, unilateral e personalíssimo ou não. Além disso, ambos podem assumir a modalidade gratuita ou onerosa<sup>256</sup>.

Interessante notar que, conforme o Regulamento de Operações da BM&FBOVESPA, o agente de custódia responde integralmente pelos atos de seu cliente e também se responsabiliza perante essa entidade:

- i. pelo cadastro de seus clientes e pela veracidade das informações nele contidas;
- ii. pelo registro de ativos em contas de custódia;
- iii. pela origem e pela legitimidade formal e material dos ativos entregues;
- iv. pela autenticidade dos endossos e de quaisquer documentos apresentados para instruir suas operações e;
- v. pelo sigilo de todas as informações relativas aos ativos custodiados em nome de seus clientes<sup>257</sup>.

Entretanto, tal responsabilidade decorre do contrato firmado entre o agente de custódia e a BM&FBOVESPA, mediante o qual essa entidade lhe presta os serviços relacionados à custódia dos títulos nela depositados (ex. ações). Por esse contrato, a BM&FBOVESPA se obriga não somente a guardá-los, mas também a administrar e repassar seus frutos civis (ex. dividendos) por meio de sua central depositária (Câmara de Ações). No exercício de tal função, ela deverá, inclusive, tomar as medidas necessárias para a conservação dos valores mobiliários custodiados, vez que sobre eles detém, temporariamente, a propriedade fiduciária.

---

<sup>255</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Caderno CVM: Serviços de custódia e ações escriturais*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno2.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>256</sup> FRANCO, Vera Helena Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3. ed., São Paulo: RT, 2012, p. 177 e 222.

<sup>257</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

A IN CVM 310/1999 elenca algumas obrigações específicas imputadas tanto à instituição custodiante das ações (ex. BM&FBOVESPA) quanto ao agente de custódia (subcustodiante) em virtude do contrato firmado entre ambos

Art. 1º - A presente Instrução dispõe sobre as obrigações dos prestadores de serviços de custódia de valores mobiliários (custodiantes) e das instituições financeiras intermediárias (subcustodiantes) que, através de contrato com a instituição custodiante, efetuam *serviços de custódia para seus clientes*.

Art. 2º - Os extratos da conta de custódia, periódicos ou extraordinários, devem ser enviados para o endereço do investidor titular da conta.

§ 1º Não se admite o envio dos extratos para o endereço de instituições financeiras, com exceção dos casos de conta própria, contas de diretores e empregados e contas de fundos e clubes de investimento em que a instituição mantenha a gestão discricionária.

§ 2º Em qualquer caso, a conta de custódia deve estar identificada em nome de seu titular.

Art. 3º - Os *prestadores de serviços de custódia* devem zelar para que seus subcustodiantes mantenham procedimentos adequados para a segurança das posições em custódia.

Parágrafo único. A ficha cadastral do investidor deve ser preenchida completamente, e o custodiante ou subcustodiante deve manter em anexo:

I. para o investidor pessoa natural, cópias de seu documento de identidade, cartão de inscrição no CPF e comprovante de residência, autenticadas por funcionário credenciado;

II. para o investidor pessoa jurídica, cópia do respectivo contrato, regulamento ou estatuto social registrado no órgão competente e do cartão do CNPJ, autenticadas por funcionário credenciado.

Art. 4º - Ressalvada a competência da CVM, as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários devem zelar pela regularidade dos procedimentos internos das corretoras e distribuidoras, usuárias diretas ou indiretas de custódia, mediante inspeções periódicas dos livros e registros contábeis pertinentes à atividade de custódia, sem prejuízo do controle contínuo que deve ser exercido sobre a atuação dessas instituições<sup>258</sup>.

Os principais deveres do agente de custódia para com a BM&FBOVESPA também estão elencados no Regulamento de Operações dessa entidade autorreguladora. Dentre eles, estão:

- i. manter o controle dos ativos depositados sob sua responsabilidade, bem como o registro de autorizações ou solicitações que motivem a movimentação

<sup>258</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 310 de 09 de julho de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst310.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

- ção dos mesmos (o controle dos ativos depositados deverá ser mantido em nome de seus clientes);
- ii. autorizar ou rejeitar movimentação de ativos em custódia para fins de liquidação de operações;
  - iii. providenciar, junto à Câmara de Ações, a retirada de ativos depositados sob sua responsabilidade, acrescidos dos direitos a que fizerem jus, o que fica condicionado às exigências regulamentares e legais do emissor dos mesmos e;
  - iv. contratar banco liquidante para efetuar as transferências de recursos financeiros de e para a BM&FBOVESPA, correspondentes ao pagamento de eventos de custódia<sup>259</sup>.

Além desses deveres, o agente de custódia também assume a obrigação de pagar remuneração (taxa de custódia) pelos serviços prestados pela instituição custodiante. Apesar desse vínculo ser *atípico* em virtude das características particulares acima descritas, a síntese dos efeitos almejados com o negócio jurídico concluído entre o agente de custódia e a BM&FBOVESPA se aproximam do *contrato de prestação de serviços* tipificado no art. 593 do CC/02<sup>260</sup>, por meio do qual “uma das partes se obriga para com a outra a fornecer-lhe a prestação de sua atividade, mediante remuneração”<sup>261</sup>.

Esse contrato se classifica como consensual, bilateral, comutativo, oneroso, não solene, sendo possível que seja ou não de execução continuada, ou por prazo determinado e “*intuito personae*, posto que feito em intenção do contratante e da pessoa contratada (art. 605 do CC/2002), salvo que se ajuste diversamente”<sup>262</sup>.

Com base na descrição das diversas relações jurídicas apresentada anteriormente, é possível representar a cadeia dos contratos necessários à subscrição particular de ações com as seguintes imagens:

<sup>259</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>260</sup> “Art. 593. A prestação de serviço, que não estiver sujeita às leis trabalhistas ou a lei especial, reger-se-á pelas disposições deste Capítulo.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>261</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 13. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 322.

<sup>262</sup> FRANCO, Vera Helena Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3. ed., São Paulo: RT, 2012, p. 127.

**FIGURA 9****Fluxograma das contratações necessárias à subscrição particular de ações<sup>263</sup>****5.3.1.2 A subscrição pública de ações**

A subscrição pública visa a oferta das ações à coletividade indeterminada de pessoas. Por isso, somente pode ser efetuada mediante prévio registro na CVM e com a intermediação de instituição financeira especializada em prestar os serviços necessários ao lançamento das ações no mercado<sup>264</sup>.

Ressalte-se, entretanto, que, mesmo nesse caso, também subsistirá o direito de preferência dos acionistas para subscrever, proporcionalmente à sua participação no capital social, parte das ações ofertadas junto ao público.

A primeira etapa dessa operação consiste na contratação de instituição financeira (ex. banco de investimento, sociedade distribuidora de valores mobiliários, etc.)

<sup>263</sup> Fluxograma elaborado pelo autor.

<sup>264</sup> Vale observar que, se a sociedade anônima não estiver autorizada a ofertar suas ações no mercado bursátil, além do registro da oferta pública, também deverá proceder ao seu próprio registro na CVM. O processo de lançamento de ações no mercado recebe a denominação de oferta pública inicial, designada também pela sigla IPO (*Initial Public Offering*). A oferta pública será classificada como primária, caso sejam emitidas novas ações. Do contrário, ter-se-á uma oferta pública secundária.

que exercerá o papel de coordenadora-líder do processo de colocação das ações. No entanto, é usual que ela se associe, sob a forma de *consórcio*<sup>265</sup>, com outras instituições financeiras. Isso será de grande utilidade no que tange à prestação de garantias e à reunião dos esforços exigidos para execução da plêiade de atos necessários ao registro e à divulgação da oferta das ações<sup>266</sup>.

Tal consórcio afigura-se como contrato de colaboração entre instituições financeiras, “mediante o qual elas conjugam esforços com vistas à viabilização de determinado empreendimento, consistente na colocação de títulos emitidos por uma companhia”<sup>267</sup>. Sua duração condiciona-se à execução do negócio que constitui seu objeto, não se limitando a lapso temporal preestabelecido.

No caso específico do consórcio firmado para colocação de ações, a relação jurídica entre as consorciadas subsistirá enquanto não se cumprirem todas as obrigações assumidas pelas coordenadoras do processo<sup>268</sup>.

---

<sup>265</sup> O consórcio para distribuição de valores mobiliários encontra previsão específica na IN CVM 400/2003: “Art. 34 - As Instituições Intermediárias poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão. § 1º As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das Instituições Intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante. § 2º À instituição que não celebrou o instrumento referido no ‘caput’ será permitida a adesão através da celebração, com o líder da distribuição, do respectivo termo, até a data da obtenção do registro. § 3º Salvo disposição em contrário, a obrigação de cada uma das Instituições Intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado, nos termos deste artigo, ficará, no mínimo, limitada ao montante do risco assumido no contrato, observadas as disposições do parágrafo único do art. 36.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>266</sup> Nesse sentido: “Art. 278. As companhias e quaisquer outras sociedades, sob o mesmo controle ou não, podem constituir consórcio para executar determinado empreendimento, observado o disposto neste Capítulo. § 1º O consórcio não tem personalidade jurídica e as consorciadas somente se obrigam nas condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada uma por suas obrigações, sem presunção de solidariedade. § 2º A falência de uma consorciada não se estende às demais, subsistindo o consórcio com as outras contratantes; os créditos que porventura tiver a falida serão apurados e pagos na forma prevista no contrato de consórcio.” (BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404/consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404/consol.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>267</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 168.

<sup>268</sup> Há algumas hipóteses nas quais o contrato supramencionado pode ser modificado: “Art. 35 - Após o início da distribuição, o contrato de distribuição firmado entre o ofertante e a instituição líder poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM e somente no que se refere a: I. remuneração paga pelo ofertante; II. procedimento de distribuição; III. alteração das condições de distribuição, no que se referem à emissora ou ofertante; IV. exclusão ou redução de garantia de distribuição dos valores mobiliários no mercado (garantia firme) pelas Instituições Intermediárias contratadas; e V. substituição ou exclusão de Instituições Intermediárias.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).



Apenas as instituições financeiras autorizadas pela CVM para operar no sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários podem compor tal consórcio. Essa exigência se justifica pelos riscos econômicos envolvidos na colocação de montante expressivo de ações no mercado. Ao constituí-lo, a instituição líder os reparte com demais coordenadores e futuros aderentes ao contrato.

Sob esse viés, nota-se que esses agentes econômicos cumprem função essencial para a aproximação entre investidores e companhia, pois lhe prestam assessoria em todas as etapas do lançamento das ações ao público. Em razão disso, podem optar por conduzir esse empreendimento por dois dos diferentes caminhos: o acesso garantido a todos os investidores ou o procedimento diferenciado.

O *acesso garantido* é realizado por via do mecanismo de reservas, pelo qual são aceitas pelas consorciadas manifestações de interesse quanto à subscrição das ações, efetivando-se o respectivo depósito bancário de parte do preço. Tudo isso deve ocorrer antes da concessão do registro da emissão e da publicação do anúncio de início da distribuição pública, vez que as reservas são atos irrevogáveis e obrigam o investidor a subscrever as ações reservadas.

No caso do *procedimento diferenciado*, não acontecem reservas, pois os interessados no investimento devem, no prazo da colocação, subscrever as ações que pretendem adquirir<sup>269</sup>.

A complexidade dos direitos e obrigações pactuados entre a companhia emissora e as instituições financeiras consorciadas exclui o enquadramento do *contrato de distribuição de valores mobiliários* – expressão utilizada pela IN CVM 400/2003 para designar esse negócio jurídico – em um único tipo contratual<sup>270</sup>.

---

<sup>269</sup> “Art. 44 - É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM. Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>270</sup> Na prática do mercado de valores mobiliários, tal contrato recebe variadas denominações, entre elas: i) contrato de garantia de colocação; ii) contrato de colocação; iii) contrato de colocação e distribuição; iv) contrato de coordenação e distribuição; v) contrato de coordenação, garantia e colocação; vi) contrato de coordenação, colocação e distribuição; vii) contrato de coordenação, colocação e garantia firme; viii) Instrumento particular de contrato de coordenação de distribuição pública.

**Modalidades:** Em primeiro lugar, cabe elucidar que esse contrato comporta elaboração sob três diferentes modalidades: garantia firme, garantia de sobras e melhores esforços.

No contrato com *garantia firme*, a instituição financeira participante da colocação subscreve integralmente o lote dos valores mobiliários emitidos pela companhia, para posterior tentativa de venda ao público.

Quando estipulada uma *garantia de sobras*, a instituição consorciada se compromete a subscrever somente as ações que não conseguir vender ao público, dentro do prazo fixado no contrato<sup>271</sup>.

Essas duas primeiras formas de se pactuar o lançamento das ações costumam ser interessantes para a companhia porque

Não se admitem sobras de ações na constituição de companhias por subscrição pública. Caso se encerre o prazo de sua colocação sem que todas tenham sido subscritas, frustra-se irremediavelmente o processo constitutivo da sociedade, com o subsequente cancelamento, de ofício, do registro de emissão da CVM (Inst. 287, art. 2º, IV). Em decorrência também das sobras, devem ser restituídas as entradas realizadas pelos subscritores. Outros direitos são mais flexíveis que o brasileiro. Em Portugal, quando previsto no programa de oferta de ações à subscrição pública, a assembleia pode deliberar pela constituição da sociedade com capital inferior ao inicialmente projetado, desde que pelo menos 3/4 das ações emitidas tenham sido subscritas. A consequência extrema, no direito nacional, da parcial falta de interessados, no mercado, é, contudo, plenamente justificável. A operação de organização da companhia foi examinada pelos subscritores como um todo, isto é, a empresa foi considerada por eles uma atraente alternativa de investimento, desde que levantados os recursos dimensionados para o capital da sociedade em constituição. A falta de parte desses recursos pode implicar redução, ou até mesmo comprometimento, das expectativas de retorno. O aproveitamento dos atos do processo constitutivo, no sentido da formação de companhia com capital social inferior, representaria, portanto, lesão aos direitos dos subscritores<sup>272</sup>.

Na última forma de contratação, convencionou-se obrigação de meio, segundo a qual a instituição financeira intermediária se compromete a agir com máxima diligência e envidar os *melhores esforços* para a oferta das ações no mercado. Logo, ela não assume a responsabilidade de subscrever aquelas que não foram alienadas.

---

<sup>271</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>272</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. v. 1, 11. ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 185 e 186.

Registre-se, entretanto, que essas três modalidades contratuais podem ser combinadas em um único contrato destinado à oferta de valores mobiliários no mercado, de acordo com a extensão de cada garantia oferecida pelas instituições consorciadas. Nessas circunstâncias, os membros do consórcio se vinculam conforme as proporções pactuadas, respondendo isoladamente, ou seja, sem presunção de solidariedade<sup>273</sup>.

Portanto, a cada integrante do consórcio corresponde uma prestação específica, vez que cada um deles se obriga pela subscrição e/ou colocação de certa quantidade de títulos. Em virtude disso, a sociedade anônima credora não pode exigir-lhe o cumprimento integral das obrigações assumidas, em conjunto, pelo consórcio de intermediárias. E isso porque “a responsabilidade de cada consorciado, em princípio, corresponde ao montante de risco assumido no contrato”<sup>274</sup>.

Pois bem, essas várias configurações possíveis para o contrato de distribuição de valores mobiliários regido pela IN CVM 400/2003 evidenciam que esse negócio jurídico nem sempre reveste o caráter de contrato de distribuição propriamente dito.

Não há dúvidas que a operação econômica de colocação desses bens no mercado se insere no conceito de distribuição como “gênero que corresponde aos vários tipos de contrato de colaboração empresarial”<sup>275</sup>. Contudo, nem todas suas modalidades se

---

<sup>273</sup> “Art. 15. As instituições financeiras autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais poderão organizar consórcio para o fim especial de colocar títulos ou valores mobiliários no mercado. [...] § 2º O consórcio será regulado por contrato que só entrará em vigor depois de registrado no Banco Central e do qual constarão, obrigatoriamente, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante, a designação da instituição líder do consórcio e a outorga, a esta, de poderes de representação das demais participantes. § 3º A responsabilidade de cada uma das instituições participantes do consórcio formado nos termos deste artigo será limitada ao montante do risco que assumir no instrumento de contrato de que trata o parágrafo anterior”. (BRASIL. Lei 4.728 de 14 de julho de 1965. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm)> Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>274</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 160.

<sup>275</sup> “A palavra ‘distribuição’ é daquelas que o direito utiliza com vários sentidos. Há uma idéia genérica de distribuição como processo de colocação dos produtos no mercado. Aí se pensa em contratos de distribuição como um gênero a que pertencem os mais variados negócios jurídicos, todos voltados para o objetivo final de alcançar e ampliar a clientela (comissão mercantil, mandato mercantil, representação comercial, fornecimento, revenda ou concessão comercial, franquia comercial, etc.). Há, porém, um sentido mais restrito, que é aquele com que a lei qualifica o contrato de agência.” (THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do Contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 23 e 24). Fábio Ulhoa Coelho explica que são duas as formas de colaboração empresarial no escoamento de mercadorias. “Na primeira, um dos empresários contratantes (o *colaborador*) compra, em circunstâncias especiais, a mercadoria fabricada ou comercializada pelo outro (o *fornecedor*) para revendê-la. Nesse grupo, inserem-se os contratos de *distribuição-intermediação* e de *concessão mercantil*. O distribuído ou o concedente vendem seus produtos, respectivamente, ao distribuidor ou ao concessionário, e estes, por sua vez, os revendem aos consumidores. Tal primeira modalidade de articulação de esforços empresariais realiza-se *por intermediação*, isto é, as partes do contrato de colaboração ocupam elos distintos da cadeia de circulação de mercadorias. Já na segunda forma de colaboração, os contratantes não realizam contratos de compra e venda mercantil; o colaborador busca

adaptam ao modelo geral do contrato de distribuição em nome próprio consagrado pela prática mercantil e tipificado na Lei 6.729/79 (Lei Ferrari), no que tange especificamente à concessão comercial entre produtores e distribuidores de veículos<sup>276</sup>.

Nesse rumo, Humberto Theodoro Júnior explica que o contrato de distribuição pressupõe articulação entre produtores e revendedores que assume o feitiço de convenção duradoura. Para o autor, essa forma contratual, em sua mais simples manifestação, envolve a revenda de bens por um distribuidor<sup>277</sup>.

Em razão disso, a estrutura do tradicional contrato de distribuição não se confunde com as figuras típicas chamadas de “agência” e “distribuição” pelo art. 710 do CC/02<sup>278</sup>. Nesse sentido, o autor pondera que

A distribuição, porém, pode realizar-se por conta do fornecedor ou por conta do próprio distribuidor. Se não há venda e revenda de produtos, o contrato fica no plano da agência; se há, entra-se no âmbito da concessão comercial. E, assim, distingue-se a *distribuição por conta alheia* (mera preposição, sem independência jurídica do agente) da *distribuição por conta própria* (concessão comercial)

[...]

No teor do art. 710 do Código Civil, a distribuição não é a revenda feita pelo agente. Esse nunca compra a mercadoria do preponente. É ele sempre um prestador de serviços, cuja função econômica e jurídica se localiza no terreno da captação de clientela. A distribuição que eventualmente, lhe pode ser delegada, ainda faz parte da prestação de serviços. Ele age como depositário apenas da mercadoria do preponente, de maneira que, ao concluir a compra e venda e promover a entrega de produtos ao comprador, não age em nome próprio, mas o faz em nome

---

empresários interessados em adquirir as mercadorias fabricadas ou comercializadas pelo fornecedor. É o caso dos contratos de *mandato*, *comissão mercantil*, *agência*, *distribuição-aproximação* e *representação comercial autônoma*. Tomando-se este último como exemplo: a compra e venda mercantil é realizada entre o representado e o terceiro, cujo interesse no negócio foi motivado ou identificado pela modalidade de colaboração empresarial, esta não se manifesta pela intermediação econômica, mas *por aproximação*, ou seja, só uma das partes (o mandante, comitente ou representado) é elo da cadeia de circulação de mercadorias.” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. V. 3, 8. ed., São Paulo, Saraiva, 2008, p. 93 e 94).

<sup>276</sup> “Art. 1º A distribuição de veículos automotores, de via terrestre, efetivar-se-á através de concessão comercial entre produtores e distribuidores disciplinada por esta Lei e, no que não a contrariem, pelas convenções nela previstas e disposições contratuais.” (BRASIL. Lei 6.729, de 28 de novembro de 1979. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6729.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6729.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>277</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 33.

<sup>278</sup> “Art. 710. Pelo contrato de agência, uma pessoa assume, em caráter não eventual e sem vínculos de dependência, a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

e por conta da empresa que representa. Ao invés de atuar como vendedor atua como mandatário do vendedor<sup>279</sup>.

A distribuição regulada no CC/02 também se distingue da concessão comercial porque, naquela, “não há uma remuneração direta entre fornecedor e revendedor. Este se remunera com o lucro que a revenda dos produtos lhe proporciona. O fornecedor, por sua vez, não exerce interferência alguma na gestão do negócio do revendedor”<sup>280</sup>.

Em contrapartida, a concessão comercial pressupõe uma forma de colaboração empresarial mais ampla devido ao poder de ingerência do produtor sobre a atividade do revendedor. Por consequência, tal modalidade contratual envolve frequentemente outros negócios entre as partes, como uso de marca, assistência técnica etc. Cria-se, então um

sistema racional de conjugação de esforços até a colocação do produto junto ao consumidor final. O revendedor, naturalmente, continuará negociando os produtos por conta própria e em nome próprio. Sujeitar-se-á, porém, a algumas regras, de orientação geral, traçadas pelo fornecedor. Se há entre eles uma independência jurídica, o mesmo não se passa na organização econômica da revenda. A ingerência do fornecedor no empreendimento do revendedor produz uma subordinação econômica<sup>281</sup>.

**Garantia firme:** com base nessas informações, é possível concluir que o contrato de distribuição de valores mobiliários estipulado *com garantia firme*, embora *atípico*, aproxima-se do contrato de *distribuição simples* por conta própria<sup>282</sup>. Isso porque

<sup>279</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do Contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 23 e 35.

<sup>280</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do Contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 32. Rubens Requião descreve os traços distintivos da concessão comercial ao afirmar que “o concessionário adquire, por compra, os produtos de marca da concedente, para revendê-los com exclusividade numa região designada, comprometendo-se a adotar na sua empresa determinados métodos organizativos e assegurando assistência pós-venda.” Assim, a complexidade desse negócio se revela pela presença, num mesmo contexto, de elementos do contrato de fornecimento, do contrato de prestação de serviços e, ainda, em certas situações, dos contratos de empreitada e de mandato mercantil. (REQUIÃO, Rubens. *Do representante comercial*. Rio de Janeiro: Forense, 1968, p. 41).

<sup>281</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do Contrato de agência e distribuição no Novo Código Civil. *Revista dos Tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 33. Antes da Lei 6.729/79 (Lei Ferrari), Rubens Requião já sustentava que o contrato de concessão comercial era de caráter bilateral e comutativo, não se enquadrando entre as espécies típicas de contratos existentes e já reconhecidos legislativamente no Direito Comercial brasileiro vigente àquela época. Concluía, por isso, pela atipicidade desta figura que era de formulação mista ou complexa” (REQUIÃO, Rubens. *O Contrato de concessão de venda com exclusividade (concessão comercial)*. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: RT, ano XI, n. 7, p. 17 a 45, 1972, p. 24).

<sup>282</sup> Fábio Ulhoa Coelho distingue de forma diversa o tipo contratual disciplinado no atual Código Civil e aquele que a doutrina pátria denominava como contrato de distribuição: “o Código Civil definiu ‘distribuição’ como sendo a modalidade do contrato de agência em que o agente tem a posse das mercadorias para cujo escoamento colabora (art. 710). Pareceu relevante ao legislador distinguir a hipótese em que o

tal modalidade contratual contempla a aquisição de bens para ulterior revenda aos investidores. Outrossim, a instituição revendedora se torna dona, por exemplo, das ações que lhes são transferidas, alienando-as em nome próprio e não da companhia emissora.

Em outras palavras, os valores mobiliários passam para a esfera jurídica da instituição intermediária que, na sequência, os revende em nome próprio. As discrepâncias entre o contrato de distribuição de ações e o modelo clássico do contrato de simples distribuição residem no fato de, nesse último, a colaboração entre as partes acontecer com certa periodicidade e a aquisição dos bens se dar por compra e venda.

**Melhores esforços:** Além disso, cabe observar que o contrato pelo qual a instituição intermediária se compromete a promover os *melhores esforços* para ofertar os valores mobiliários junto ao público, *apesar de atípico*, guarda similitudes com a estrutura típica da representação comercial. Tal figura está disciplinada tanto na Lei 4.886/65<sup>283</sup> quanto no CC/02, muito embora esse diploma tenha utilizado as denominações “agência” e “distribuição”<sup>284</sup>.

---

proponente deposita em mãos do colaborador os produtos que pretende ver negociados através da atividade de aproximação deste. Haveria, neste caso, um grau maior de confiança entre os contratantes a justificar a designação específica. A opção do legislador de 2002, contudo, foi muito infeliz. Na prática empresarial de há muito assentada, ‘distribuição’ é o nome do contrato de colaboração por intermediação, em que a compra e venda de mercadorias entre os contratantes é um ingrediente necessário. Um contrato em que o colaborador procura interessados em adquirir os produtos de outrem, que traz consigo, simplesmente não existe nos tempos que correm. À doutrina, diante disto, resta distinguir as duas situações: de um lado, a distribuição como *nomen juris* de um modelo contratual normativo totalmente desconhecido das práticas empresariais; de outro, como referência a contrato atípico largamente difundido na economia. A solução que proponho aqui é a de chamar o primeiro de ‘distribuição-aproximação’ e o segundo, de ‘distribuição-intermediação’. Na superação de conflitos de interesses entre contratantes, a discussão semântica não repercutirá. Basta ao juiz ou às partes se reportarem às cláusulas contratadas no instrumento ou, faltante este, à natureza das relações e econômicas (se há compra e venda entre os contratantes ou apenas agenciamento de propostas), para discernir sem dificuldade o tipo de contrato existente: distribuição-intermediação ou distribuição-aproximação. A discussão semântica é importante com o sentido de evitar tomar-se um contrato pelo outro.” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. V. 3, 8. ed., São Paulo, Saraiva, 2008, p. 124.)

<sup>283</sup> O contrato de representação comercial é definido transversalmente pelo art. 1º da Lei 4.886/65 nos seguintes termos: “exerce a representação comercial autônoma a pessoa jurídica ou a pessoa física, sem relação de emprêgo, que desempenha, em caráter não eventual por conta de uma ou mais pessoas, a mediação para a realização de negócios mercantis, agenciando propostas ou pedidos, para, transmití-los aos representados, praticando ou não atos relacionados com a execução dos negócios.” (BRASIL. Lei 4.886 de 9 de dezembro de 1965. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4886.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4886.htm)> Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>284</sup> Nesse sentido, Humberto Theodoro Júnior adverte que não é correto o entendimento no sentido de que o artigo 710 do Código Civil disciplinou “tanto a representação comercial como a concessão comercial. O dispositivo cuidou exclusivamente do contrato de agência, como negócio que anteriormente se denominava contrato de representação comercial. A distribuição de que cogita o art. 710 é aquela que, eventualmente, pode ser autorizada ao agente mas nunca como revenda, e sempre como simples ato complementar do agenciamento. Dentro da sistemática da preposição que é inerente ao contrato de agência, as mercadorias de propriedade do comitente são postas à disposição do agente-distribuidor para entrega aos compradores, mas tudo se faz em nome e por conta do representado.” (THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do

Para Rubens Requião, o representante comercial é a pessoa que, “em caráter profissional, realiza, numa determinada zona, os atos de comércio peculiares à promoção e conclusão de negócios por conta e em nome de uma ou mais empresas”<sup>285</sup>. Esse é o papel desempenhado pelas consorciadas do processo de distribuição de valores mobiliários, vez que agenciam negócios em favor de outrem, a companhia emissora. As poucas dissonâncias entre tal modelo e a representação comercial encontram-se na ausência de subordinação do representante e no caráter permanente da relação entre as partes.

**Garantia de sobras:** Por derradeiro, no contrato firmado com a instituição líder e clausulado com a *garantia das sobras* da distribuição, a despeito da *atipicidade* do vínculo, vislumbra-se a combinação de elementos do contrato de distribuição e do contrato de representação comercial.

No que se refere aos valores mobiliários subscritos pelos investidores durante o período de oferta, a consorciada que se vincular por meio dessa modalidade contratual, terá sua atuação disciplinada pelas regras aplicáveis ao representante (agente). Por outro lado, sua conduta será regida pelas regras aplicáveis ao contrato de simples distribuição (concessão mercantil) no que atine aos valores que, porventura, tiver que subscrever em razão de ter prestado garantia quanto às sobras da oferta pública.

Disso tudo, depreende-se que, ao angariar os negócios voltados à capitalização da companhia emissora, a instituição financeira consorciada ora atuará em nome dessa, ora atuará em nome próprio.

A par de sua caracterização como contrato de distribuição ou como contrato de representação comercial, o contrato em exame guarda a particularidade de combinar uma multiplicidade de obrigações<sup>286</sup> e relações jurídicas.

---

Contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun., 2003, p. 34.)

<sup>285</sup> Na concepção do autor, “o reconhecimento da legitimidade da representação nos atos jurídicos, fundamenta o instituto da representação comercial, pois constitui um imperativo de ordem prática imprescindível nas normais relações jurídicas na sociedade moderna.” (REQUIÃO, Rubens. *Aspectos jurídicos da representação comercial*. Dissertação (Livre Docência). Curitiba, 1950. 64 f. Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 1950, p. 57).

<sup>286</sup> “Art. 37 - Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações: I. avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; II. solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição (art. 7º); III. formar o consórcio de distribuição, se for o caso; IV. informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um; V. comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão; VI. remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliá-

Dentre elas, convém citar:

- i. o consórcio existente entre as coordenadoras do processo de lançamento dos valores mobiliários;
- ii. a representação por elas outorgada à instituição líder;
- iii. o comprometimento como garante do pagamento referente aos valores mobiliários não subscritos, no caso da modalidade contratual da garantia de sobras;
- iv. a prestação de serviços de assessoramento para registro, pagamento e custódia dos valores mobiliários perante as entidades competentes<sup>287</sup>.

Além dessas peculiaridades, também convém classificar o contrato de distribuição de valores mobiliários regulado pela IN CVM 400/2003 como bilateral, não solene, comutativo e de trato sucessivo.

É bilateral devido à imposição de obrigações tanto para as instituições consorciadas quanto para a companhia emissora das ações e, não solene, por inexigir qualquer formalidade específica para sua concretização. Seu caráter comutativo decorre da equivalência entre as prestações de ambos os contratantes (serviços/comissões), que as conhecem desde antes do aperfeiçoamento do vínculo contratual. Por último, sua caracterização como negócio de trato sucessivo indica que as prestações são executadas conti-

---

rios, conforme modelo do Anexo VI; VII. participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto (art. 38) e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º; VIII. publicar, quando exigido por esta Instrução, os avisos nela previstos; IX. acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; X. controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição; XI. suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro; XII. sem prejuízo do disposto no inciso XI, comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou irregularidade ali mencionados à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis, nos termos do art. 19; e XIII. guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>287</sup> O art. 33 da IN CVM 400/03 traz as cláusulas obrigatórias do contrato de distribuição de valores mobiliários. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).



nuamente e, por etapas, até o encerramento do período de distribuição e colocação das ações junto aos investidores<sup>288</sup>.

Também cabe mencionar que, dentro do conjunto de instituições consorciadas, há sempre a presença de uma ou mais *sociedades corretoras*, que são responsáveis pela oferta das ações em caráter de varejo. O investidor interessado em adquiri-las deverá procurar essas instituições, vinculando-se mediante um *contrato de comissão bursátil* para que, por conta deles, sejam efetuadas a reserva e a subscrição dos títulos.

Além disso, recorde-se que, caso a sociedade corretora consorciada não esteja habilitada a prestar serviços como *agente de custódia* perante a BM&FBOVESPA, ela deverá obrigatoriamente contratar entidade que detenha essa qualificação.

Conforme demonstrado no início deste tópico, o agente de custódia é quem administra a conta de custódia da sociedade corretora consorciada junto à Câmara de Ações da BM&FBOVESPA (central depositária)<sup>289</sup>. E isso ocorre por força do contrato atípico, que combina elementos dos contratos de *mandato* e de *depósito*, constituído entre a sociedade corretora e o agente de custódia

Ademais, vale lembrar que a atuação do agente de custódia perante a *Câmara de Ações da BM&FBOVESPA* tem por base um contrato de *prestação de serviços* constituído entre aquele e esta entidade bursátil.

---

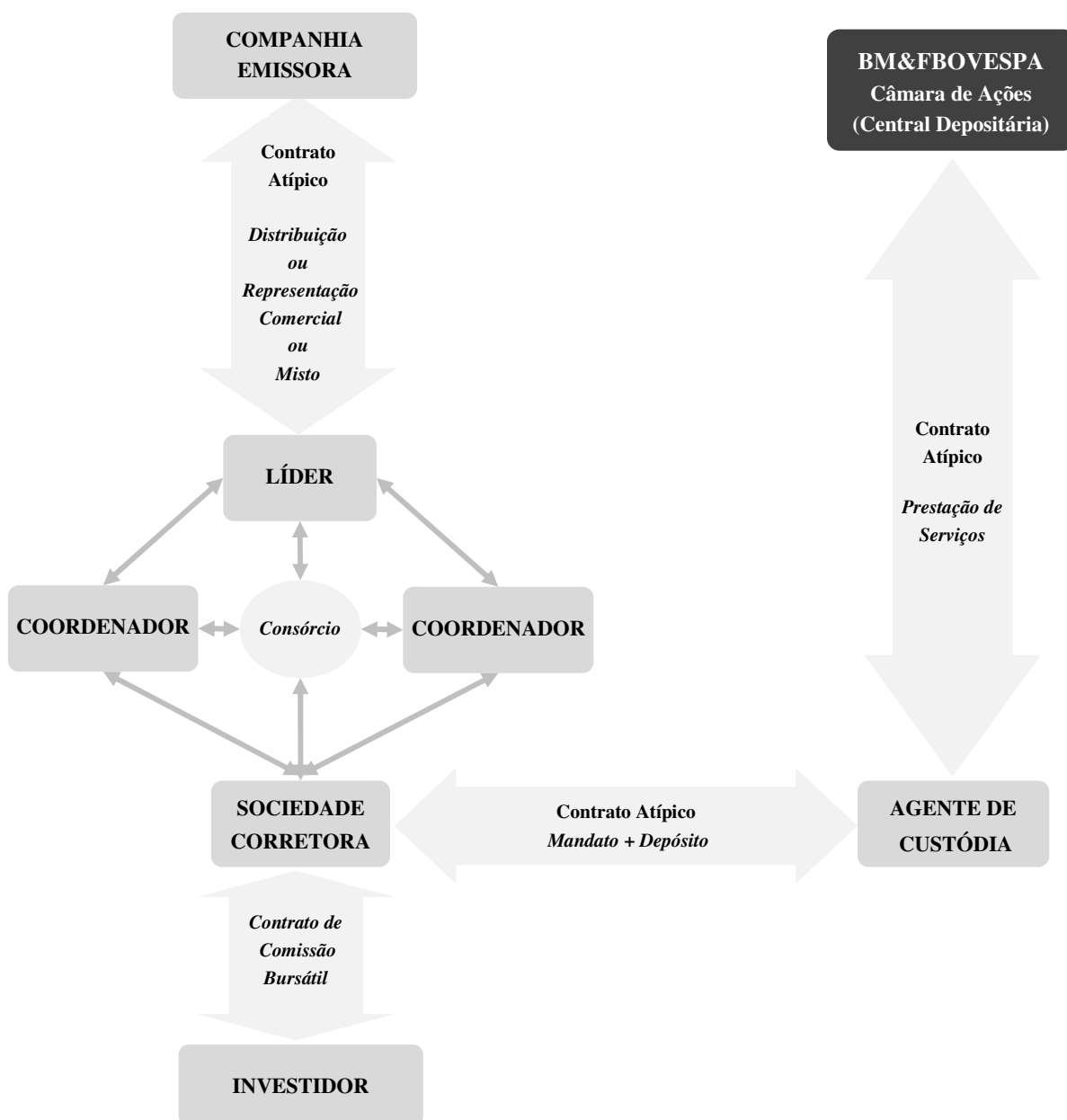
<sup>288</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 168.

<sup>289</sup> O agente de custódia é uma instituição financeira, responsável perante a BM&FBOVESPA, pela abertura, administração e movimentação das contas de custódia sob instrução dos seus clientes investidores. Podem qualificar-se como agentes de custódia: corretoras, distribuidoras, bancos comerciais, múltiplos ou de investimento. São classificados em: “i) Agentes de Custódia Plenos, instituições habilitadas a administrar Contas de Custódia para a carteira própria e de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico de que façam parte, investidores não institucionais, clubes de investimento, investidores institucionais e Investidores Não Residentes. ii) Agentes de Custódia Próprios, instituições habilitadas a administrar contas de custódia para a carteira própria e de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico de que façam parte, investidores institucionais e não institucionais e clubes de investimento, observados os termos e limites estabelecidos pela CBLC. iii) Agentes Especiais de Custódia, instituições habilitadas a administrar somente conta de custódia própria.” (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Assim, com base em tudo o que foi exposto anteriormente, a subscrição pública de ações pode ser retratada pelo seguinte esquema:

**FIGURA 10**

**Fluxograma das contratações necessárias à subscrição pública de ações<sup>290</sup>**



<sup>290</sup> Elaborado pelo autor.

### 5.3.2 Contratos intermediários do mercado secundário de ações (à vista)

Com o escopo de garantir confiabilidade e eficiência às transações financeiras, a conclusão do negócio jurídico de compra e venda de ações nos mercados secundários administrados pela BM&FBOVESPA não se dá diretamente entre os investidores.

Em primeiro lugar, cabe esclarecer que cada um dos investidores negociantes – o alienante e o adquirente das ações – deve manter vínculo contratual com sociedade corretora de títulos e valores mobiliários. Conforme já sublinhado, tal relação será estudada no próximo capítulo, que se destina à análise detalhada do instrumento que costuma ser denominado, na prática, como *contrato de comissão bursátil*. Mas, por ora, basta esclarecer apenas que os investidores negociantes podem ser clientes da mesma corretora intermediária da operação, hipótese designada como de apreço direta.

Recorde-se que, se a sociedade corretora do comprador não estiver habilitada para atuar como agente de compensação e/ou de custódia perante a Câmara de Ações, será necessário contratar instituição(ões) apta(s) a prestar(em) tal(is) serviço(s). A possibilidade de acúmulo dessas funções acontece, dentre outros motivos, porque a titularidade de contas de liquidação no BCB foi facultada às sociedades corretoras desde o ano de 2002, o que viabilizou sua participação direta no Sistema de Transferência de Reservas<sup>291</sup>.

No tópico anterior, já foram exploradas as características do contrato celebrado entre o agente de custódia e a sociedade corretora, nas hipóteses em que essa não cumula tais funções. A única variante dessa relação no âmbito do mercado secundário diz

---

<sup>291</sup> É o que esclarecem Márcio Antônio Estrela e Ricardo Vieira Orsi: “Com o objetivo de reduzir riscos e reforçar a estabilidade e a boa fluidez das liquidações, no âmbito do Projeto de Modernização do Sistema de Transferência de Reservas (STR) do Banco Central do Brasil, foi facultada a abertura de ‘**contas de liquidação**’ às instituições financeiras não bancárias autorizadas a funcionar pelo BCB - como cooperativas de crédito; corretoras; sociedades de crédito, financiamento e investimento. As instituições que optam por abrir essas contas passam a poder operar diretamente no STR e, por efeito, em outros sistemas de compensação e de liquidação de obrigações, com amplas oportunidades em termos de redução de custos na realização e no recebimento de pagamentos relacionados com as suas atividades. Isso ocorre porque, na condição de titular de conta no BCB, a instituição não mais dependerá de um intermediário - banco liquidante - para suas transações no mercado financeiro e de capitais, tais como operações com títulos públicos no Selic e com títulos, valores mobiliários e derivativos na BM&FBovespa e na Cetip. Ademais, essas instituições também poderão fazer e receber transferências de crédito de seus clientes e, conforme a natureza de suas atividades, participar diretamente da compensação de cheques (Compensação) e do Meio Circulante.” (ESTRELA, Márcio Antônio *et al.* *Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil*. Brasília, 2010, p. 184).

respeito à inexistência de depósito temporário das ações perante o agente de custódia, vez que essas permanecem sob guarda da central depositária da BM&FBOVESPA. Logo, no mercado secundário, a relação jurídica estabelecida entre a sociedade corretora e o agente de custódia detém apenas os traços característicos do *contrato de mandato*.

Neste ponto, cabe proceder à análise do *negócio jurídico firmado entre a sociedade corretora e o agente de compensação*<sup>292</sup>, com o fim de se efetivar a liquidação dos valores referentes às transferências das ações no mercado secundário.

O inciso IV do art. 1º da IN CVM 505/2011 considera agente de compensação a “instituição financeira ou a instituição a ela equiparada responsável, perante aqueles a quem presta serviços e perante a entidade de compensação e liquidação, pela compensação e liquidação das operações com valores mobiliários sob sua responsabilidade”<sup>293</sup>.

Segundo o Regulamento da BM&FBOVESPA, são deveres dos agentes de compensação para com seus clientes:

- i. formalizar a relação contratual estabelecida entre ambos, conforme instrumento próprio, em que devem constar as cláusulas mínimas estabelecidas no referido Regulamento;
- ii. utilizar os serviços da Câmara de Ações para liquidar as obrigações de seus clientes, dentro dos limites operacionais a eles atribuídos;
- iii. conceder e acompanhar a utilização do limite operacional diário por ele concedido, no que tange ao valor total autorizado para efetivação de operações pelas sociedades corretoras;
- iv. informar o cliente sobre a iminência da utilização total de seu limite operacional;

<sup>292</sup> “Os agentes de compensação são divididos em três categorias: agentes próprios, agentes plenos e agentes específicos. Os primeiros liquidam apenas negócios por eles conduzidos em nome próprio ou de clientes, incluindo empresas do mesmo grupo econômico e, também, fundos de investimento por eles administrados. Os agentes plenos liquidam, adicionalmente, operações conduzidas por terceiros (outras corretoras e investidores qualificados, tais como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras, etc). Os agentes específicos são aqueles que possuem funcionalidades direcionadas ao mercado de renda fixa privada. Para liquidar suas posições financeiras, o participante não-banco sem acesso direto ao STR deve obrigatoriamente utilizar os serviços de uma instituição titular de conta de reservas bancárias, na forma de contrato firmado entre eles. As operações são registradas em sistemas próprios dos ambientes de negociação, sendo informadas para os sistemas de pós-negociação em tempo real.” (BRASIL. Banco Central do Brasil. BM&FBOVESPA: Câmara de Ações (antiga CBLC). Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SPBCBLC>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>293</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 505 de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=inst\inst505conso lid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=inst\inst505conso lid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Podem qualificar-se como agentes de compensação: as sociedades corretoras, os bancos comerciais ou múltiplos, os bancos de investimento, as sociedades distribuidoras e outras instituições, a critério da BM&FBOVESPA.

- v. informar as regras aplicáveis às suas atividades, tais como os prazos, horários, custos e penalidades;
- vi. manter sistema de registro e controle das operações nos mercados de liquidação futura, que permita acompanhar, em separado e por investidor, o andamento das operações e respectivos resultados e;
- vii. manter dados cadastrais completos e atualizados<sup>294</sup>.

Em contrapartida, são deveres dos clientes dos agentes de compensação (sociedades corretoras ou investidores qualificados), na condição de participantes das operações intermediárias à compra e venda de valores mobiliários:

- i. pagar a comissão;
- ii. liquidar as operações que intermediar e prestar as garantias requeridas;
- iii. observar os limites operacionais a eles atribuídos;
- iv. ressarcir o agente de compensação de quaisquer custos ou prejuízos incorridos na liquidação de operação realizada por conta própria ou de seus clientes, na qual tenha ficado inadimplente<sup>295</sup>.

De acordo com o Regulamento supramencionado, o agente de compensação ocupa a posição de contraparte responsável, perante seus clientes e a BM&FBOVESPA, pela entrega de ativos e recursos financeiros correspondentes à liquidação das operações por ele intermediadas.

Em razão disso, ele pode estender aos seus clientes as providências a ele aplicadas no que tange ao tratamento da inadimplência das liquidações que lhes competem. E o fará às expensas desses devedores, por meio da execução, a título de ressarcimento, das garantias por eles depositadas, sem prejuízo de demais penalidades<sup>296</sup>.

---

<sup>294</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>295</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>296</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Advirta-se, contudo, que essa responsabilidade deriva da relação contratual estabelecida entre o agente de compensação e a BM&FBOVESPA e não do liame jurídico constituído entre ele e seus clientes (ex. sociedade corretora ou investidor qualificado). Nota-se, assim, que a sistemática dessa relação contratual integra elementos característicos do *contrato de mandato*, pois o agente de compensação contrata os serviços da BM&FBOVESPA para efetuar, em nome e por conta de seu cliente (sociedade corretora/investidor qualificado), a compensação e a liquidação das obrigações por ele contraídas.

Os agentes de compensação são os sujeitos que, em última instância, concluem o contrato de compra e venda de ações em nome de outros participantes do sistema de distribuição (ex. sociedades corretoras), efetivando as ordens expedidas a esses pelos investidores. Por isso se pode afirmar que o *contrato de compra e venda de ações somente se concretiza, de fato, entre o agente de compensação e a BM&FBOVESPA*.

Frise-se, todavia, que, quando a própria corretora não está credenciada para atuar como agente de compensação, será esse que, em nome daquela, efetuará o pagamento das operações ordenadas pelo investidor. Para isso, deve haver, previamente, um *contrato de prestação de serviços de compensação e liquidação de operações* firmado entre o agente de compensação e a BM&FBOVESPA<sup>297</sup>.

Com o objetivo de conferir máxima segurança às operações do mercado de valores mobiliários, a Câmara de Ações da BM&FBOVESPA se obriga, pelo referido contrato, como contraparte central garantidora das liquidações relacionadas aos negócios intermediados pelos agentes e compensação<sup>298</sup>.

Sob esse viés, Carlos Augusto da Silveira Lobo assevera que

A entidade de compensação e liquidação atua como se estivesse correndo ao meio cada relação contratual que se fecha nos pregões. Desta forma, quando da liquidação da operação, a *clearing house* se introduz no lugar do vendedor ou cedente perante o comprador ou cessionário e no lugar deste último diante do vendedor ou cedente. É a *clearing house*, então, que, subrogada na posição do vendedor ou cedente, en-

<sup>297</sup> Para melhor compreensão, consulte-se o modelo disponível em: <[www.cblc.com.br/cblc/Download/ProdutosServicos/ContratoComp0505205.pdf](http://www.cblc.com.br/cblc/Download/ProdutosServicos/ContratoComp0505205.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>298</sup> “Este recurso reduz o risco dos participantes do sistema de liquidação e contribui para a estabilidade financeira, pois a contraparte central é a entidade que se interpõe entre operações ou contratos, tornando-se a compradora para todos os vendedores e a vendedora para todos os compradores.” BRASIL. BM&FBOVESPA. *Compensação e liquidação: como funciona*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

tregará o valor mobiliário vendido ou cedido ao comprador ou cessionário e, substituindo o comprador ou cessionário, pagará o preço ao vendedor ou cedente. A *clearing house* cumprirá, assim, as obrigações das partes, com o que o risco de insolvência destas, as exceções pessoais acaso existentes ou os defeitos do negócio subjacente tornam-se irrelevantes para os que operam no mercado de valores mobiliários. A garantia da *clearing house* é reforçada pelo que o mercado denomina *cadeia de responsabilidades*: as sociedades corretoras são solidariamente responsáveis com seus comitentes pelo adimplemento das obrigações assumidas por seu intermédio. As corretoras se relacionam com membros de compensação, que são instituições financeiras ou corretoras de maior capacidade financeira, devidamente credenciadas. Os membros de compensação garantem as obrigações das corretoras que com eles se relacionam. A *clearing house* se responsabiliza pelas posições consolidadas dos membros de compensação, isto é, responde pelos riscos de liquidação de um membro de compensação perante os demais membros de compensação. As obrigações dos membros de compensação são garantidas pelas instituições liquidantes (bancos ou corretoras credenciadas).<sup>299</sup>

Por meio da assinatura do aludido contrato, a BM&FBOVESPA se obriga, principalmente, a:

- i. ocupar a posição de contraparte central e garantidora da liquidação definitiva de operações, a partir do momento em que as aceita;
- ii. promover a liquidação das operações aceitas, processando, em único saldo líquido multilateral, a compensação de ativos idênticos e recursos financeiros de todos os mercados para os quais presta serviços na condição de contraparte central;
- iii. responsabilizar-se, na qualidade de contraparte central, em caso de inadimplência do agente de compensação, pela liquidação das operações inadimplidas perante os demais agentes de compensação;
- iv. manter contas para efetuar a transferência dos recursos financeiros e de ativos referentes à liquidação de operações realizadas em ambientes de negociação bursátil;
- v. manter sistema de gerenciamento e controle de riscos, adotando mecanismos necessários à redução desses;
- vi. dispor de recursos e de suporte tecnológicos para assegurar adequadamente a continuidade dos serviços de compensação e liquidação de operações.

---

<sup>299</sup> LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os valores mobiliários. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 10, n. 36, p. 27 a 42, abril a jun., 2007, p. 37.

Ao agente de compensação, por sua vez, compete:

- i. liquidar as obrigações de seus clientes, provendo tempestivamente os ativos e recursos financeiros correspondentes;
- ii. promover, de forma irrevogável, incondicional e definitiva, a entrega, conforme o caso, dos ativos ou recursos financeiros devidos;
- iii. responsabilizar-se pela liquidação e gerenciamento de risco das operações de seus clientes e pela prestação de garantias;
- iv. sujeitar-se aos limites operacionais estabelecidos pela BM&FBOVESPA, alocando-os a seus clientes, no todo ou em parte, conforme considerar apropriado;
- v. sujeitar-se ao exercício da opção de compra outorgada à BM&FBOVESPA, quando a execução das posições e das garantias outorgadas a ela não forem suficientes para satisfazer os efeitos de sua inadimplência;
- vi. ressarcir à BM&FBOVESPA, quanto a quaisquer custos ou prejuízos incorridos na liquidação de operação na qual tenha ficado inadimplente.

Assim, verifica-se, que, apesar de certas particularidades, os fins pretendidos pelo contrato em exame são próximos às linhas gerais descritas no art. 593 e ss. do CC/02 para a categoria típica da *prestação de serviços*<sup>300</sup>. Portanto, a organização do mercado secundário de ações pode ser descrita conforme o seguinte esquema<sup>301</sup>:

---

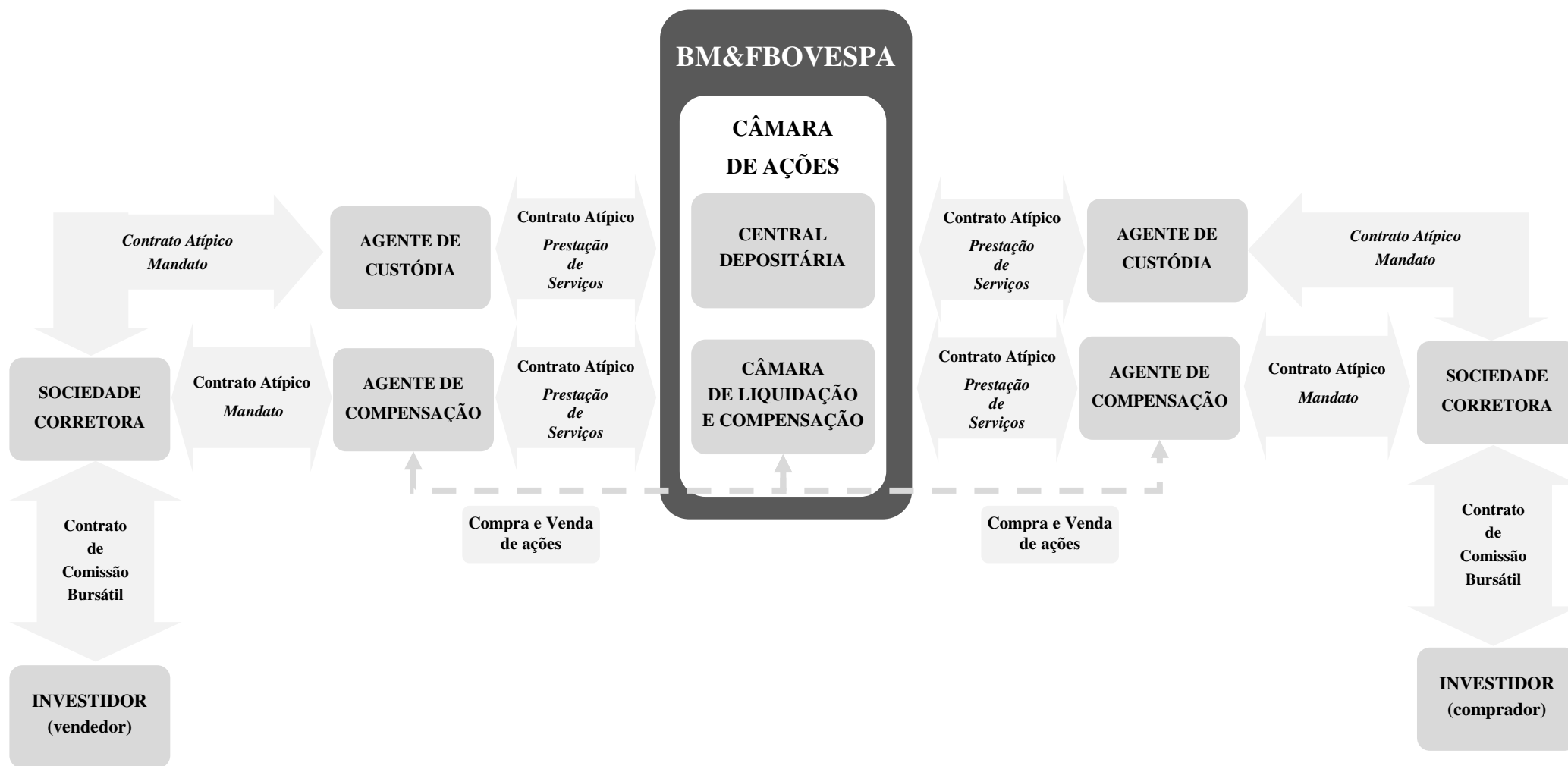
<sup>300</sup> Para Caio Mário, o contrato de prestação de serviços é “aquele em que uma das partes se obriga para com a outra a fornecer-lhe a prestação de sua atividade, mediante remuneração.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 240).

<sup>301</sup> O fluxograma apresentado na próxima página foi inspirado em representação gráfica do mercado secundário de valores mobiliários (à vista) elaborada pelo aluno José Elias de Pádua, na disciplina Análise Jurídica da Economia. Essa matéria foi ofertada pelo Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa-Lima na pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais.



**FIGURA 11**

Fluxograma das contratações necessárias à efetivação de compra e venda de ações no mercado bursátil:



## 6 O CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL

No início do capítulo anterior, demonstrou-se que a intermediação obrigatória de sociedades corretoras nas transações com valores mobiliários atende, a um só tempo, aos ditames de eficiência e de segurança necessários ao bom funcionamento do mercado de capitais.

Sob essa ótica, Marcos Paulo de Almeida Salles elucida

Quanto aos sujeitos que pretendem a participação prática nas operações em bolsa, há que se considerar preliminarmente um contrato entre eles e a instituição intermediadora ou corretora, exigido para se assegurar a rigidez do sistema, encapsulando-o na malha formada pelas sociedades corretoras, membros titulares ou especiais da própria bolsa e a responsabilidade que assumem pelo adimplemento das operações junto ao órgão de compensação [...]<sup>302</sup>.

Logo, o negócio firmado entre o investidor e a sociedade corretora é imprescindível para que se possam realizar operações com valores mobiliários. Ele é formalizado por instrumento que, no dia a dia do mercado de capitais, recebe, dentre outras denominações, as seguintes:

- i. contrato de prestação de serviços de intermediação de aplicações no mercado financeiro;
- ii. contrato de intermediação de aplicação financeira em bolsa de valores mobiliários e de mercadoria e futuros;
- iii. contrato de prestação de serviços de intermediação de operações;
- iv. contrato de intermediação para realização de operações nos mercados à vista e de opções administrados pela BM&FBOVESPA S.A.;
- v. contrato para realização de operações nos mercados à vista, de opções e no mercado futuro de títulos, valores mobiliários e assemelhados, administrados por bolsa de valores e/ou entidade do mercado do balcão organizado;
- vi. contrato de corretagem para compra e venda de valores mobiliários e;
- vii. contrato de comissão bursátil;

---

<sup>302</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O Contrato futuro*. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, p. 30.

Essa variedade de nomenclaturas provoca dúvidas a respeito da natureza civil ou consumerista da relação estabelecida com base no aludido negócio jurídico. Do mesmo modo, na doutrina e na jurisprudência, também coexistem diversas posições acerca da categoria típica na qual deve se incluir tal espécie contratual.

Em Portugal, por exemplo, os contratos considerados como de intermediação financeira constituem espécie autônoma dentre os contratos comerciais<sup>303</sup>. Compreendem, assim, os “negócios jurídicos celebrados entre um intermediário financeiro e um cliente (investidor) relativos à prestação de actividades de intermediação financeira”<sup>304</sup>. E, dentre as subespécies desse tipo contratual, encontra-se o “Contrato de Ordens para Realização de Operações sobre Instrumentos Financeiros”, cuja disciplina legal encontra-se nos arts. 325.º a 334.º do Código de Valores Mobiliários lusitano<sup>305</sup>.

Tais normas se inserem no Capítulo II desse diploma legal, que recebe o título de “Contratos de intermediação”. Seus preceitos tratam, de forma minuciosa, dos principais contornos dessa categoria contratual *sui generis* do direito português. Como consequência do dirigismo contratual promovido pelo Estado na seara do mercado financeiro, tem-se a imposição de conteúdo mínimo obrigatório para esses contratos, com foco nos deveres de informação concernentes à execução das ordens de compra e venda de valores mobiliários.

A celebração desse negócio jurídico se dá entre o investidor e um dos intermediários autorizados a operar pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários portuguesa, os quais geralmente se enquadram na definição de empresa de investimento. Essa espécie de instituição, por sua vez, deve deter a qualidade de entidade financeira e, com profissionalismo, prestar serviços de investimento a terceiros<sup>306</sup>.

---

<sup>303</sup> Observe-se que a designação “contrato de intermediação” não é exclusiva para todos os contratos abrangidos por essa categoria. O contrato de distribuição, por exemplo, também é comumente visto como contrato de intermediação por fazer a ponte entre fabricante e adquirente final das mercadorias. (ALMEIDA, José Queirós. Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica. *Cadernos do mercado de valores mobiliários*. N. 24, Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2006, p. 291).

<sup>304</sup> ANTUNES, José A. Engrácia, Os contratos de intermediação financeira. *Boletim da faculdade de direito da Universidade de Coimbra*. V. LXXXV, Coimbra, p. 277 a 319, 2007, p. 281.

<sup>305</sup> RODRIGUES, Pedro Miguel S. M. *A intermediação financeira: em especial os deveres de informação do intermediário perante o cliente*. Coimbra. 2011. 57 f. Dissertação (Mestrado Científico em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Coimbra, 2011, p. 10 e 11. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulacao](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulacao)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>306</sup> Entre elas estão as sociedades corretoras, as sociedades financeiras de corretagem, as sociedades gestoras de patrimônios e aquelas assim qualificadas por lei ou que, não sendo instituições de crédito, estejam autorizadas a prestar habitualmente serviços de investimento em valores mobiliários a título principal e profissional. (PORTUGAL. Decreto-Lei 486 de 13 de novembro de 1999. Código dos Valores Mobiliários).

No Brasil, inexistente semelhante regulação específica, mas, mesmo assim, é possível identificar dois aspectos preponderantes da figura contratual em exame. Primeiramente, deve atentar-se para o núcleo essencial dessas relações jurídicas, atinente à finalidade de intermediar negócios com valores mobiliários, atividade que é imprescindível à negociação desses bens. Em segundo lugar, discerne-se o ambiente no qual esse tipo de contrato se aperfeiçoa, que pode ser a bolsa de valores ou o mercado de balcão organizado<sup>307</sup>.

Todavia, repita-se que, devido à delimitação proposta neste trabalho, opta-se por analisar apenas o contrato de intermediação pactuado entre sociedade corretoras e investidor individual para conclusão de operações no ambiente de bolsa. Por essa razão, adotou-se, neste estudo, a nomenclatura “contrato de comissão bursátil”, ante sua precisão quanto à terminologia jurídica adequada para identificação desse tipo de negócio.

Excluem-se da presente análise os contratos firmados entre investidores e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, que, hoje, também estão autorizadas a intermediar operações financeiras, acessando diretamente o mercado bursátil<sup>308</sup>. No entanto, vale ressaltar que esses agentes econômicos possuem rol de atribuições bastante semelhante ao das sociedades corretoras de valores mobiliários.

Atualmente, as últimas diferenças restantes entre essas duas espécies de intermediárias se relacionam à impossibilidade de prestação dos seguintes serviços pelas sociedades distribuidoras: a) realização de contratos de câmbio diretamente com sociedades empresárias (para exportação, por exemplo); b) atuação como agentes emissores de certificados e manutenção de serviços de ações escriturais<sup>309</sup>.

---

rios. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>307</sup> Vale recordar que, no mercado de balcão organizado, admite-se a atuação direta do investidor, dispensando-se a presença de sociedade corretora como intermediária (art. 5º, III, IN CVM 461/2007).

<sup>308</sup> “A Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil editaram a Decisão-Conjunta nº 17, em 02 de março de 2009, autorizando as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação das bolsas de valores. Tal medida decorre do fato de que, em razão do processo de desmutualização, o acesso aos ambientes e sistemas de negociação das bolsas foi desvinculado da propriedade de títulos representativos do patrimônio ou capital da entidade, passando as sociedades distribuidoras a ter condições de exercerem as mesmas atividades das sociedades corretoras, que possuíam anteriormente exclusividade operacional para atuarem nesses ambientes.” (BRASIL. Banco Central do Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão-conjunta n. 17 de 2 de março de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/Autorizacao%20para%20que%20as%20sociedades%20distribuidoras%20de%20t%C3%ADtulos%20e%20valores.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>309</sup> É o que se infere das competências arroladas na Resolução CMN 1.120/86: “Art. 2º - A sociedade distribuidora tem por objeto social: I - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda; II - intermediar oferta pública e dis-

Feita essa ressalva, convém apresentar os elementos essenciais do contrato de comissão bursátil para, só então, discutir sua natureza perante o Direito. Em face do relevante papel desempenhado pelas sociedades corretoras na intermediação dos recursos e bens circulantes no mercado de capitais, cumpre iniciar a referida exposição descrevendo suas principais características.

## 6.1 SUJEITOS CONTRATANTES

### 6.1.1 As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários

Newton de Lucca concebe a sociedade corretora como instituição financeira constituída sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada, cuja função é aproximar compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários. Por consequência, a atuação dessa intermediária proporciona a negociabilidade adequada para que operações nos mercados de bolsa ou de balcão sejam efetivadas de forma eficiente<sup>310</sup>.

---

tribuição de títulos e valores mobiliários no mercado; III - comprar e vender títulos e valores mobiliários, por conta própria e de terceiros, observada a regulamentação baixada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários nas suas respectivas áreas de competência; IV - encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários; V - incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários; VI - exercer funções de agente fiduciário; VII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; VIII - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários; IX - praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes; X - praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários; XI - realizar operações compromissadas; XII - praticar operações de compra e venda de metais preciosos no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central; XIII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros, por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários nas suas respectivas áreas de competência; XIV - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais; XV - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários.” (BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução n. 1.120 de 4 de abril de 1986. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1120\\_v8\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1120_v8_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>310</sup> LUCCA, Newton de. *Das corretoras de títulos e valores mobiliários* (roteiro de apresentação). Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton\\_De\\_Lucca\\_JurisprudAAnciaFinal.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton_De_Lucca_JurisprudAAnciaFinal.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Segundo o art. 2º da Resolução CMN 1.655/89, dentre os objetivos das sociedades corretoras estão<sup>311</sup>:

- i. operar em bolsas de valores;
- ii. subscrever emissões de títulos e valores mobiliários no mercado;
- iii. comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros;
- iv. administrar carteiras e custodiar títulos e valores mobiliários;
- v. exercer funções de agente fiduciário<sup>312</sup>;
- vi. instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento<sup>313</sup>;
- vii. emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures;
- viii. intermediar operações de câmbio;
- ix. praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes;
- x. praticar operações de conta margem;
- xi. realizar operações compromissadas;

---

<sup>311</sup> BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>312</sup> O agente fiduciário é uma pessoa física ou jurídica responsável por proteger direitos e interesses de terceiros. No exercício dessa função, deve empregar o mesmo cuidado e diligência dispensado na administração de seus próprios bens. Somente as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários autorizadas pelo Banco Central podem desempenhar esse papel, devendo constar de seu objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros. Na securitização, o agente fiduciário recebe poderes de representação do conjunto de proprietários dos títulos securitizados (ex. CRI, cotas de FIDC, debêntures, etc.), incluindo as prerrogativas de receber e de dar quitação. Para zelar pelos direitos e interesses dos investidores, devem acompanhar a atuação da entidade emissora na administração da carteira de ativos securitizados e monitorar as atividades de terceiros atuantes na operação. Em caso de insolvência da entidade emissora, o agente fiduciário assume a administração da carteira securitizada, garantindo a continuidade das remunerações aos detentores dos respectivos títulos. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 28 de 23 de novembro de 1983. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst028.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>313</sup> O *fundo de investimento* é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio para a aplicação em ativos financeiros. Por meio da emissão de cotas, ele reúne aplicações de vários indivíduos com o fim de investir em carteira diversificada dentre os ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais. Isso propicia a valorização simultânea das quotas de cada condômino, a um custo global mais baixo. O *clube de investimento* também é uma comunhão de recursos, mas restrita a no mínimo 3 (três) e no máximo 50 (cinquenta) pessoas físicas, para investimento em títulos e valores mobiliários. Funciona como uma forma de introdução do pequeno investidor ao mercado de capitais, regendo-se, em razão disso, por normas de constituição e funcionamento mais simples e flexíveis. Como exemplo delas, citem-se a dispensa de registro na Comissão de Valores Mobiliários e a possibilidade da gestão de sua carteira ser conduzida por um ou mais cotistas eleitos pela assembleia geral, observadas certas exigências. Logo, por permitirem um maior envolvimento do cotista, os clubes de investimento facilitam o aprendizado sobre as técnicas de gestão de carteira e da dinâmica do mercado. A normatização e a supervisão de ambos, bem como a autorização e o registro dos fundos de investimento são de competência da Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM, 2013, p. 65 e 79).

- xii. comprar e vender metais preciosos, por conta própria e de terceiros;
- xiii. operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros.

Historicamente, a denominação sociedade corretora deriva da qualificação dada ao corretor, profissional responsável por colocar em contato pessoas situadas em diferentes localizações. Como informa Maria Bárbara Levy, “os corretores se deslocavam de praça em praça à procura de compradores ou vendedores de uma pequena variedade de mercadorias, moedas, ações ou títulos”<sup>314</sup>.

A raiz semântica do nome atribuído ao seu ofício derivava, portanto, do modo como eram exercidas as suas atividades, pois esse profissional precisava, efetivamente, correr. O corretor funcionava, assim, como meio físico para a comunicação, perfazendo verdadeiro elo informacional entre compradores e vendedores.

Na sua origem, o papel desse intermediário se confundia com o do cambista, pois abrangia também a troca de valores monetários de diversas procedências<sup>315</sup>. Tal espécie de serviço se revelou essencial no desenvolvimento inicial da economia, uma vez que, por séculos, o mundo permaneceu dividido, ora em cidades-estado, ora em feudos, cada qual com sua moeda própria. Não sendo facilmente fixável o valor comparativo entre as moedas, os cambistas, que tinham vários estoques delas – ou, pelo menos, das mais usuais na área em que viviam –, faziam as trocas necessárias, remunerando-se com uma pequena comissão<sup>316</sup>.

Sobre a origem do ofício de corretor, Cesare Vivante constatou:

<sup>314</sup> LEVY, Maria Bárbara. *História da bolsa de valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 3.

<sup>315</sup> A prestação cumulativa desses serviços por um mesmo agente econômico ainda persiste na atualidade, como se pode deduzir da subsistência das sociedades corretoras *de câmbio e de títulos e valores mobiliários* operantes no mercado financeiro nacional.

<sup>316</sup> VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 137. Sobre a atuação dos corretores na Antiguidade, Waldemar Ferreira explica: “Em Roma, destaca-se o proxeneta pela habilidade com que acomodava os negócios mediante remuneração, *proxeneticum*. Na grande cidade tinha oficina. Era útil medianeiro nas compras e vendas em geral; e no comércio imiscuia-se, por força de costume, a fim de facilitar a realização de negócios. Alcançaram os proxenetas prestígio imenso, ao dizer dos velhos textos romanos, *sunt enim hujusmodi hominum, est tan in magna civitate, officinae. Est enim proxenatarum modis, qui emptioibus, venditionibus, commerciis, contractibus licitis utiles non adeo improbabili more si exhibent*. Sem embargo depreciaram-se no abuso de sua intromissão; e desde então, como ainda hoje, a expressão que os designava tem significado pejorativo.” (FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. v. 11, São Paulo: Saraiva, 1963, p. 210 a 211). Tradução nossa do trecho em latim: “Eles são homens bastante atuantes nas grandes cidades, nas oficinas. No exercício de suas práticas proxenetas, realizam compras, vendas, comercializações e contratos legais com o improvável desfile de moeda”.

O trabalho dos mediadores, desprezado no mundo romano, surgiu na Idade Média, especialmente no que diz respeito a facilitar as relações dos estrangeiros com os cidadãos, alcançando tanta importância que em muitas cidades proibiu-se a estipulação de qualquer contrato sem a sua intervenção, atribuiu-se uma confiança especial aos seus testemunhos e livros, e se os considerou como funcionários públicos para estimar seus bens e para a averiguação suas atuações<sup>317</sup>.

No Brasil, antes da reforma do mercado de capitais, os precursores das sociedades corretoras como instituições intermediárias foram os “corretores de fundos públicos”. Eram, portanto, pessoas físicas detentoras de ofício público e vitalício; e não sociedades comerciais. Sua atuação foi regulada inicialmente pelo Decreto n. 417 de 14 de junho de 1845, que regulamentou a Lei 317 de 21 de outubro de 1843.

No teor do art. 1º dessa norma inaugural, os corretores eram definidos como

[...] os agentes intermediários para comprar e vender por seus comitentes mercadorias, navios, fundos públicos e outros efeitos e obrigações, letras de câmbio, bilhetes à ordem e quaisquer papéis comerciais, fazer negociações por desconto, seguros, contratos em grosso, fretamento, empréstimo sobre penhores, ou de qualquer outro modo<sup>318</sup>.

Em seguida, essa matéria foi disciplinada por dispositivos do Código Comercial do Império do Brasil, que relacionou os corretores entre os agentes auxiliares do comércio (art. 35)<sup>319</sup>. O art. 45 desse diploma autorizava a interveniência do corretor em todas

<sup>317</sup> *L'opera dei mediatori, spregiata nel mondo romano, sorse nel medio evo, in ispecie per agevolare i rapporti degli stranieri coi cittadini, a tanta importanza che in molte città si proibì di stipulare qualsiasi contratto senza il loro ministero, si attribuì una speciale fiducia alla loro testimonianza e ai loro libri, e si considerarono come pubblici ufficiali per la stima delle merci, per l'accertamento dei corsi.* (VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. V. 1, Milão: Casa Editorial Doutor Francesco Vallardi, 1928, p. 218, tradução nossa). Adentrando o direito comparado, verifica-se que “versaram sobre a matéria os Códigos Comerciais de Portugal, Espanha, França, Bélgica, Alemanha, Argentina, Uruguai, México, Venezuela, Paraguai, Peru, o Código Civil Italiano e o Código de Obrigações da Suíça, tendo o Código Comercial Português de 28 de junho de 1888 declarado que ‘o ofício de corretor é pessoal, público, viril e de nomeação régia’.” (PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1982, p. 375).

<sup>318</sup> O art. 2º do Decreto 417/1845 dispunha que: “os Corretores ou são geraes ou parciaes, os primeiros serão autorizados a tratar de todo o genero de transacções, os segundos sómente de um ou mais generos dellas; uns e outros serão nomeados na Côte pelo Tribunal do Thesouro, e nas Provincias pelas Thesourarias, ouvido o Corpo do Commercio, por intermedio das Commissões da Praça, ou dos Negociantes mais notaveis do lugar, onde as não houver.” (BRASIL. Decreto 417 de 14 de junho de 1845. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1845-06-14;417>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>319</sup> Observe-se que, mesmo antes do Código Comercial do Império, outros dois decretos também cuidaram de regulamentar a profissão de corretor: i) o Decreto 648, de 10 de novembro de 1849, que os classificou em corretores de fundos públicos, de navios e de mercadorias; ii) o Decreto 806, de 26 de julho de 1851, que disciplinou a atuação dos corretores da Praça do Comércio do Rio de Janeiro e autorizou, inclu-



as convenções, transações e operações mercantis (ex. compra e venda de ações de sociedades anônimas). Simultaneamente, sujeitava ao regime de gratuidade qualquer ato de intermediação efetuado por outros profissionais, que se dirigissem à promoção de negócios para terceiros<sup>320</sup>.

O trabalho dos corretores se limitava, portanto, à mera aproximação entre as partes, não lhes sendo permitido efetuar negociações em seu próprio nome (art. 59)<sup>321</sup>. A exceção estava apenas na intermediação das aquisições de apólices de dívidas públicas ou *ações de sociedades anônimas*. Quanto a essas, a única exigência era que não fossem diretores, administradores ou gerentes das corporações emissoras das ações negociadas, independentemente do título sob o qual desempenhassem tais funções (art. 60)<sup>322</sup>.

Nisso se percebe que, logo em seu nascedouro, a atividade de intermediação de valores mobiliários já assumia contornos próprios, distanciando-se das regras comuns aplicáveis ao contrato de corretagem. Tanto assim que admitia a aquisição e a alienação dos referidos títulos em nome do próprio corretor.

Contudo, o aspecto mais importante do regime jurídico estabelecido pelo Código Comercial de 1850 se encontrava no art. 55 desse diploma. Tal dispositivo, embora não

sive, a criação de Juntas de Corretores com competência para decidir sobre questões relacionadas aos negócios por eles intermediados. (BRASIL. Decreto 648 de 10 de novembro de 1849. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1849-11-10;648>>. Acesso em: 14 jan. 2014. BRASIL. Decreto 806 de 26 de julho de 1851. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1851-07-26;806>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>320</sup> “Art. 45 - O corretor pode intervir em todas as convenções, transações e operações mercantis; sendo todavia entendido que é permitido a todos os comerciantes, e mesmo aos que o não forem, tratar imediatamente por si, seus agentes e caixeiros as suas negociações, e as de seus comitentes, e até inculcar e promover para outrem vendedores e compradores, contanto que a intervenção seja gratuita.” (BRASIL. Lei 556 de 25 de junho de 1850. Código Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>321</sup> “Art. 59 - É proibido aos corretores: 1 - toda a espécie de negociação e tráfico direto ou indireto, de baixo de seu ou alheio nome; contrair sociedade de qualquer denominação ou classe que seja, e ter parte ou quinhão, em navios ou na sua carga; pena de perdimento do ofício, e de nulidade do contrato; 2 - encerrar-se de cobranças ou pagamentos por conta alheia; pena de perdimento do ofício; 3 - adquirir para si ou para pessoa de sua família coisa, cuja venda lhes for incumbida ou a algum outro corretor, ainda mesmo que seja a pretexto do seu consumo particular; pena de suspensão ou perdimento do ofício, a arbítrio do tribunal, segundo a gravidade do negócio, e de uma multa correspondente ao dobro do preço da coisa comprada.” (BRASIL. Lei 556 de 25 de junho de 1850. Código Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>322</sup> “Art. 60 - Na disposição do artigo antecedente não se compreende a aquisição de apólices da Dívida Pública, nem a de ações de sociedades anônimas, das quais, todavia, não poderão ser diretores, administradores ou gerentes, debaixo de qualquer título que seja.” (BRASIL. Lei 556 de 25 de junho de 1850. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

estabelecesse cláusula obrigatória de comissão *del credere*<sup>323</sup> para a atividade dos corretores, acometia-lhes certas responsabilidades.

Primeiramente, os erigia à condição de garantes, nas negociações que intermediassem, quanto à entrega material do título ao tomador e do valor ao cedente<sup>324</sup>. Em segundo lugar, também eram responsáveis pela veracidade da última firma de todos e quaisquer papéis de crédito por via deles negociados, bem como pela identidade das pessoas que interviessem nos contratos celebrados devido às suas influências<sup>325</sup>.

Com o desenvolvimento acentuado do mercado de ações, o exercício das atividades voltadas à intermediação desses bens mereceu disciplina específica no Regulamento dos Corretores de Fundos Públicos da Praça da Capital Federal, aprovado pelo Decreto 2.475 de 13 de março de 1897. O art. 35 desse instrumento normativo estipulava a inteira responsabilidade dos corretores de fundos, até a final liquidação, pela execução das operações em que interviessem. Além disso, para as negociações à vista, o artigo 36 determinava a responsabilidade pessoal do corretor, para com o outro corretor com quem operasse e para com o seu comitente, pela entrega dos títulos vendidos e pelo pagamento daqueles que houvesse comprado<sup>326</sup>.

---

<sup>323</sup> A expressão “comissão *del credere*” possui três diferentes significados. O primeiro se refere ao “prêmio pago por um comerciante (comitente) a seu representante (comissário) pelo fato de ter o dever de responder pela solvabilidade da pessoa com quem efetuou negócios de interesse do comitente.” (DINIZ, Maria Helena. *Dicionário jurídico*. V. 2, São Paulo: Saraiva, 1998, p 40). Seu segundo sentido concerne à cláusula que pode ser aposta num contrato de comissão ou de corretagem. Era o que fazia, por exemplo, o Código Comercial do Império de 1850 ao tratar dessa cláusula no contrato de comissão: “Art. 179 - A comissão *del credere* constitui o comissário garante solidário ao comitente da solvabilidade e pontualidade daqueles com quem tratar por conta deste, sem que possa ser ouvido com reclamação alguma. Se o *del credere* não houver sido ajustado por escrito, e todavia o comitente o tiver aceitado ou consentido, mas impugnar o quantitativo, será este regulado pelo estilo da praça onde residir o comissário, e na falta de estilo por arbitradores.” (BRASIL. Lei 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). Numa última acepção, a comissão *del credere* pode aludir a uma das modalidades do contrato de comissão, tal como será explicado no final do presente capítulo.

<sup>324</sup> Esclareça-se, todavia, que tal responsabilidade não se estendia à solvência do emitente quanto aos valores declarados nos títulos intermediados. “Art. 55 - Ainda que em geral os corretores não respondam, nem possam constituir-se responsáveis pela solvabilidade dos contraentes, serão contudo garantes nas referidas negociações da entrega material do título ao tomador e do valor ao cedente, e responsáveis pela veracidade da última firma de todos e quaisquer papéis de crédito por via deles negociados, e pela identidade das pessoas que intervierem nos contratos celebrados por sua intervenção.” (BRASIL. Lei 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>325</sup> BRASIL. Lei n 556, de 25 de junho de 1850. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/10556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/10556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>326</sup> BRASIL. Decreto 2.475 de 13 de março de 1897. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br>>. Acesso em: 14 jan. 2014. A responsabilidade imputada por esse decreto decorria do privilégio de exclusividade outorgado aos corretores de fundos públicos pelo Decreto Legislativo n. 354 de 1895.

Quanto à liquidação das operações feitas a prazo, o referido diploma legal asseverava que a responsabilidade do corretor era inteira e completa sempre que, no ato da transação, não fosse revelado o nome do comitente de modo regular. E, para eliminar qualquer sombra de dúvidas, arrematava que, nessas hipóteses, a responsabilidade do corretor regia-se pelos princípios que regulavam a atuação do comissário *del credere*<sup>327</sup>.

Já na segunda metade do século XX, dentre as profundas transformações na regulação do mercado de capitais pela Lei 4.728/65, foi extinta a figura dos corretores de fundos públicos como agentes cartoriais de atribuições vitalícias. Em seu lugar, foram criadas as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários na condição de instituições financeiras participantes das bolsas de valores.

Assim, “se, por um lado, acabava-se com a vitaliciedade e privilégios dos corretores de fundos públicos, por outro, assegurava-se-lhes um direito patrimonial intangível, representado por carta patente emitida pelo Banco Central do Brasil [...]”<sup>328</sup>. Dessa forma, esses agentes econômicos viram-se diante da possibilidade de acesso a mercado em fase de transformação, que evoluía de incipiente para promissor, haja vista sua perspectiva de abranger volumes expressivos de negócios<sup>329</sup>.

A união das diversas sociedades corretoras resultou, por sua vez, na constituição das bolsas de valores como associações civis, cujas quotas eram titularizadas por tais

<sup>327</sup> BRASIL. Decreto n. 2.475 de 13 de março de 1897. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>328</sup> De acordo com Gustavo Alberto Villela Filho: “para o governo era importante implantar um sistema de empresas capitalizadas e profissionalizadas que pudessem participar daquele mercado em ascensão, não somente na negociação de ações em pregão mas também no lançamento de ações em operações de *underwriting*, na intermediação de operações de câmbio, na administração de carteiras de valores mobiliários, e na prestação de uma gama bem diversificada de serviços envolvendo títulos e valores mobiliários, inclusive os serviços de custódia.” (VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 139 e 140).

<sup>329</sup> Aloysio Lopes Pontes comenta o quadro que se formou durante essa fase de transição: “como era natural, a transformação de *fond en comble*, trazida pela Lei n. 4.728, provocou a reação e veementes protestos dos corretores que, surpresos, desorientados e temerosos das consequências das inovações e considerando-se ainda espoliados dos privilégios de que desfrutavam, tenderam para a adoção de medidas judiciais em resguardo dos seus direitos que julgavam postergados. O transcurso de tempo e as vantagens advindas, exata e especialmente para os corretores, com a implantação verdadeira e a expansão do mercado de capitais no país evidenciou, porém, que, embora extintos alguns privilégios, não ocorrera verdadeiramente lesão de direitos, advindo, por outro lado, a par naturalmente da ampliação das atividades e do aumento do trabalho, pela expansão dos negócios, ampla compensação pela elevação dos respectivos rendimentos. E tanto não se verificaram efetivamente prejuízos para os corretores, mas, ao contrário, se beneficiaram eles da expansão do mercado mobiliário, ainda que abolida a sua atuação direta e os privilégios de que eram titulares, que nenhum interpôs qualquer medida judicial e se expandiram em número e em quantidade de produção.” (PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1982, p. 377 e 378).

instituições financeiras. Consolidou-se, assim, o oligopólio legal dessas entidades sobre a intermediação de valores mobiliários nesse mercado<sup>330</sup>.

Nesse diapasão, a redação original do parágrafo 2º do art. 3º da Resolução CMN 1.655/89 exigia a aquisição de título patrimonial de bolsa de valores para que as sociedades corretoras fossem admitidas como membros aptos a operarem em seu recinto<sup>331</sup>. Somente quando preenchida essa condição e obtida a aprovação da CVM é que ela poderia receber a autorização do BCB para funcionamento<sup>332</sup>.

Em obra anterior ao processo de desmutualização da BM&FBOVESPA, Gustavo Alberto Villela Filho comentou:

A função primordial das sociedades corretoras é a de intermediar, em nome de seus respectivos comitentes, a compra e venda de valores mobiliários. Como se vê, foi radical a transformação ocorrida entre a atuação dos antigos corretores de fundos públicos e as modernas sociedades corretoras, pois, enquanto aqueles, funcionando em um mercado ainda incipiente com uma pequena estrutura operacional, não estavam adstritos às exigências e controles externos, estas hoje são obrigadas a manter uma sofisticada organização, tanto em termos de pessoal como de equipamentos tecnológicos, de forma a atender aos regulamentos e exigências impostos pelo órgão regulador de suas atividades.

<sup>330</sup> Nesse sentido, observou Theophilo de Azeredo Santos: “são da competência exclusiva dos corretores: [...] c) a negociação de títulos suscetíveis de cotação na Bolsa.” (SANTOS, Theophilo de Azeredo. *Manual de títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Cia Editora Americana, 1971, p. 60 e 61).

<sup>331</sup> No mesmo sentido: “Art. 35. As operações com títulos ou valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores somente poderão ocorrer por intermédio de sociedade membro. Art. 36. É permitida a negociação fora de bolsas de valores, de títulos e valores mobiliários nelas admitidos, nas seguintes hipóteses: I - quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; II - quando relativos a negociações privadas; III - quando se tratar de índices referentes aos títulos e/ou valores mobiliários; e IV - em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. O disposto neste artigo não se aplica aos títulos mencionados no art. 33 deste Regulamento, que são negociados nos termos da regulamentação em vigor.” (BRASIL. Conselho Monetário nacional. Resolução 2.690, de 28 de janeiro de 2000. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res\\_2690\\_v4\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2690_v4_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>332</sup> A principal razão da obrigatoriedade de se adquirir tal fração ideal era, conforme a antiga redação do art. 7º da Resolução CMN 1.655/89, garantir privilegiadamente eventuais débitos da sociedade corretora para com a bolsa de valores, assim como a boa liquidação das operações nela realizadas. Isso era viabilizado mediante caução real do título patrimonial em favor da bolsa de valores, a qual seria oponível a terceiros, nos termos dos artigos 790 a 795 do Código Civil de 1916. Exigia-se que esse expediente fosse implementado antes da sociedade corretora começar a operar nos pregões bursáteis, de modo que referido título patrimonial poderia ser leiloado caso ocorresse mora da intermediária devido ao não pagamento de seus débitos ou à não liquidação de qualquer operação no prazo regulamentar. (BRASIL. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>333</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento do Participante*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/RegulamentoParticipanteBVSP.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

O nível de profissionalização das sociedades corretoras passou a ser tal que os seus representantes, sejam aqueles que atuam diretamente junto ao pregão, sejam aqueles que atendem ao público em geral, devem obter aprovação em exame de matérias concernentes a títulos e/ou valores mobiliários e à respectiva legislação e regulamentação. Esse exame será promovido pelas Bolsas de Valores onde deva atuar, sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários<sup>333</sup>.

Atualmente, as sociedades corretoras funcionam como participantes de negociação dos mercados administrados pela BM&FBOVESPA, não se exigindo mais que compoñham o quadro social dessa entidade. Nessa linha, o art. 16 do Regulamento do Participante da Bolsa de Valores de São Paulo determinou que as sociedades corretoras, que eram membros dessa instituição até a data de sua Assembléia Geral Extraordinária, realizada em 28.08.2007, teriam direto acesso aos sistemas de negociação do mercado bursátil. No entanto, essa prerrogativa somente seria garantida para as associadas que se adequassem às regras constantes daquele regulamento<sup>334</sup>.

Por outro lado, não foi só a substituição dos corretores de fundos públicos pelas sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários que proporcionou o aprimoramento da intermediação financeira no mercado de capitais. A inserção compulsória dessas entidades na classe das instituições financeiras também colaborou com o processo de modernização, pois permitiu maior controle estatal sobre suas atividades<sup>335</sup>.

---

<sup>333</sup> VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 147 e 148. Conforme foi elucidado no capítulo anterior, após o processo de desmutualização, não é mais necessário que as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários detenham participações acionárias no capital da BM&FBOVESPA para operar em seu recinto. Seguindo essa lógica, o art. 7º da Resolução CMN 1.655/89 dispõe que, “caso a sociedade corretora seja membro da bolsa de valores, o título patrimonial de sua titularidade garantirá, privilegiadamente, mediante caução real, oponível a terceiros, nos termos dos artigos 1.451 a 1.460 do Código Civil, os débitos que tiver com a bolsa de valores e a boa liquidação das operações nela realizadas, devendo ser caucionado em favor da bolsa antes de a sociedade iniciar suas operações. Parágrafo único. Incorrerá em mora a sociedade corretora que não pagar seus débitos na época devida ou não liquidar qualquer operação no prazo regulamentar, caso em que o título patrimonial respectivo deverá ser leiloado pela bolsa de valores.” (BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>334</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento do Participante*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/RegulamentoParticipanteBVSP.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>335</sup> Segundo Arnoldo Wald, “quer se entenda que a sociedade corretora é instituição financeira, quer se admita que seja equiparada à mesma, é imperativo concluir que sobre ela incidem todas as normas aplicáveis às instituições financeiras, salvo quando a própria lei determina em sentido diverso.” (WALD, Arnoldo. A caracterização da corretora de câmbio e títulos como instituição financeira e seu regime legal. *Revista de informação legislativa*. Brasília: Senado Federal, ano 17, n. 65, p. 249 a 256, jan.-mar., 1980, p. 256, grifos nossos).

É o que se deduz da exposição de motivos do Projeto de Lei 2.732, que deu origem à Lei 4.728/65. Para os autores dessa proposta legislativa, um dos aspectos mais importantes da nova regulação seria a submissão ao CMN e à fiscalização do BCB – hoje em conjunto com a CVM – das sociedades que exercessem a atividade de subscrição para revenda ou de intermediação dos títulos ou valores mobiliários no mercado<sup>336</sup>.

Portanto, da caracterização da sociedade corretora de títulos e valores mobiliários como instituição financeira, decorre sua submissão ao aparato legal e regulatório que disciplina o mercado financeiro nacional<sup>337</sup>. Tanto assim que se sujeitam, por exemplo, ao procedimento de liquidação extrajudicial (Lei 6.024/74) e ao regime de administração especial temporária (Decreto-Lei 2.321/87).

Para justificar essa opção normativa, ponderou-se, naquela época, que grande parte das sociedades empresárias que se dedicavam a essas atividades não se sujeitavam à fiscalização do BCB. Até a entrada em vigor da lei supracitada, esse quadro se revelava desastroso diante de função que tantos males poderia causar ao público menos esclarecido. Não era por outra razão, que “os abusos, a flexibilidade de critério, a leviandade e a fraude se proliferavam com frequência perigosa”<sup>338</sup>.

Concluiu-se, então, pela necessidade de munir o Poder Executivo de instrumentos adequados para disciplinar e fiscalizar esse tipo de atividade, antes que o justificado descrédito público ameaçasse o principal alicerce do mercado financeiro: a confiança.

---

<sup>336</sup> BRASIL. Exposição de motivos do Projeto n. 2.732, p. 17 e 18. Parecer da Comissão de Economia, p. 41 *apud* PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1982, p. 381. .

<sup>337</sup> As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários têm, porém, um tratamento especial em casos de intervenção e liquidação, como se pode inferir dos seguintes dispositivos da Lei 6.024/74: “Art. 52. Aplicam-se as disposições da presente Lei às sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição de títulos ou valores monetários no mercado de capitais (artigo 5º, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965), assim como às sociedades ou empresas corretoras de câmbio. §1º A intervenção nessas sociedades ou empresas, ou sua liquidação extrajudicial, poderá ser decretada pelo Banco Central do Brasil por iniciativa própria ou por solicitação das Bolsas de Valores quanto às corretoras a elas associadas, mediante representação fundamentada. § 2º Por delegação de competência do Banco Central do Brasil e sem prejuízo de suas atribuições, a intervenção ou a liquidação extrajudicial, das sociedades corretoras, membros das Bolsas de Valores, poderá ser processada por estas, sendo competente, no caso, aquela da área em que a sociedade tiver sede. [...] Art. 55. O Banco Central do Brasil é autorizado a prestar assistência financeira às Bolsas de Valores, nas condições fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, quando, a seu critério, se fizer necessária para que elas se adaptem, inteiramente, as exigências do mercado de capitais. Parágrafo único. A assistência financeira prevista neste artigo poderá ser estendida as Bolsas de Valores, nos casos de intervenção ou liquidação extrajudicial em sociedades corretoras de valores mobiliários e de câmbio, com vistas a resguardar legítimos interesses de investidores.” (BRASIL. Lei 6.024 de 13 de março de 1974. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/leisedecretos/Port/lei6024.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>338</sup> BRASIL. Exposição de motivos do Projeto n. 2.732, p. 17 e 18. Parecer da Comissão de Economia, p. 41. *apud* PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1982, p. 381. .

Assinale-se, todavia, que uma falha técnica na legislação se perpetua até o presente momento, pois, segundo Nelson Abrão, inexistente, até hoje, distinção entre instituição financeira (gênero) e banco (espécie). Para ele, apenas instituições desse último tipo podem receber fundos do público de maneira habitual e utilizá-los por conta própria, enquanto que as demais instituições financeiras somente estão autorizadas a agir como comissárias de seus clientes investidores<sup>339</sup>. E isso significa que a captação de depósitos à vista e o correspondente empréstimo desses recursos consubstancia atividade privativa dos bancos.

Por outro lado, sublinhe-se que as sociedades corretoras não agem como simples representantes de seus clientes investidores ao executarem as ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários. Quando efetuam essas aquisições ou alienações, fazem-no em nome próprio, mas por conta dos investidores, pessoas em favor das quais as operações se concretizam na BM&FBOVESPA. Prova disso é que, até pouco tempo atrás, era somente a sociedade corretora quem conhecia os nomes dos proprietários dos valores mobiliários movimentados por meio de suas contas mantidas nas centrais de liquidação e custódia<sup>340</sup>.

Usualmente, os serviços prestados pelo corretor têm caráter de simples mediação, esgotando-se na aproximação das partes para que concluam o negócio entre si. Por isso, via de regra, não se cogita sobre qualquer responsabilidade do corretor pelas obrigações contraídas pelo seu cliente ou em razão de inadimplemento da parte com que esse contratou. Todavia, nas operações intermediadas pelas sociedades corretoras no mercado bursátil, “suas funções são agravadas pela responsabilidade quanto à execução,

---

<sup>339</sup> Para o autor “‘banco é a empresa que, com fundos próprios ou de terceiros, faz da negociação de créditos sua atividade principal’, de onde se deduz que compete-lhe, dentro de suas prerrogativas profissionais, também o exercício de atividades acessórias (não creditícias), que atendam à finalidade de atrair o cliente para elas. Lidando, precipuamente, com fundos de terceiros, fica implícita a atividade de captação dos bancos, sendo que, no estágio atual de nosso Direito, a principal distinção entre banco e instituição financeira *lato sensu* está em que aquele cria moeda escritural.” (ABRÃO, Nelson. ABRÃO, Carlos Henrique (atual.). *Direito bancário*. 10 ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 6).

<sup>340</sup> Somente com a entrada em vigor da IN CVM 387/2003 passou a ser obrigatória, perante a bolsa de valores, a identificação do investidor por conta de quem as sociedades corretoras executam operações. “Art. 9º - As corretoras deverão efetuar o cadastro de seus clientes, mantendo os mesmos atualizados. § 1º As corretoras deverão, ainda, fornecer às bolsas e às câmaras de compensação e de liquidação, conforme padrão por estas definido, os dados cadastrais básicos de cada cliente, de modo a permitir sua perfeita identificação e qualificação.” Atualmente, essa norma encontra-se revogada pela IN CVM 505/2011, que manteve a referida exigência quanto à transmissão das informações dos investidores para a BM&FBOVESPA (art. 6º). (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 387 de 28 de abril de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst387consolid.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

até final liquidação, das operações em que interferir, por força do privilégio que lhes confere a legislação de acesso exclusivo aos recintos da Bolsa”<sup>341</sup>.

A imposição desse tipo de responsabilidade às sociedades corretoras visa garantir a integridade do Sistema Financeiro Nacional contra desequilíbrios provocados pela transmissão, em cascata, de prejuízos decorrentes de inadimplências nas operações com valores mobiliários e/ou recursos monetários.

Sob outro prisma, Luiz Gastão Paes de Barros Leães entende que tal modelo normativo erige as sociedades corretoras à condição de “garantes solidárias” da execução das operações financeiras ordenadas por seus comitentes. E disso conclui que tais circunstâncias conferem a elas as características de comissárias *del credere* de seus clientes<sup>342</sup>.

Dessa forma, a esse tipo de intermediária financeira cumpre arcar com as consequências da não entrega dos títulos vendidos ou do não pagamento daqueles que houver comprado, “embora tenha agido sempre *por conta do comitente*, a quem, na realidade, caberia fornecer os fundos, na compra, ou colocar à disposição a coisa, na venda”<sup>343</sup>.

Waldemar Ferreira também compartilha dessa opinião:

A convenção *del credere*, que se vislumbra no art. 25 da Resolução nº 39/66, não é apenas a garantia, no caso de venda, do pagamento do preço, e no de compra, da liberação dos títulos. Ela se estende também a todos os vícios da coisa, que poderiam ter sido descobertos, tal como

<sup>341</sup> “Na regulação das Bolsas de Valores, que se seguiu à nova legislação do Mercado, implantada no País pelas Leis n. 4.595/64 e 4.728/65, não se faz referência expressa ao *star del credere*, mas se mantém o mesmo severo sistema de responsabilidade das sociedades corretoras. Assim, tendo em vista o disposto no art. 7.º, III, da Lei n. 4.728, que atribuiu ao Conselho Monetário Nacional competência para fixar as normas a serem observadas na organização e funcionamento das Bolsas de Valores, o legislador enfatiza a necessidade de estabelecer normas relativas à ‘responsabilidade das sociedades corretoras’ nas operações de Bolsa. E no Regulamento que disciplina a constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores (o ora em vigor foi baixado pelo BCB pela Resolução 1.556, de 1989), é dado destaque a essa especial responsabilidade da sociedade corretora nas operações realizadas nos recintos das Bolsas [...]” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *As sociedades corretoras como comissárias del credere: crédito com privilégio especial em liquidação extrajudicial. Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, p. 336-337).

<sup>342</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *As sociedades corretoras como comissárias del credere: crédito com privilégio especial em liquidação extrajudicial. Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, p. 336-337.

<sup>343</sup> “Uma vez realizados os negócios em público pregão, nos recintos das Bolsas, cabem aos seus membros *executar* as operações. Pois as operações de Bolsa – sejam à vista, sejam a termo – são negócios de compra e venda, ou seja, contratos de natureza *consensual*, bastando o acordo de vontades para se aperfeiçoarem (Código Civil, art. 1.126; Código Comercial, art. 191). Ora, por definição, o contrato de compra e venda apenas obriga o vendedor a transferir o domínio da coisa; já para que se opere essa transferência, mister se faz promover a execução do contrato, via a tradição, mediante a entrega da coisa, contra o pagamento do preço (Código Civil, arts. 1.122 e 620).” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *As sociedades corretoras como comissárias del credere: crédito com privilégio especial em liquidação extrajudicial. Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, p. 336).



ocorre em relação ao comissário *del credere* e às mercadorias que comprou de terceiros por ordem do seu comitente. Haja vista o que preceitua a letra b do inciso I do art. 25 da Resolução n 39/66, que faz do corretor o verdadeiro garante da legitimidade extrínseca e intrínseca dos títulos entregues ao seu cliente.

O que é preciso que fique esclarecido é que a corretora, tratando-se de atividade ligada à sua intermediação, se obriga pessoal e diretamente perante o seu cliente pelo cumprimento do contrato, desde a aceitação regular e comprovada da ordem, salvo motivo de força maior, que no entanto não se aplica como excludente da culpa se a corretora deu início à execução *ad ordem*<sup>344</sup>.

Entretanto, o autor observa que:

Há quem entenda que a corretora se responsabiliza solidariamente perante o seu cliente e que é a sua devedora principal. O raciocínio não é correto. Em primeiro lugar, para que houvesse solidariedade era preciso que no vínculo aparecessem outros coobrigados; em segundo, quem diz devedor principal está admitindo a existência de devedores secundários. A corretora é devedora única do cumprimento da obrigação perante o seu cliente. A relação, o vínculo obrigacional, é uma linha reta unindo em cada ponta um dos contratantes. A garantia nascida da convenção *del credere* não é uma fiança, em que o fiador pudesse valer-se do benefício de ordem. Terceiros não tem ação contra o cliente da corretora, como também não a tem contra terceiros aquele que se vinculou à corretora, a menos que tenha havido cessão de direitos.

Os membros das Bolsas de valores, isto é, as sociedades corretoras e as firmas legalmente registradas no Banco Central e detentoras de um título patrimonial da sua entidade, são sempre responsáveis, tanto nas operações à vista como nas a termo, pela liquidação das operações de intermediação, em que envolveram. Liquidar uma operação é adimplir o contrato, com plena, rasa e total quitação da outra parte<sup>345</sup>.

Na atualidade, esse mesmo raciocínio permanece aplicável às atividades de intermediação de valores mobiliários efetivadas pelas sociedades corretoras em ambiente bursátil, tal como se depreende da Resolução CMN 1.655/89:

Art. 11. A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando:

I - por sua liquidação;

II - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues;

<sup>344</sup> FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 11, São Paulo: Saraiva, 1981, p. 225 *apud* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 156 e 157.

<sup>345</sup> FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 11, São Paulo: Saraiva, 1981, p. 225 *apud* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 157.

III - pela autenticidade dos endossos em valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documentos necessários para a transferência de valores mobiliários<sup>346</sup>.

Essa mesma regra é reproduzida pelo art. 40 da Resolução CMN 2.690/00 e pelo item 153.3.1 do Regulamento de Operações da BM&FBOVESPA<sup>347</sup>. Note-se que, ao considerarem como comitente o cliente da sociedade corretora e, ao mesmo tempo, atribuir a ela a responsabilidade pela execução das negociações intermediadas, as normas citadas sugerem a existência de contrato de comissão entre essas partes. Todavia, essa discussão será melhor explorada no tópico intitulado “Tipicidade contratual” constante deste capítulo.

Cabe ressaltar que a atuação das sociedades corretoras se dá, em regra, por via de profissional a ela vinculado, que recebe a denominação de agente autônomo de investimento. Conforme o art. 1º da IN CVM 497/2011, esse deve ser pessoa natural, registrada na CVM, para realizar, como *preposto* de instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários e sob a responsabilidade dessa, as atividades de:

- i. prospecção e captação de clientes;
- ii. recepção, registro e transmissão de ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor e;
- iii. prestação de informações sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado<sup>348</sup>.

Observe-se, todavia, que o agente autônomo de investimento pode, inclusive, constituir pessoa jurídica para melhor desempenhar suas funções (art. 2º).

---

<sup>346</sup> BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>347</sup> “O Participante de Negociação é responsável, como Contraparte, perante os Investidores, seus clientes, e perante o Agente de Compensação, pela entrega de Ativos e recursos financeiros correspondentes à Liquidação de Operações que intermediar, podendo estender, quando necessárias, as providências correspondentes ao tratamento de Inadimplência na Liquidação que lhe forem aplicadas, às expensas do cliente inadimplente, mediante a execução, a título de ressarcimento, das Garantias por este depositadas, sem prejuízo das demais penalidades cabíveis” (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Procedimentos operacionais da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>348</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 497 de 03 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=inst\inst497consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=inst\inst497consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Com base na lição de Marcelo Andrade Féres, é possível afirmar que a relação jurídica entre esse profissional e a sociedade corretora mistura traços dos contratos de mandato e de prestação de serviços<sup>349</sup>. Mas frise-se que sempre atuará como *preposto* da sociedade corretora de títulos e valores mobiliários, independentemente de ele ser ou não ser empregado dessa instituição financeira, em nome de quem atua.

Em suas funções, o agente autônomo de investimento deve observar probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de sua atividade, tanto o cuidado como a diligência “esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.”<sup>350</sup> E isso sem descuidar das demais regras regulatórias do mercado financeiro (ex. código de conduta profissional, regulamentos da BM&FBOVESPA etc), principalmente no que tange ao sigilo das informações a que tem acesso em razão de sua atividade<sup>351</sup>.

Por fim, saliente-se que o agente autônomo de investimento responde, civil e administrativamente pelos atos que infringirem normas legais ou regulamentares. E isso,

---

<sup>349</sup> FÉRES, Marcelo de Andrade. A Rede Empresarial: pelo Correto Conhecimento dos Prepostos e dos Administradores das Sociedades Anônimas. WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 21.

<sup>350</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 497 de 03 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=\inst\inst497consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst497consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>351</sup> Além disso, o art. 13 da IN CVM 497/2011 traz as seguintes proibições: “Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: I - manter contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários; II - receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar, por qualquer razão e inclusive a título de remuneração pela prestação de quaisquer serviços, numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos; III - ser procurador ou representante de clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para quaisquer fins; IV - contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários; V - atuar como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários com a qual não tenha contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º; VI - delegar a terceiros, total ou parcialmente, a execução dos serviços que constituam objeto do contrato celebrado com a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado; § 1º Para exercer as atividades de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários, o agente autônomo de investimento que seja registrado pela CVM para o exercício daquelas atividades na forma da regulamentação em vigor deve requerer à entidade credenciadora a suspensão de seu credenciamento como agente autônomo de investimento. § 2º O disposto no inciso I não se aplica à atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento por agentes autônomos. § 3º Na hipótese do parágrafo anterior, cada uma das instituições integrantes do sistema de distribuição que tenha contratado o agente autônomo deve adotar as providências necessárias para assegurar o cumprimento do disposto nos incisos I e II do art. 17. § 4º O agente autônomo de investimento que mantiver contrato com um intermediário por meio de pessoa jurídica na forma do art. 2º não pode ser contratado diretamente por outro intermediário.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 497 de 03 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=\inst\inst497consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst497consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

sem prejuízo de eventual responsabilização criminal. Mas essas responsabilidades não excluem a imputação do dever de ressarcimento à instituição intermediária, à qual esse profissional se vincula na condição de preposto.

Observe-se, contudo, que a comprovação de eventual falta, cometida pela sociedade corretora quanto ao seu dever de supervisionar os atos praticados pelo seu agente autônomo, somente é exigida para caracterizar a responsabilidade administrativa dessa instituição intermediária.<sup>352</sup> Assinale-se, entretanto, que a natureza da responsabilidade das sociedades corretoras (objetiva ou subjetiva) constitui questão a ser analisada detalhadamente no último capítulo do presente trabalho. Por ora, cabe apresentar a outra parte contratante do negócio jurídico denominado comissão bursátil: o investidor.

### 6.1.2 O investidor

O investidor, como parte do contrato de comissão bursátil, é o indivíduo ou instituição que aplica suas economias com o objetivo de obter ganhos, em regra, a médio ou longo prazos<sup>353</sup>. Busca, pois, auferir rendimento com a parcela de sua renda que não foi destinada ao uso imediato<sup>354</sup>.

Sofia Nascimento Rodrigues explica que “a palavra ‘investir’, derivada do verbo latino ‘*investire*’, significa ‘vestir’ ou ‘adornar’ no sentido de conferir determinados poderes a certa pessoa. No entanto, o termo veio mais tarde a ganhar nova conotação como “a aplicação de dinheiro da qual se esperam determinados rendimentos”<sup>355</sup>.

A maioria dos ordenamentos jurídicos não traz definição para investidor. Contudo, o Direito Português, apartando-se dessa tendência, trouxe esse conceito no já revo-

<sup>352</sup> “Art. 15. A instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 497 de 03 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=\inst\inst497con solid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=\inst\inst497con solid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>353</sup> BRASIL. Comissão Nacional de Bolsas. CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de capitais: o que é, como funciona*. 6. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 311.

<sup>354</sup> SILVA, Plínio Marcos de Sousa. *Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores*. Ribeirão Preto. 2008. 165f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito “Lauro de Camargo”, Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008, p. 98.

<sup>355</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 16.

gado Código do Mercado de Valores Mobiliários. O art. 3º, n. 1º, alínea i desse diploma, considerava investidor toda pessoa e entidade, pública ou privada, que, por si mesma ou por meio de outras pessoas ou entidades, aplicava em valores mobiliários as poupanças ou outros meios financeiros de que era detentora, de forma transitória ou duradoura<sup>356</sup>.

Mais tarde, o “Sistema de Indemnização aos Investidores” criado pelo Decreto-Lei n.º 222/99 definiu investidor como qualquer pessoa que confiasse fundos ou instrumentos financeiros a empresa de investimento ou a instituição de crédito no âmbito de operações de investimento<sup>357</sup>.

No Brasil, a BM&FBOVESPA, em seu Regulamento de Operações, considera investidor toda “pessoa física ou jurídica, ou entidade de investimento coletivo (fundo de investimento ou clube de investimento) que opera através de uma Sociedade Corretora, ou que tem sua carteira de Ativos por ela administrada.”<sup>358</sup>

Nesse contexto, é importante esclarecer a distinção entre as classificações do investidor como comum (individual) ou qualificado (institucional). Na primeira espécie, incluem-se todos aqueles que não se enquadram nas definições normativas estabelecidas para a segunda, cujos principais traços peculiares são o alto poder aquisitivo e a profissionalidade com que tais agentes econômicos se dedicam às atividades financeiras ou de investimento<sup>359</sup>.

Em ideia bastante ampla, pode dizer-se que investidores qualificados são, em sua maioria, instituições que dispõem de vultosos recursos mantidos em certa estabilidade e destinados à reserva de risco ou à renda patrimonial. E, para garantir essas condições, tais sujeitos investem parte desses recursos no mercado de capitais.

Nessa linha, o art. 109 da IN CVM 409/2004 considera investidores qualificados os (as):

- i. instituições financeiras;
- ii. companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

---

<sup>356</sup> PORTUGAL. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Código do Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: <[www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/diplomas%20revogados/codigo\\_mvm/pages/codigo\\_titulo1.aspx](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/diplomas%20revogados/codigo_mvm/pages/codigo_titulo1.aspx)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>357</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n. 222 de 22 de junho de 1999. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Legislacao%20Complementar/Investidores/Pages/DLn222\\_1999.aspx?nrmode=unpublished](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Legislacao%20Complementar/Investidores/Pages/DLn222_1999.aspx?nrmode=unpublished)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>358</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações do segmento BOVESPA: ações, futuros e derivativos de ações*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>359</sup> WALD, Arnoldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, n. 32, p.15-34, abril-jun., 2006, p. 19, 32 e 33.

- iii. entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- iv. pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio;
- v. fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e;
- vi. administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios<sup>360</sup>.

Arnoldo Wald, incluindo na categoria dos qualificados os investidores institucionais, alerta para o fato de que esses são os mais importantes participantes dos mercados financeiros e de capitais. E isso em face da imensa massa de recursos captados junto a seus públicos<sup>361</sup>.

Desse modo, por atuarem como profissionais da aplicação de recursos de terceiros, tais entidades merecem a atenção especial da autoridade monetária, especialmente quanto à liquidez dos mercados financeiros. Entre os principais investidores institucionais estão as entidades de previdência complementar, as fundações de seguridade social, os fundos de investimento, as companhias de seguros e capitalização e as companhias de investimentos.

Portanto, aqueles que se encaixam na categoria de investidor qualificado, em virtude de sua identificação com alguma das descrições normativas do art. 109 da IN CVM 409/2004, apresentam melhores condições de avaliar e prevenir os riscos que tangenciam as operações nas quais pretendam participar. Em razão disso, há entendimentos no sentido de que não há possibilidade de serem considerados consumidores dos serviços oferecidos pelas instituições financeiras que intermediam negociações com valores mobiliários<sup>362-363</sup>.

---

<sup>360</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 409 de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst409consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst409consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>361</sup> WALD, Arnaldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *Revista de direito bancário e do e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, v. 32, p.15-34, abril-jun., 2006, p. 30.

<sup>362</sup> Nessa linha: “Fundo de investimento. Princípio da obrigatoriedade dos contratos. Princípio da igualdade. Fixação dos honorários advocatícios. I – O demandante, entidade fechada de previdência privada, aplicou recursos em fundo de investimento. Com amparo na teoria finalista aprofundada do conceito de consumidor, é correto afirmar que não estamos diante de relação de consumo. Além do fato de não ser

Entretanto, tal como foi enfatizado na introdução deste trabalho, a presente pesquisa se limitou a analisar apenas a condição do investidor individual perante as sociedades corretoras. Consequentemente, restou excluída da investigação a discussão acerca da caracterização do investidor qualificado como consumidor.

## 6.2 OBJETO CONTRATUAL

O contrato de comissão bursátil visa a regular os direitos e obrigações entre o investidor e a sociedade corretora nas operações do mercado de bolsa, que ocorrem sempre por conta e ordem do investidor, de modo que a conduta dessa instituição financeira deverá sempre obedecer aos limites das instruções ordenadas por ele.

Por atuarem no exclusivo interesse de seus clientes, as sociedades corretoras, com frequência, fazem constar do instrumento contratual uma cláusula que estipula, em seu favor, a outorga de mandato irrevocável pelo cliente. Também costumam estipular

---

*destinatário final e imediato do serviço, não existe vulnerabilidade técnica, jurídica ou fática que o caracterize como consumidor ou justifique a inversão do ônus da prova. 2 – O fundo de investimento é de renda variável. O regulamento, no artigo 1º, § 2º, não deixa dúvida ao dispor que o fundo derivativo institucional 60 possui política de investimento agressiva 3 – O prejuízo sofrido com a modificação da política cambial não pode ser imputado ao administrador do fundo e, muito menos, caracterizar afronta ao princípio da obrigatoriedade dos contratos. 4 – Não fere o princípio da igualdade a existência de ressarcimento integral dos investidores de pequeno e médio porte. O tratamento é justificável diante da diferença existente entre estes e os grandes investidores institucionais, os quais, em regra, não padecem de qualquer vulnerabilidade que propicie desequilíbrio na relação jurídica. Já aqueles, ordinariamente, são dotados de vulnerabilidade (técnica, jurídica ou fática) frente ao contratado.” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação 2008.001.18099. Relator: Antônio Saldanha Palheiro. 24 abril 2008. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=0003944D9E05A786B253594B4D1F0319BF58D9C40202104F>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).*

<sup>363</sup> Nesse sentido, José de Oliveira Ascensão comenta: “Procuramos o que pode respeitar à protecção do consumidor. Este é o consumidor final, nos termos das leis que regulam o consumo. Nem todo o investidor merece esta qualificação. [...] A noção de *investidor* é muito ampla. A própria lei distingue os ‘investidores’ em várias categorias e faz-lhes consequentemente corresponder regimes diversos. *É através das sucessivas distinções que se chega ao investidor particularmente carecido de protecção; e só em relação a este se põe a dúvida da confusão com o consumidor final.* [...] Efectivamente, corresponde ao sentimento geral que a necessidade de protecção do investidor é muito variável; e que é esta que justifica que, justamente quando se trata do estatuto dos investidores, se façam as distinções necessárias. A problemática a abordar afinal fica assim enquadrada. É necessário apurar, das disposições relativas aos investidores, quais se aplicam ainda aos ‘investidores grandes e profissionais’ e quais só se aplicam aos restantes investidores não institucionais. *Só em relação a estes investidores não institucionais se haverá de perguntar seguidamente se se consideram consumidores (finais) para o efeito de lhes ser aplicado o regime respectivo.*” (ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). *A protecção do investidor. Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 14, 15 e 18). Na mesma linha: (RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 30, grifos nossos).

que os poderes, direitos e obrigações decorrentes desse mandato são irrevogáveis até que as operações sejam integralmente liquidadas<sup>364</sup>.

Todavia, cabe ressaltar que o mandato instituído em benefício da sociedade corretora não faz presumir a plena identificação do contrato de comissão bursátil com a figura típica do contrato de mandato delineada pelos arts. 667 a 692 do CC/02. Isso porque sua sistemática não pressupõe a atuação da sociedade corretora em nome e por conta do investidor.

Recorde-se que, tanto na subscrição quanto na compra e venda de ações, não é o investidor quem se obriga diretamente perante os demais agentes ou investidores do mercado de bolsa.

Portanto, não existe efetiva representação do investidor pela sociedade corretora, muito embora o contrato de comissão bursátil abrigue alguns elementos do instituto do mandato. A outorga de poderes à sociedade corretora objetiva, dentre outras finalidades, permitir que estenda aos seus clientes inadimplentes as providências a ela aplicadas pela BM&FBOVESPA. Conseqüentemente, a sociedade corretora pode executar, a título de ressarcimento e às expensas do investidor, as garantias por ele depositadas, sem prejuízo de outras penalidades cabíveis<sup>365</sup>.

Em razão das funções possíveis de serem acumuladas pelas sociedades corretoras – ex. comissárias, agentes de compensação e/ou custódia –, o objeto do contrato de comissão bursátil costuma abranger outros serviços além dos concernentes à intermediação para execução de ordens de investidores. Assim, é comum que os serviços prestados pelas sociedades corretoras envolvam, por exemplo, o registro, a liquidação e a subcustódia relacionados às operações com títulos e valores mobiliários. Podem, inclusive, compreender a prestação desses serviços em diferentes mercados primários e secundários (ex. mercado de bolsa, de balcão organizado e não organizado).

---

<sup>364</sup> Como fundamento jurídico dessa cláusula, as sociedades corretoras costumam fazer referência ao art. 684 do Código Civil, segundo o qual “quando a cláusula de irrevogabilidade for condição de um negócio bilateral, ou tiver sido estipulada no exclusivo interesse do mandatário, a revogação do mandato será ineficaz.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>365</sup> BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação e gerenciamento de riscos de operações no segmento Bovespa, e da central depositária de ativos*. Disponível em: <<http://www.cblc.com.br/cblc/Download/ACblc/RegulamentoOperacoes.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.



Dáí porque, ordinariamente, concedem-se poderes às sociedades corretoras para:

- i. entregar e receber importâncias ou valores mobiliários por conta do investidor, assim como dar e receber quitação, celebrar acordos e transigir, nos limites necessários para a intermediação, execução e liquidação de suas ordens;
- ii. transferir para o nome de quem os adquirir, inclusive o da própria corretora, os ativos de titularidade do cliente especificados em suas ordens;
- iii. cumprir ordens de transferência, movimentando as respectivas contas de custódia cadastradas no nome do investidor e receber frutos relacionados aos ativos do cliente;
- iv. representá-lo perante as instituições encarregadas de autorizar ou registrar as transferências e as operações realizadas por conta e ordem dele (ex. BM&FBOVESPA, BCB e CVM);
- v. assumir as obrigações e exercer os direitos decorrentes das normas e regulamentos emitidos por qualquer dessas instituições;
- vi. comprar, vender, ceder e transferir valores mobiliários, de acordo com as ordens do investidor, podendo, inclusive, liquidar operações no seu vencimento, antecipadamente ou por diferença;
- vii. guardar ativos financeiros;
- viii. atualizar informações a eles relacionadas;
- ix. exercer direitos em geral e outras atividades relacionadas com os serviços típicos de custódia de ativos financeiros;
- x. controlar as respectivas posições custodiadas, relativamente aos títulos e valores mobiliários e ativos financeiros componentes da carteira do cliente.

O contrato de comissão bursátil não pressupõe a concessão de anuência à sociedade corretora para que essa adquira ou aliene valores mobiliários sem que exista ordem do cliente investidor para tanto. Por isso, não se confunde com o negócio jurídico relacionado à administração de carteira de valores mobiliários. Essa consiste, efetivamente, “na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da

Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que esse compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor”<sup>366</sup>.

Assim, expostas as linhas gerais do objeto do contrato de comissão bursátil, convém analisar os principais deveres e obrigações que dele se originam. O próximo tópico será dedicado ao cumprimento desse propósito.

### 6.3 CONTEÚDO OBRIGACIONAL

A conclusão do contrato de comissão bursátil faz surgir uma série de direitos e deveres recíprocos entre o investidor e a sociedade corretora de valores mobiliários. Como o objetivo deste estudo é analisar o tipo de responsabilidade imputável a essa espécie de instituição financeira pela violação daquele pacto, convém focar os deveres a ela impostos em virtude do exercício de sua atividade de intermediação<sup>367</sup>.

Frise-se, entretanto, que tais deveres classificam-se em primários e secundários. Enquanto aqueles se referem ao cumprimento da prestação principal, estes decorrem do princípio da boa-fé objetiva, que é aplicado, no campo dos contratos, por força do art. 422 do CC/02<sup>368</sup>.

---

<sup>366</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 306 de 5 de maio de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst306.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>367</sup> Há, inclusive, entendimento no sentido de que as sociedades corretoras, além de deverem obediência às regras constantes da estrutura normativa do mercado financeiro, também estão encarregadas de zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas. Dessa forma, também estão incumbidas de verificar a adequação das operações realizadas por seus clientes para com as normas do Direito do Mercado Financeiro, impedindo atuações ilícitas, tais como aquelas relacionadas a crimes de lavagem de dinheiro. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 0012/2004. Voto do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro, RJ, 01 ago. 2006. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg\\_uf=IA&Ano=2004&NumProc=12](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg_uf=IA&Ano=2004&NumProc=12)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>368</sup> “Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). Na concepção de Waldírio Bulgarelli, a boa-fé objetiva funciona como espécie de salvaguarda “das injunções do jogo do poder negocial.” (BULGARELLI, Waldírio. *Questões contratuais no CDC*. 2. ed., São Paulo: Atlas, 1998, p. 99). No mesmo diapasão, Cláudia Lima Marques explica que “a boa-fé objetiva trata-se, ao mesmo tempo, de uma medida objetiva (*objektive Masstab*), um paradigma de conduta para as partes e uma medida de decisão (*Entscheidungsmaßstab*), um instrumento objetivo de apreensão da realidade pelo juiz. [...] a boa-fé objetiva é um *standard*, um parâmetro objetivo, genérico, um patamar geral de atuação do homem médio, do bom pai de família, que agiria de maneira normal e razoável naquela situação anali-

### 6.3.1 Os deveres de conduta decorrentes da boa-fé objetiva

Quanto às obrigações e deveres impostos às sociedades corretoras, Gustavo Alberto Villela Filho comenta

Se, por um lado, as sociedades corretoras têm assegurado o monopólio na intermediação de títulos e valores mobiliários, por outro, têm essas sociedades deveres e obrigações intrínsecas e extrínsecas, seja perante o público, seja perante as autoridades governamentais.

*Essas obrigações vão desde um comportamento ético no desempenho de suas funções, de forma a dar a maior transparência possível aos negócios realizados, até a responsabilidade perante seus comitentes na compra e venda dos títulos e valores mobiliários negociados*<sup>369</sup>.

Em primeiro lugar, convém tratar dos imperativos de comportamento impostos pelo princípio da boa-fé, os quais são considerados como deveres instrumentais, laterais, paralelos, acessórios, de cooperação, de proteção, de tutela, anexos ou de conduta<sup>370</sup>. Tais designações evidenciam subsidiariedade quanto à prestação principal, pois, apesar de não se confundirem com ela, visam seu regular cumprimento. Apesar das diversas denominações, eles consistem, em síntese, em “deveres especiais decorrentes da imposição da boa-fé objetiva, inserida no contexto de uma obrigação complexa entre sujeitos determinados ou determináveis”<sup>371</sup>.

---

sada.” (MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 204).

<sup>369</sup> VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003, p. 147 e 148, grifos nossos.

<sup>370</sup> “Os deveres de conduta que acompanham as relações contratuais vão ser denominados de *deveres anexos (Nebenpflichten)*, deveres que nasceram da observação da jurisprudência alemã ao visualizar que o contrato, por ser fonte imane de conflitos de interesses, deveria ser guiado e, mais ainda, guiar a atuação dos contraentes, conforme o princípio da boa-fé nas relações. Dever aqui significa a sujeição a uma determinada conduta, sujeição esta acompanhada de uma sanção em caso de descumprimento. [...] Assim, apesar de no Brasil consagrarmos a expressão alemã de deveres anexos ou secundários, enquanto contratuais, trata-se de verdadeiras obrigações (obrigações acessórias, como os denominam os franceses), a indicar que a relação contratual obriga não somente ao cumprimento da obrigação principal (a prestação), mas também ao cumprimento das várias obrigações acessórias ou dos deveres anexos àquele tipo de contrato.” (MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 6. ed., São Paulo: RT, 2011, p. 218 e 219.)

<sup>371</sup> ROSENVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 97. Nessa linha: “Categoria das mais importantes é a dos deveres secundários, como resultado da incidência do princípio da boa-fé. [...] Os deveres que nascem dessa incidência são denominados secundários, anexos ou instrumentais. [...] Os deveres secundários comportam tratamento que abranja toda a relação jurídica. Assim, podem ser examinados durante o curso ou desenvolvimento da relação jurídica, e, em certos casos, posteriormente ao adimplemento da obrigação principal. Consistem em indicações, atos de proteção, como o dever de afastar danos, atos de vigilância, de guarda de cooperação, de assistência.” (SILVA, Clóvis do Couto e. *A obrigação como processo*. São Paulo: FGV, 2006, p. 91, 92 e 93).

Mesmo antes da positivação do princípio da boa-fé objetiva pelo CC/02, já se reconheciam os deveres gerais de conduta imputáveis às sociedades corretoras de valores mobiliários<sup>372</sup>. Em face da atuação ostensiva do Estado no escopo de regular a atividade de intermediação financeira, muitos desses imperativos de conduta se encontram estratificados nas normas estruturantes do mercado de valores mobiliários<sup>373</sup>.

Nessa linha, a IN CVM 505/2011<sup>374</sup>, ao revogar a IN CVM 387/2003 dispôs que:

<sup>372</sup> “Art. 12. É vedado à sociedade corretora: I - realizar operações que caracterizem, sob qualquer forma, a concessão de financiamentos, empréstimos ou adiantamentos a seus clientes, inclusive através da cessão de direitos, ressalvadas as hipóteses de operação de conta margem e as demais previstas na regulamentação em vigor; II - cobrar de seus comitentes corretagem ou qualquer outra comissão referente a negociações com determinado valor mobiliário durante seu período de distribuição primária; III - adquirir bens não destinados ao uso próprio, salvo os recebidos em liquidação de dívidas de difícil ou duvidosa solução, caso em que deverá vendê-los dentro do prazo de 1 (um) ano, a contar do recebimento, prorrogável até 2 (duas) vezes, a critério do Banco Central; IV - obter empréstimos ou financiamentos junto a instituições financeiras, exceto aqueles vinculados a: a) aquisições de bens para uso próprio; b) operações e compromissos envolvendo títulos de renda fixa, conforme regulamentação em vigor; c) operações de conta margem de seus clientes, conforme regulamentação em vigor; d) garantias na subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto de distribuição pública; V - realizar operações envolvendo comitente final que não tenha identificação cadastral na Bolsa de Valores.” (BRASIL. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>373</sup> “Processo civil e civil. Recurso especial. Ação de indenização por danos materiais. Prequestionamento. Ausência. Dissídio jurisprudencial. Cotejo analítico e similitude fática. Ausência. Contrato Bancário. Fundos de investimento. Dever de informação. Art. 31 do CDC. Transferência dos valores investidos para banco não integrante da relação contratual. Conhecimento do cliente. Mera presunção. Ausência de Anuência expressa. Intervenção BCB no Banco Santos S/A. Indisponibilidade das aplicações. Responsabilidade do banco contratado. Ocorrência. Ressarcimento dos valores depositados. [...] 3. *O princípio da boa-fé e seus deveres anexos devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de fornecedores de serviços bancários, o que implica a exigência, por parte desses, de informações adequadas, suficientes e específicas sobre o serviço que está sendo prestado com o patrimônio daquele que o escolheu como parceiro.* 6. Recurso especial provido para condenar o recorrido a restituir ao recorrente os valores depositados. Ônus da sucumbência que se inverte.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 1.131.073/MG. Relatora: Des. Nancy Andrigui. 05 abril 2011. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/ita.asp?registro=200900582025&dt\\_publicacao=13/06/2011](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/ita.asp?registro=200900582025&dt_publicacao=13/06/2011)> Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>374</sup> Complementando a norma regulatória supracitada, o Regulamento da BM&FBOVESPA dispõe que: “23.3.1 As Sociedades Corretoras autorizadas a operar na Bolsa deverão observar, na condução de suas atividades, REGRAS DE CONDUTA compatíveis e necessárias para o bom desempenho de sua função básica de fidúcia, de que se revestem o aconselhamento e a intermediação de títulos e valores mobiliários para seus clientes: 23.3.2 - REGRAS DE CONDUTA DE ORDEM GERAL: 1) *exercer com probidade e manter permanente capacitação técnica e financeira no exercício das atividades próprias de sociedade corretora de títulos e valores mobiliários;* 2) *atuar no melhor interesse de seus clientes;* 3) *zelar pela manutenção da integridade do mercado;* 4) *fazer prevalecer elevados padrões éticos de negociação e de comportamento, nas suas relações com:* a) os respectivos clientes; b) outras sociedades corretoras, instituições financeiras e demais instituições e prestadores de serviços; c) as autoridades competentes, especialmente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (BCB); d) a Bolsa; e e) os emissores de títulos e valores mobiliários. 5) *não contribuir para:* a) a veiculação ou circulação de notícias ou de informações inverídicas ou imprecisas sobre o mercado; b) a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; c) o uso de práticas não equitativas; e d) a realização de operações fraudulentas. 6) *não realizar operações que coloquem em risco sua capacidade de liquidá-las física e financeiramente;* 7) *fazer com que seus diretores, empregados, operadores, prepostos e agentes autônomos a elas vinculados cumpram fielmente os dispositivos legais e regulamentares, em especial os aplicáveis:* a) aos negócios realizados em bolsa de valores; b) à liquidação desses mesmos negócios junto às entidades ou

Art. 30. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes.

Parágrafo único. É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.

Art. 31. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

Parágrafo único. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem:

I – identificar quaisquer conflitos de interesses que possam surgir entre ele, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes;

II – permitir que, diante de uma situação de conflito de interesses, o intermediário possa realizar a operação, em nome do cliente, com independência; e

III – estabelecer mecanismos para informar ao cliente que o intermediário está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação.

Art. 32. O intermediário deve:

I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias;

---

câmaras de compensação e liquidação; c) à custódia de títulos e valores mobiliários. 8) fazer com que seus diretores, empregados, operadores, prepostos e agentes autônomos mantenham adequado decoro pessoal e que observem, permanentemente: a) padrões de ética e de conduta compatíveis com a função desempenhada; b) ílibada reputação; c) idoneidade moral; d) capacitação técnica; e e) especialização necessária para o exercício dos cargos. 9) comunicar ao Diretor Presidente qualquer manipulação de preço; criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; prática não equitativa; e operação fraudulenta que venha a ter conhecimento. 10) não contratar ou utilizar, nas atividades de mediação ou corretagem, pessoas físicas ou jurídicas que não sejam integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e que não possuam a devida certificação ou autorização emitida por órgão regulador. 23.3.3 - REGRAS DE CONDUITA PARA COM OS CLIENTES: 1) selecionar adequadamente seus clientes, obtendo e mantendo devidamente atualizados os seus dados e informações cadastrais necessárias (*sic*) ao adequado conhecimento e avaliação dos mesmos; 2) disponibilizar a seus clientes todas as informações e documentos cuja obrigatoriedade decorra de normas da CVM, da Bolsa ou de outras disposições correlatas, bem com as Regras e Parâmetros de Atuação que estabelecer; 3) *prestar aos clientes informações sobre o funcionamento e características do mercado de títulos e valores mobiliários, com destaque para os riscos envolvidos em operações de renda variável*; 4) adotar providências para evitar a realização de operações em situação de conflitos de interesse, assegurando, em qualquer hipótese, o tratamento justo e equitativo aos clientes, de acordo com as Regras e Parâmetros de Atuação; 5) providenciar o envio aos clientes, em tempo hábil, de toda a documentação relativa aos negócios por eles realizados; 6) manter sigilo sobre as operações realizadas pelos respectivos clientes e sobre os serviços a eles prestados; 7) adotar controles internos e manter registros e documentos que proporcionem segurança no fiel cumprimento das ordens recebidas dos clientes, bem como permitam a conciliação periódica, relativamente: a) ao registro, prazo de validade, procedimento de recusa, prioridade, execução, distribuição e cancelamento das ordens recebidas dos clientes; b) às importâncias deles recebidas ou a eles pagas; c) às garantias demandadas e depositadas; d) às posições de custódia constantes em extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos pela entidade prestadora de serviços de custódia; e e) aos contratos de derivativos sob sua responsabilidade. 23.3.4 As Regras e Parâmetros de Atuação estabelecidas (*sic*) pelas Sociedades Corretoras devem demonstrar, de forma clara e objetiva, o seu modo de atuação, inclusive, se for o caso, quanto à gravação dos diálogos mantidos por telefone. 23.3.5 O disposto neste item 23.3 aplica-se também, no que couber, aos demais participantes que atuem diretamente nos mercados administrados pela Bolsa.” (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: ações, futuros e derivativos de ações*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

II – manter controle das posições dos clientes, com a conciliação periódica entre:

- a) ordens executadas;
- b) posições constantes na base de dados que geram os extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos a seus clientes; e
- c) posições fornecidas pelas entidades de compensação e liquidação, se for o caso.

III – manter registro de conta corrente de todas as movimentações financeiras de seus clientes;

IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação;

V – suprir seus clientes com informações sobre os produtos oferecidos e seus riscos;

VI – suprir seus clientes com informações referentes aos mecanismos de ressarcimento de prejuízos estabelecidos pelas entidades administradoras de mercado organizado, se for o caso;

VII – diferenciar nas notas de corretagem, faturas e avisos de lançamento enviados aos clientes, os valores decorrentes de corretagem daqueles relativos a outros serviços prestados pelo intermediário e das taxas e emolumentos cobrados pelas entidades administradoras de mercado organizado ou por outros terceiros, se for o caso; e

VIII – suprir seus clientes com informações e documentos relativos aos negócios realizados na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas.

Art. 33. O intermediário deve divulgar, em sua página na rede mundial de computadores, antes do início de suas operações, as regras internas elaboradas para o cumprimento desta Seção e suas alterações.

Art. 34. Os intermediários devem arquivar, previamente à sua entrada em vigor, as regras internas adotadas para o cumprimento do disposto nesta Seção e no Capítulo II e suas alterações, na entidade administradora de mercado organizado em que estejam autorizados a operar e no departamento de autorregulação, se for o caso.

§ 1º Cabe à entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário estiver autorizado a operar e ao departamento de autorregulação definir o conteúdo mínimo e fiscalizar as regras internas adotadas por cada intermediário.

§ 2º Os intermediários que atuem em mercado de balcão não organizado devem manter em sua sede à disposição da CVM as regras de que trata esta Seção.<sup>375</sup>

No rol de comandos normativos expedidos com base na boa-fé objetiva, assume particular importância o *dever de informação* imposto às sociedades corretoras em relação aos seus investidores<sup>376</sup>.

<sup>375</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 505 de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst505.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst505.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>376</sup> “O dever de informação, no trato negocial, ainda mais relacionado com o objeto central do negócio é dever das partes, e o seu descumprimento é aspecto evidenciador de falta de boa-fé objetiva (*rectius*=de lealdade) do contratante.” (NERY, Rosa Maria de Andrade. *Introdução ao pensamento jurídico e à teoria geral do direito privado*. São Paulo: RT, 2008, p. 259). Clóvis Couto e Silva denomina esses imperativos

No que se refere, especialmente, às operações efetivadas por meio de instrumentos eletrônicos, a IN CVM n. 380/2002 prevê:

Art. 3º - As corretoras eletrônicas devem fazer constar em suas páginas na rede mundial de computadores, de forma clara, precisa e em linguagem acessível ao público investidor:

I. instruções detalhadas de uso do sistema de negociação de valores mobiliários pela rede mundial de computadores;

II. a política de cobrança de corretagem e eventuais custos adicionais de negociação pela rede mundial de computadores, incluindo emolumentos cobrados por entidade auto-reguladora ou pelas câmaras de liquidação e compensação;

III. os procedimentos detalhados seguidos pela corretora eletrônica na execução das ordens de compra e venda recebidas pela rede mundial de computadores, incluindo a possibilidade de as ordens não serem executadas automaticamente pelo sistema, e sua prioridade diante das ordens recebidas por outros canais de comunicação, segundo volume operado e outros parâmetros;

IV. as características do sistema de segurança mantido pela corretora, incluindo uso de senhas e assinaturas eletrônicas;

V. as formas eletrônicas utilizadas para comunicar ao investidor a recepção e fiel execução de suas ordens, bem como quaisquer outras informações que o investidor deva receber;

VI. informações sobre valores mobiliários, incluindo o preço do último negócio e os 10 melhores preços nas listas de oferta de compra e de venda no sistema de negociação com as quantidades totais a cada preço, identificadas por valor mobiliário, bem como o horário de divulgação dessas informações na página da corretora na rede mundial de computadores;

VII. a corretora eletrônica responsável pela execução das ordens recebidas pela rede mundial de computadores, nos casos de repasse de ordens;

VIII. o intervalo de tempo máximo sem realizar operações em que o investidor poderá permanecer conectado ao sistema de negociação pela rede mundial de computadores sem ser automaticamente desligado; e

IX. atalho para página da CVM na rede mundial de computadores<sup>377</sup>.

---

de conduta como deveres de indicação e esclarecimento e explica que “como seu nome indica, dirige-se ao outro participante da relação jurídica, para tornar clara certa circunstância de que o *alter* tem conhecimento imperfeito, ou errôneo, ou ainda ignora totalmente. Esclarecimento, evidentemente, relacionado com alguma circunstância relevante.” (SILVA, Clóvis do Couto e. *A obrigação como processo*. São Paulo: FGV, 2006, p. 94).

<sup>377</sup> Para instrumentalizar o dever de informação estabelecido no dispositivo acima transcrito, o artigo seguinte impõe que: “Art. 4º - As corretoras eletrônicas devem estabelecer, em suas páginas na rede mundial de computadores, uma seção ou um atalho para a educação dos investidores, contendo, entre outras informações que sua administração julgue relevantes: I. descrição da estrutura e do funcionamento das entidades auto-reguladoras e das câmaras de liquidação e custódia de valores mobiliários; II. descrição dos valores mobiliários disponíveis para compra e venda por meio da rede mundial de computadores; III. os riscos de oscilação de preço e de eventuais perdas do valor principal inerentes ao mercado de valores mobiliários, particularmente aqueles decorrentes de posições em derivativos; IV. os riscos operacionais do uso da rede mundial de computadores e de sistemas eletrônicos de negociação para a compra e venda de valores mobiliários; V. as etapas e os correspondentes prazos compreendidas no ciclo de liqui-

Outro dever de conduta do qual não pode se esquivar a sociedade corretora diz respeito ao sigilo das operações e demais serviços de intermediação. Nesse sentido, o art. 13 da Resolução CMN 1.655/89 preceitua que deverão “guardar segredo sobre os nomes e operações de seus comitentes, só os revelando mediante autorização desses, dada por escrito”<sup>378</sup>.

Dessa regra estão excepcionadas as solicitações feitas pela CVM, pela BM&FBOVESPA e pelo Banco Central do Brasil, observadas as respectivas esferas de competência, bem como os demais casos previstos na legislação em vigor. Além dessas hipóteses, também é facultado à sociedade corretora revelar o nome de seu cliente ao Conselho de Administração da Bolsa de Valores em caso de inadimplência ou infração às normas legais ou regulamentares. Tal expediente visa tutelar os interesses gerais dos investidores e demais agentes econômicos do mercado de valores mobiliários. Em razão disso, ele terá como efeito a anotação e afixação do nome do investidor, no mínimo por uma semana, no quadro de avisos da bolsa, bem como o envio de comunicado a todas as demais sociedades corretoras e bolsa de valores (art. 13, § 1º, Resolução CMN 1.655/89).

Contudo, vale alertar que os deveres de conduta decorrentes da boa-fé objetiva não se aplicam somente às sociedades corretoras. O investidor também deve portar-se conforme os ditames de diligência, lealdade e probidade oriundos desse princípio contratual. Nesse sentido, a Bovespa Supervisão de Mercados vem reconhecendo que o investidor do mercado de valores mobiliários tem o dever de buscar informações. Até porque “este é um mercado de risco, sem garantias de rentabilidade fixa. Assim, é dever

---

dação de operações com valores mobiliários, bem como os procedimentos adotados pelas câmaras de liquidação e custódia nos casos de falha no ciclo de liquidação; VI. os procedimentos especiais de leilão observadas as normas da CVM e entidades auto-reguladoras, às quais as ordens dos investidores estiverem sujeitas; VII. informações relativas à competência das entidades auto-reguladoras, principalmente no que se refere aos poderes para cancelar negócios previamente realizados no caso de serem constatadas infrações a dispositivos legais e regulamentares; e VIII. informações sobre negociação simultânea de valor mobiliário na sala de pregão viva voz e no sistema de negociação eletrônica, e quais os critérios de interferência de um mercado em outro. Parágrafo único. A corretora eletrônica deverá colocar em sua página na rede mundial de computadores um aviso em destaque, com o seguinte informe: “TODA COMUNICAÇÃO ATRAVÉS DA REDE MUNDIAL DE COMPUTADORES ESTÁ SUJEITA A INTERUPÇÕES OU ATRASOS, PODENDO IMPEDIR OU PREJUDICAR O ENVIO DE ORDENS OU A RECEPÇÃO DE INFORMAÇÕES ATUALIZADAS.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 380, de 23 de dezembro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/inst/inst380.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>378</sup> BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2013.



do investidor se informar minimamente sobre os mercados de bolsa, suas características e peculiaridades”<sup>379</sup>.

Logo, embora a imposição do dever de informação às sociedades corretoras vise, entre outras finalidades, mitigar o risco das transações ordenadas pelos investidores, esses também têm o dever de buscar informações adequadas quanto à realização de suas operações. Não é por outro motivo que, antes mesmo de iniciar suas operações, eles devem assinar uma ficha cadastral anexa ao contrato de comissão bursátil. Nesse documento, declaram conhecer o investimento em valores mobiliários e, ao mesmo tempo, os riscos a ele inerentes, além de diversas outras informações essenciais à sua atuação no mercado secundário<sup>380</sup>.

Além dos deveres gerais de conduta, também convém apresentar as obrigações principais contraídas com o negócio jurídico necessário à intermediação financeira de valores mobiliários. Por isso, é oportuno demonstrar, de forma sintética e panorâmica, no que consistem essas prestações.

---

<sup>379</sup> “O investimento em ações é uma escolha do investidor que lhe exigirá acompanhamento. Além disso, a escolha da Corretora deve ser feita após análise cuidadosa de suas políticas de atuação. O investidor iniciante ou inexperiente, por exemplo, encontra recomendações no *site* da BSM, assim como o *site* da BM&FBOVESPA traz inúmeras informações úteis à familiarização com o mercado de ações (‘Aprenda a Investir – Passo a Passo’, ‘Entenda o Mercado de Ações’, ‘Busca de Corretoras’, etc). Nos dias atuais, em que o acesso à informação é amplo, não se pode consentir com alegações de pouco conhecimento do mercado de bolsa.” Complementando esse raciocínio, convém mencionar a posição do Relator-Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro, em parecer exarado pela Gerência Jurídica da BSM, no qual asseverou que “apesar de os Reclamantes se apresentarem como ‘homens do campo’ e ‘mulher do campo’ a fim de demonstrar pouco conhecimento das operações, não é razoável aceitar que durante o longo período de tempo do relacionamento mantido com a Reclamada, os Reclamantes não tenham se manifestado sobre as supostas operações irregulares. O mínimo que se pode deduzir de uma situação como esta, é que faltou aos Reclamantes a diligência que se requer de todo homem médio em relação aos cuidados que deve ter em relação ao seu patrimônio.” (BRASIL. BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados. Septuagésima Primeira Turma. Parecer da Gerência Jurídica no Processo do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo n. 23/2010. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. 16 maio 2012. Disponível em: <[http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS\\_2310.pdf](http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_2310.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>380</sup> É o que dispõe o art. 2º da IN CVM 506/2011: “Art. 2º Do cadastro deve constar declaração, datada e assinada pelo cliente ou, se for o caso, por procurador legalmente constituído, de que: I – são verdadeiras as informações fornecidas para o preenchimento do cadastro; II – o cliente se compromete a informar, no prazo de 10 (dez) dias, quaisquer alterações que vierem a ocorrer nos seus dados cadastrais, inclusive eventual revogação de mandato, caso exista procurador; III – o cliente é pessoa vinculada ao intermediário, se for o caso; IV – o cliente não está impedido de operar no mercado de valores mobiliários; V – suas ordens devem ser transmitidas por escrito, por sistemas eletrônicos de conexões automatizadas ou telefone e outros sistemas de transmissão de voz; e VI – o cliente autoriza os intermediários, caso existam débitos pendentes em seu nome, a liquidar os contratos, direitos e ativos adquiridos por sua conta e ordem, bem como a executar bens e direitos dados em garantia de suas operações ou que estejam em poder do intermediário, aplicando o produto da venda no pagamento dos débitos pendentes, independentemente de notificação judicial ou extrajudicial.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 506, de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst506.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst506.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

### 6.3.2 Obrigações primárias oriundas do contrato de comissão bursátil

As prestações principais imputadas a cada uma das partes pelo conteúdo do contrato de comissão bursátil constituem as obrigações primárias desse negócio jurídico. Assim, à sociedade corretora, compete, em linha gerais, prestar os seguintes serviços:

- i. executar, por conta e ordem do cliente, as operações de subscrição, compra e venda de valores mobiliários, nos estritos limites das instruções recebidas.
- ii. entregar ou receber quantias ou valores mobiliários comprados ou vendidos;
- iii. prestar serviços de agente de compensação e/ou de agente de custódia, quando no contrato de intermediação estiverem previstas essas atuações perante a BM&FBOVESPA;
- iv. manter em contínuo funcionamento os meios de comunicação para que o investidor possa transmitir as referidas ordens (ex. telefone, fax, *homebroker* etc.)
- v. conservar os registros das operações realizadas pelos seus investidores, bem como das ordens por eles emitidas (ex. gravações telefônicas, e-mails, mensagens eletrônicas etc);
- vi. manter contas correntes individualizadas nas quais serão lançados os débitos e créditos relativos às operações realizadas em nome do cliente;
- vii. manter o controle contábil dos créditos e débitos de cada comitente;
- viii. conceder financiamento para compra de ações autorizadas na “Relação Conta Margem” divulgada pela BM&FBOVESPA, quando assim ajustado no contrato de comissão bursátil ou em contrato à parte.<sup>381</sup>

---

<sup>381</sup> A conta margem se destina a registrar o financiamento para a compra de ações, que constitui uma das exceções à proibição do inc. I, art. 12 da Resolução CMN 1.655/89: “Art. 14. Para fins de registro dos financiamentos concedidos, a sociedade corretora ou distribuidora abrirá uma conta corrente especial em nome de cada financiado, nela registrando todos os efeitos da operação. Art. 15. Acompanhará sempre a conta corrente acima mencionada um Registro Auxiliar de Controle, do qual deverão constar, perfeitamente identificadas, todas as condições e características de cada operação de financiamento, tais como: saldo devedor, características e quantidade das ações adquiridas, bem como dos títulos ou valores mobiliários dados em garantia, e o valor das garantias conforme avaliação na data de cada operação. Parágrafo único. Os dados constantes do registro auxiliar, acrescidos dos lançamentos efetuados na conta corrente prevista no artigo 14, deverão possibilitar, a qualquer tempo, a imediata verificação do atendimento aos dispositivos da presente Instrução. Art. 16. É vedada a utilização de qualquer outra conta corrente que o cliente mantenha junto à sociedade corretora ou distribuidora, inclusive da que serve para o registro de operações de empréstimo de ações para venda, para o registro dos efeitos de operações de financiamento

Aos investidores compete cumprir as seguintes obrigações, dentre outras:

- i. liquidar as obrigações decorrentes das operações realizadas, por sua conta, pela sociedade corretora;
- ii. pagar as comissões e remunerações relacionadas aos serviços prestados pela sociedade corretora (ex. taxas de corretagem, custódia, liquidação e de registros de contratos, juros e demais encargos);
- iii. manter seus cadastros permanentemente atualizados perante a corretora, fornecendo as informações e os documentos necessários para tanto, sempre que solicitados;
- iv. cobrir o saldo negativo da conta margem, sob pena dos ativos caucionados para esse fim serem executados como garantia do referido débito;
- v. caucionar outros valores mobiliários ou títulos de sua propriedade para garantir o financiamento concedido mediante a conta margem, os quais devem constar da “Relação Garantias” da BM&FBOVESPA<sup>382</sup>.
- vi. informar a rescisão do contrato, quando não deseje mais operar por meio da corretora contratada.

Pois bem, uma vez descritos os elementos estruturantes do contrato de comissão bursátil, torna-se possível proceder à análise da sua tipicidade. À concretização desse objetivo é dedicado o próximo tópico desse estudo.

---

para compra de ações.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 51, de 9 de junho de 1986. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst051.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>382</sup> “Artigo 6º - Em garantia do financiamento, o financiado deverá caucionar à sociedade corretora ou distribuidora as ações adquiridas, cujo valor, acrescido de outras garantias, represente, no mínimo, 140% (cento e quarenta por cento) do valor do financiamento. Parágrafo único. Às ações adquiridas, deverão ser acrescidos, como garantia da operação, outros valores mobiliários ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, todos de propriedade do financiado, avaliados nos termos dos artigos 9º e 10. Artigo 7º - Os títulos ou os valores mobiliários caucionados à sociedade corretora ou distribuidora deverão ficar, até a liquidação da operação, mantidos em custódia nessas sociedades, em Bolsas de Valores ou em outras instituições autorizadas pela CVM a prestar esse serviço.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 51, de 9 de junho de 1986. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst051.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

## 6.4 TIPICIDADE CONTRATUAL

A controvérsia sobre a figura típica na qual se encaixa o contrato de comissão bursátil remonta à própria origem e evolução da atividade das instituições financeiras do sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários. Conforme demonstrado no início deste capítulo, os corretores de fundos públicos foram os precursores das sociedades corretoras.

Dá a inclusão inicial da atividade desses agentes no esquema legal do contrato de corretagem, tal como o fez Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda em meados do século passado. Para fundamentar sua posição, o autor ponderou que, a despeito de um corretor tratar com outro corretor tanto dentro como fora das Bolsas de Valores, os figurantes de cada negociação seriam sempre os seus respectivos incumbentes<sup>383</sup>.

Por causa disso, ainda persistem entendimentos no sentido de que o negócio jurídico estabelecido entre a sociedade corretora e seu cliente investidor reveste a tipicidade do contrato de corretagem<sup>384</sup>. Mas, atualmente, a estrutura de tal liame é incompatível com a definição constante do art. 722 do Código Civil. Segundo esse preceito legal, o corretor é a pessoa que, não ligada a outra em virtude de mandato, de prestação de

<sup>383</sup> MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*: parte especial. Tomo XLIII, 2. ed., Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1963, p. 336. No mesmo sentido: MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. VI, 3. Parte, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos S.A., 1956, p. 341.

<sup>384</sup> É essa a opinião do professor César Augusto de Castro Fiúza ao explicar que: “corretagem é o contrato pelo qual uma pessoa encarrega outra de angariar-lhe negócios, mediante remuneração. Em simples palavras, essa seria a definição. *Na verdade, o corretor servirá como intermediário, agenciando negócios para o comitente e recebendo, por isso, certo percentual. É o caso dos corretores de imóveis e dos corretores de títulos e valores mobiliários, tais como ações.*” (FIÚZA, César. *Direito civil: curso completo*. Belo Horizonte: Del Rey, 2010, 14. ed., p. 595, grifos nossos). “Apelação cível e agravos retidos. Ação indenizatória por danos materiais. Alegada contratação de serviços para administração de valores imobiliários (*sic*). *Contrato de corretagem de valores mobiliários*. Sociedade corretora. Tratamento diferenciado pelo Código Civil ao contrato de corretagem, com nomeação própria. Não conhecimento do recurso, com remessa à Câmara competente. (PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Primeira Câmara Cível. Apelação Cível n. 658.091-0. Relator: Des. Luiz Antônio Barry. Curitiba, PR, 05 maio 2010. Disponível em: <[http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra\\_1951506](http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra_1951506)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). No mesmo sentido: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Sétima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0010541-55.2001.8.26.0100. Relatora: Des. Berenice Marcondes Cesar. 05 fev. 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6503562>>. Acesso em: 14 jan. 2014. RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n. 70029522232. Relator: Des. Carlos Cini Marchionatti. 28 nov. 2012, Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2012&codigo=2216895](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2012&codigo=2216895)>. Acesso em: 14 jan. 2014. SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0123209-89.2012.8.26.0000. Vigésima Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Álvaro Torres Junior. 25 jun. 2012. <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5996141>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

serviços ou qualquer relação de dependência, obriga-se a obter para essa um ou mais negócios, conforme as instruções recebidas<sup>385</sup>.

Nesse viés, Caio Mário da Silva Pereira explica que o corretor pratica modalidade de intermediação dirigida a colocar “o outro contratante em contato com pessoas, conhecidas ou desconhecidas, para a celebração de algum contrato, ou obtendo informes, ou conseguindo o de que aquele necessita”<sup>386</sup>.

Não é o que ocorre com as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, pois elas não se limitam a meramente aproximar seu cliente investidor de outrem. Se assim o fosse, esse se obrigaria em seu próprio nome com a contraparte da relação negocial. No entanto, muito embora as operações financeiras não se concluam por conta daquelas intermediárias, são elas que, em última análise, contraem as obrigações perante os demais agentes econômicos do mercado de capitais. E o fazem na condição de partes negociantes nas subscrições, aquisições ou alienações de valores mobiliários.

Na corretagem, o corretor jamais atua como figurante dos negócios jurídicos intermediados, tal como alerta Francisco Calvacanti Pontes de Miranda

O corretor é intermediário independente, que, com outorga de duas pessoas para adquirir e alienar, em nome delas, verifica que quiseram o mesmo (acôrdo de vontades) e, sem que os interessados precisem estar presentes, dá por concluído o negócio jurídico. Não representa, nem medeia; intermedeia, e como que põe juntos os papéis, que correspondem aos dois ou mais clientes, para que os papéis se colem. As vontades passam através do corretor, sem que êle figure, presente, ou represente, ou medeie. [...] A confusão entre manifestar a vontade em nome próprio e não revelar o nome do figurante leva alguns juristas à conclusão de que, devido ao dever de segredo profissional, o corretor negocia em nome próprio. De modo nenhum. [...] É grave êrro pensar-se que o figurante tem de ser conhecido, ou de ter o nome no próprio recibo.<sup>387</sup>

<sup>385</sup> BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>386</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 244.

<sup>387</sup> MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado: parte especial*. Tomo XLIII, 2. ed., Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1963, p. 335, 345 e 346. Na mesma esteira, José Xavier Carvalho de Mendonça adverte que há quem pense “que o contrato de mediação ou corretagem é a *comissão*. Diversos são estes institutos. O corretor serve de intermediário, conservando-se estranho ao contrato principal, ao passo que o comissário ajusta e conclui a negociação. A esfera de ação do corretor é mais restrita que a do comissário [...]. O corretor é, em regra, intermediário neutro do negócio. Na qualidade de mediador trata com os interessados, embora êstes não conheçam nem se queiram conhecer por desejarem manter o anônimo. O contrato é, porém, celebrado entre as partes interessadas.” (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. II, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1953, p. 289-290.)

No caso específico de uma operação efetivada em ambiente bursátil, é possível afirmar que a sociedade corretora substitui o investidor ao se vincular pessoalmente aos agentes de compensação e de custódia ou diretamente à BM&FBOVESPA, nas hipóteses em que ela acumula essas duas posições jurídicas. Com isso, torna-se responsável por todo e qualquer negócio que seja efetuado em cumprimento das ordens emitidas por seus clientes investidores<sup>388</sup>.

Esse mesmo aspecto do contrato de comissão bursátil também o exclui da dinâmica do contrato de representação comercial. Conforme mencionado no capítulo anterior, esse tipo contratual, a despeito da sua disciplina específica na Lei 4.886/65, também é regulado sob o rótulo de “agência e distribuição” pelos arts. 710 e seguintes do CC/02. Incide nessa categoria contratual todo aquele que assume, em caráter não eventual e sem vínculo de dependência, “a obrigação de promover, à conta de outra, mediante retribuição, a realização de certos negócios, em zona determinada, caracterizando-se a distribuição quando o agente tiver à sua disposição a coisa a ser negociada”<sup>389</sup>.

Ao interpretar essa norma, Sebastião José Roque explica que, numa primeira configuração (agência), o agente apanha os pedidos do comprador e lhe entrega a mercadoria que está estocada no armazém do proponente. Logo, a mercadoria é fornecida por aquele, mas em nome deste<sup>390</sup>. Numa segunda situação (distribuição), o “distribuidor”<sup>391</sup> transfere a mercadoria que se encontra em seu estoque ao comprador interessado em adquiri-la. Porém, não o faz em seu próprio nome, mas em nome do proponente.

---

<sup>388</sup> Neste ponto, cabe alertar quanto à incongruência das definições constantes da IN CVM 505/2011. Apesar de adotar como noção de intermediária a instituição que está “habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”, essa mesma norma conceitua como comitente (ou cliente) “a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 505 de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst505.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst505.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). Com semelhante impropriedade terminológica, o Regulamento de Operações da BM&FBOVESPA concebe a ordem de compra ou venda de ativos como “o ato mediante o qual o cliente determina a uma Sociedade Corretora que compre ou venda Ativos ou direitos a eles inerentes, em seu nome e nas condições que especificar.” (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da Bolsa de Valores de São Paulo S. A.* Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>389</sup> BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014..

<sup>390</sup> ROQUE, Sebastião José. *Os contratos de agência e de distribuição são autônomos, sem vinculações com outros.* Disponível em: <[http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os\\_contratos\\_de\\_agencia\\_e\\_de\\_distribuiçao\\_sao\\_autonomos\\_sem\\_vinculacoes\\_com\\_outros](http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os_contratos_de_agencia_e_de_distribuiçao_sao_autonomos_sem_vinculacoes_com_outros)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>391</sup> Quanto à impropriedade do Código Civil ter designado esses representantes comerciais como “distribuidores”, consulte-se a posição conciliatória do professor Fábio Ulhoa Coelho relatada nas páginas 124 e 125 (nota 282) deste trabalho.

Nesse contexto, deduz-se a existência obrigatória de um “mandato, porquanto o mandatário transfere ao comprador a mercadoria em nome do mandante, que é o dono dela”<sup>392</sup>.

Portanto, o texto do dispositivo legal supracitado se refere às hipóteses em que alguém (agente) angaria negócios em nome de outrem (proponente). Contudo, conforme explicitado anteriormente, não se vislumbra essa conjuntura na atuação das sociedades corretoras<sup>393</sup>.

Na verdade, o contrato de comissão bursátil detém os componentes da figura típica descrita no art. 693 do CC/02. Segundo essa norma, “o contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, por conta do comitente”<sup>394</sup>.

À essa conclusão chega Humberto Theodoro Júnior após expor, sucintamente, as razões histórico-evolutivas do contrato de comissão. Segundo o autor, tais contratos possibilitavam aos mercadores contratar em praças distantes e superar as “dificuldades relativas às precisas informações sobre pessoas e hábitos locais e os riscos de cometer funções e encargos a desconhecidos”<sup>395</sup>. Além disso, em sua origem, a comissão admitia a concessão de crédito ao comitente pelo comerciante local (comissário), assim como ocorre com a conta margem oferecida pela sociedade corretora em favor do investidor.

Assim, com base nesse modelo contratual, permitiu-se que um comerciante encarregasse terceiro da importante missão de praticar atos de comércio e celebrar negócios em seu benefício ou por sua conta. Ao mesmo tempo, também se admitiu que essas

---

<sup>392</sup> ROQUE, Sebastião José. *Os Contratos de Agência e de Distribuição são Autônomos, sem Vinculações com Outros*. Disponível em: <[http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os\\_contratos\\_de\\_agencia\\_e\\_de\\_distribuicao\\_sao\\_autonomos\\_sem\\_vinculacoes\\_com\\_outros](http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os_contratos_de_agencia_e_de_distribuicao_sao_autonomos_sem_vinculacoes_com_outros)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Seguindo a mesma linha de raciocínio, Fran Martins entende que não é difícil distinguir as várias categorias dos contratos de colaboração estabelecidos entre os empresários, pois os representantes “possuem um contrato com os representados mediante o qual se obrigam a, consoante remuneração, agenciar para os mesmos. Se desse contrato consta mandato do seu representado, é também mandatário e, desse modo, pratica atos em nome do mandante, a esse obrigando diretamente. Se, por outro lado, com o representado possui um contrato de comissão, agirá em seu próprio nome, obrigando-se diretamente segundo as regras que regulam a comissão.” (MARTINS, Fran. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina (atual.). *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 287).

<sup>393</sup> “A comissão mercantil e a representação comercial apresentam o mesmo fundamento: o instituto do mandato. Contudo, se diferenciam. É que o comissário, no sistema de nosso Código, age em nome próprio, vinculando-se ao negócio que conclui em nome do comitente, ao passo que o representante comercial atua mais nitidamente como mandatário, representando juridicamente o mandante, por isso que, uma vez praticado o ato representativo, ele se torna estranho aos seus efeitos.” (REQUIÃO, Rubens. *Aspectos jurídicos da representação comercial*. Dissertação (Livre Docência). Curitiba, 1950. 64 f. Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 1950, p. 37 e 38).

<sup>394</sup> BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406\\_compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406_compilada.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>395</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de comissão no novo Código Civil. *Revista dos tribu- nais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 814, p. 26 a 43, ago., 2003, p. 26.

contratações fossem realizadas em nome do próprio comissário, sem que o comitente se obrigasse perante terceiros, tal como ocorreria se tivesse de lançar mão do mandato<sup>396</sup>. Em última análise, toda essa dinâmica representou significativa redução de custos e despesas para o comitente, pois serviu, em muitos casos, para contornar as regras proibitivas de mercancia por estrangeiros.

Com fundamento em tais constatações, o professor da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais conclui que

A despeito do declínio do uso do instituto nos tempos atuais, a manutenção de sua regulamentação legal nos códigos do presente século é prova de que ele continua a prestar serviços ao comércio, seja tal como previsto no texto legal, seja amoldado às necessidades e peculiaridades de cada ramo ou atividade mercantil, seja, ainda, como negócio integrante de contratos atípicos coligados ou complexos, fruto da criação ágil da mente inventiva dos homens do comércio.

[...]

*Por fim, observa-se que a comissão ganhou especificidades em determinadas atividades, dando origem a tipos contratuais amplamente difundidos, tais como a comissão bursátil e a comissão bancária na compra e venda de títulos e ações*<sup>397</sup>.

Sob o mesmo viés, tanto Waldírio Bulgarelli<sup>398</sup> como Gustavo Tepedino<sup>399</sup> observam que, hoje em dia, o contrato de comissão não possui a mesma importância de outrora, pois sua celebração se deslocou para certas atividades específicas. É o caso das operações efetuadas nas Bolsas de Valores (comissão bursátil) ou no mercado bancário (comissão bancária).

Para Carlos Alberto Bittar, o contrato dirigido à negociação com títulos cotados em bolsa constitui modalidade singular de comissão. E isso porque essa avença é sempre clausulada com as especificações *del credere* e de negociação consigo mesmo. Citando as normas do antigo Código Comercial do Império de 1850, o autor explica

<sup>396</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de comissão no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 814, p. 26 a 43, ago., 2003, p. 27.

<sup>397</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de comissão no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 814, p. 26 a 43, ago., 2003, p. 27 e 28, grifos nossos.

<sup>398</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Contratos Mercantis*. 13 ed. São Paulo: Atlas, 2000, p. 492.

<sup>399</sup> O autor atribui o declínio dessa modalidade contratual “às características da vida contemporânea, marcada pela facilidade dos meios de comunicação e de transporte, e pelo crescente interesse das empresas em abrir filiais e agências.” TEPEDINO, Gustavo. TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo de (Coord.). *Comentários ao novo Código Civil: das várias espécies de contrato, do mandato, da comissão, da agência e distribuição, da corretagem, do transporte*. V. X, Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 215.



Na comissão normal, prospera o regime descrito na codificação, com as normas compatíveis que as partes estipulem em concreto. Na comissão *del credere* (principalmente, bancária), configura-se assunção da condição de garante pelo comissário, que assim responde solidariamente, perante o comitente, pela pontualidade e solvabilidade do contratante, caso em que descabe reclamação; mas, se não ajustada por escrito e existia a aquiescência do comitente, com impugnação do quantitativo, regula-se o valor pelos usos da praça, ou se fixa por meio de arbitradores (art. 179). Na comissão com cláusula de negociação consigo mesmo, pode o comissário adquirir para si os bens, considerando-se ínsita nos contratos sobre títulos versados em Bolsa (comissão de bolsa). Nessa hipótese, celebra o comissário contrato consigo mesmo, agindo na conjugação dos dois interesses. Mas pode também ser vedada a prática, por cláusula expressa nesse sentido<sup>400</sup>.

Entretanto, é importante ressaltar que a opinião desse autor é compatível apenas com as operações em que: i) o investidor adquire valores mobiliários que compõem a carteira da própria sociedade corretora contratada para intermediar essa operação; ii) a sociedade corretora adquire valores mobiliários alienados pelo seu próprio cliente investidor. Somente nessas hipóteses pode cogitar-se a respeito de “contrato consigo mesmo”, no sentido de que a mesma parte que atua como comissária do investidor também ocupa a posição de compradora ou vendedora dos valores mobiliários negociados.

No sistema do antigo Código Comercial do Império (arts. 165 a 190), o comissário deveria ser obrigatoriamente um comerciante e o objeto da avença teria que se voltar, exclusivamente, à realização de negócios mercantis. Com a nova disciplina legal determinada pelo Código Civil de 2002, essa particularidade perdeu o interesse, vez que o contrato de comissão pode ser ou não de natureza empresarial.

O traço distintivo desse tipo contratual reside na circunstância de que o comissário age em seu próprio nome. E é justamente por isso que ele fica diretamente obrigado com as pessoas com quem contrata. Por consequência, essas não têm ação contra o comitente e nem esse contra elas, salvo ocorrência de cessão de direitos entre qualquer das partes (art. 694, CC).

Na situação específica das sociedades corretoras, sua atividade provoca evidente intersecção na cadeia de negociações com valores mobiliários. Essa circunstância afasta qualquer espécie de vínculo entre seus clientes (comitentes) e os demais agentes de mercado (ex. BM&FBOVESPA, outras sociedades corretoras, outros investidores etc). Como se pode depreender dos textos normativos vigentes, é a sociedade corretora quem

---

<sup>400</sup> BITTAR, Carlos Alberto. BITTAR FILHO, Carlos Alberto (atual.). *Contratos comerciais*. 5. ed., Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008, p. 69.

compra, vende ou subscreve os valores mobiliários<sup>401</sup>. E, para isso, pode ou não se valer da contratação de agentes de compensação e/ou de custódia para que, em seu nome, liquidem essas operações e/ou contratem os serviços de custódia da BM&FBOVESPA.

Portanto, pelo contrato de comissão bursátil, outorgam-se poderes às sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários para que elas efetuem operações financeiras em seu próprio nome, mas por conta ou em benefício de seus clientes investidores. Conforme mencionado anteriormente, essas intermediárias fazem jus a uma remuneração a título de contraprestação por esses serviços, a qual recebe a usual denominação de *taxa de corretagem*<sup>402</sup>.

Tal nomenclatura perpetua até hoje porque os corretores de fundos públicos se valiam de contratos de corretagem – que eram chamados, no passado, de contratos de mediação – para realizar negociações em bolsa. Atualmente, o valor devido pela intermediação efetuada pelas sociedades corretoras tem a natureza de comissão, pois o negócio jurídico que lhes justifica não é mais a corretagem, mas sim o contrato de comissão, tal como se demonstrou acima.

Nesse ponto, cabe advertir que a palavra comissão é polissêmica. Primeiramente, “chama-se de comissão o contrato em si, que rege o ajuste de vontades entre comitente e comissário para a realização, por parte deste, de negócios do interesse do outro”<sup>403</sup>. Mas por comissão também pode se designar “a remuneração que faz jus o comissário pelos trabalhos realizados, referida nos arts. 689, 701, 702 e 703 do Código Civil”<sup>404</sup>.

Convém observar que a comissão instituída pelo investidor é do tipo imperativa, vez que não deixa qualquer margem de manobra para o comissário, que fica impedido de agir na ausência de ordem expressa emanada do comitente<sup>405</sup>. Distingue-se, portanto,

---

<sup>401</sup> BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>402</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigesima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 2087548920108260100 SP 0208754-89.2010.8.26.0100. Relator: Des. Marcos Ramos. 04 out. 2012. Disponível em: <<http://esaj.tj.sp.gov.br/cjsjg/getArquivo.do?cdAcordao=6242926>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>403</sup> MARTINS, Fran. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina (atual.). *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 279.

<sup>404</sup> MARTINS, Fran. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina (atual.). *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 279. Carvalho de Mendonça ainda vislumbra um terceiro significado para tal vocábulo ao ensinar que a comissão pode identificar “o próprio comércio de comissão”. (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. VI, 2. parte, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos S.A., 1956, p. 283).

<sup>405</sup> “Nas relações entre comitente e o comissário, dominam os princípios do mandato; relativamente a terceiros, eis o caráter jurídico fundamental da comissão, o comissário não representa o comitente, contrata no próprio nome. Relações diretas não existem entre o terceiro e o comitente, mas somente entre o

das comissões indicativas, que autorizam ampla atuação do comissário, pois lhe conferem certa influência no negócio, embora bastante restrita. Nesses casos, exige-se apenas que os atos perpetrados pelo comissário sejam comunicados ao comitente, em cumprimento do dever de informação decorrente do princípio da boa-fé objetiva. Do mesmo modo, a comissão bursátil também não pode ser classificada na categoria das comissões facultativas, vez que essas pressupõem ampla atuação do comissário, pois demandam apenas que sejam observadas as razões do interesse no negócio transmitidas pelo comitente<sup>406</sup>.

Com base nessa perspectiva, Renato Ayres Martins de Oliveira interpreta extensivamente a expressão *infiel execução de ordem* referida no item 1, alínea a, do art. 40 da Resolução CMN 2.690/90. Entende o autor que essa locução contempla inclusive os casos em que as sociedades corretoras efetivam operações sem a ordem expressa de seus clientes e não apenas quando agem em desacordo com a ordem emitida. Para ele, a ausência de ordem de transferência equivale a uma ordem de não transferir ações, pois, se assim não fosse, os investidores teriam de participar continuamente – de hora em hora (quando não de minuto em minuto) – sua vontade de não transferirem seus valores mobiliários. Imputar aos investidores a obrigação de recusar operações equivaleria a admitir que as sociedades corretoras poderiam ter por manifestada a vontade de transferir apenas e tão somente porque seus clientes não desautorizaram a transferência<sup>407</sup>.

---

terceiro e o comissário. Isso não quer significar que o comitente não seja o proprietário das mercadorias adquiridas pelo comissário na execução da comissão. Realmente, não se opera a transmissão da propriedade do comissário ao comitente. Entre comitente e comissário dá-se a mesma relação de direito que entre mandante e mandatário. Se o mandatário nada adquire para si, o comissário igualmente nada adquirirá para si, não se podendo dizer proprietário do que recebe em virtude de comissão. *O comissário tem o privilégio sobre as cousas do comitente em seu poder, o que seria incompatível com a propriedade que se lhe quisesse adquirir.*” (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. v. VI, 2. parte, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos S.A., 1956, p. 287, grifos nossos).

<sup>406</sup> CASES, José Maria Trepat; AZEVEDO, Álvaro Villaça (coord.). *Código Civil comentado: várias espécies de contrato (artigos 693 a 817)*. v. VIII. São, 2003, 2003, p. 24.

<sup>407</sup> “Tal situação vai de encontro, ainda, à razão de ser da AUTORIZAÇÃO PARA TRANSFERÊNCIA DE AÇÕES, que é condição *sine qua non* para a transferência dos valores mobiliários, uma vez devidamente assinada pelo titular das ações. Se os investidores não desejarem transferir suas ações, basta que nada ordenem à corretora [...]. A infiel execução de ordens necessariamente abarca a circunstância em que, à revelia de seu titular, as ações são negociadas com desprezo à fidelidade que deve caracterizar essa espécie de negócio, a qual não se circunscreve àquele breve instante em que a ordem de negociação é dada pelo investidor, mas se estende aos momentos posteriores, de tal sorte que a ordem de compra de certas ações e a posterior inércia do investidor implica, naturalmente, na ordem de não vendê-las. Sem autorização expressa dos investidores, a transferência das ações pela sociedade corretora ocorre em flagrante violação à única ordem de compra e de custódia dos títulos existentes, constituindo-se, assim, em infiel execução de ordem. *Em palavras outras, quando os investidores determinam à sociedade corretora que compre as ações e as mantenham custodiadas até nova ordem, estão, na verdade, ordenando à mesma que não as venda, correspondendo o descumprimento à ‘infiel execução de ordem’.*” (OLIVEIRA,

Em regra, o comissário não se responsabiliza perante o comitente pelo adimplemento da obrigação contraída pelo terceiro no âmbito do negócio intermediado. No entanto, no caso das sociedades corretoras, sua performance revela características próprias, vez que os comissários assumem responsabilidades especiais. Daí afirmar-se que as “relações jurídicas com seus clientes revestem a incontestável natureza jurídica da comissão *del credere*”<sup>408</sup>, haja vista que a sociedade corretora não é considerada pela lei como mera intermediária, mas sim como espécie de “gerente da solvabilidade de terceiros”<sup>409</sup>. E isso, independentemente de pactuação de cláusula específica para esse fim<sup>410</sup>.

O caráter personalíssimo do contrato necessário para operar em bolsa também se amolda perfeitamente ao contrato de comissão. Ao selecionar um intermediário, o comitente leva em conta não apenas a probidade do comissário, mas vários outros elementos pessoais, como o acesso ao crédito, à pontualidade, à facilidade em negócios etc. Esses fatores potencializam a capacidade de negociação do comitente, além de também possibilitarem que ele receba, em tempo real, as informações que forem de seu interesse.

No entanto, lembre-se que a concessão de empréstimo monetário por sociedade corretora a investidor constitui prática excepcional autorizada, por exemplo, na hipótese<sup>411</sup> de financiamento para compra de ações. Esse negócio, nos termos da IN CVM

Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da Bolsa de Valores. *Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, V. 57, p. 427 a 444, 2003, p. 440 e 441, grifos nossos).

<sup>408</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. As sociedades corretoras como comissárias *del credere*: crédito com privilégio especial em liquidação extrajudicial. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, p. 337. Em outro de seus textos o autor ainda esclarece que “a caracterização dos corretores de fundos públicos e de Bolsa como *comissários*, remonta, em nosso país, ao século passado [...]. Assim sendo, a função do comissário não é apenas a de mero intermediário, aproximando pessoas que desejem contratar, posto que o comissário celebra, ele próprio, os contratos, e assume a responsabilidade por sua execução.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Garantia e responsabilidade nas operações a termo. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989, p. 72).

<sup>409</sup> BOITEUX, Fernando Netto. *Contratos mercantis*. São Paulo: Dialética, 2001, p. 227.

<sup>410</sup> Nesse sentido, decidiu o extinto Tribunal de Alçada de São Paulo: “a corretora é sempre a responsável pela entrega dos títulos que lhe foram encomendados e pela entrega do dinheiro no caso de venda. Tal garantia se estende até aos vícios da coisa. Em resumo, a corretora é a única responsável pelo cumprimento de sua obrigação, perante seu cliente. Informação constante do recurso especial impetrado pelas apelantes.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 214.281/SP. Relator: Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira. 15 maio 2003. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=400007&sReg=199900420110&sData=20030812&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=400007&sReg=199900420110&sData=20030812&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>411</sup> Em regra, as sociedades corretoras estão proibidas de “realizar operações que caracterizem, sob qualquer forma, a concessão de financiamentos, empréstimos ou adiantamentos a seus clientes, inclusive através da cessão de direitos, ressalvadas as hipóteses de operação de conta margem e as demais previstas na regulamentação em vigor” (BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução n. 1655, de 26 de outubro de 1989. Art. 12, I. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

51/1986, consiste no mútuo “concedido por sociedade corretora ou distribuidora a seus clientes, para aquisição, no mercado à vista, de ações emitidas por companhias abertas e admitidas à negociação em Bolsa de Valores” (art. 3º).

Somente está apta a oferecer tal tipo de financiamento a sociedade corretora ou distribuidora que intermediou a operação destinada à aquisição das ações. Ademais, ele deverá ser feito, inexoravelmente, com base em recursos próprios dessa intermediária ou que tenham sido obtidos por ela junto a bancos comerciais, bancos de investimento ou sociedades de crédito, financiamento e investimento (arts. 3º, parágrafo único e art. 4º).

Noutra monta, o Desembargador Edgar Rosa do Tribunal de Justiça de São Paulo, ao decidir demanda envolvendo sociedade corretora distinguiu o contrato de comissão bursátil da figura genérica do contrato de corretagem nos seguintes termos

As partes mantinham contrato de comissão, ajuste pelo qual uma pessoa, denominada comissário, adquire ou vende bens em nome próprio, mas por conta de outrem, chamado comitente (art. 693 do Código Civil). Tal contrato não se confunde com a corretagem, pois diversamente do comissário, o corretor não conclui negócio algum, e age em interesse próprio. Especificamente, o caso em apreço cuida da chamada *comissão bursátil*, referente aos negócios firmados no âmbito da Bolsa de Valores<sup>412</sup>.

É comum na doutrina a referência ao contrato de comissão como espécie de mandato sem representação. Todavia, a semelhança existente entre as duas figuras restringe-se ao fato de que, em ambos os negócios, operam os princípios comuns à outorga de poderes. “De resto, a expressão ‘à conta’ significa ‘à custa de’, ou seja, os atos do comissário se destinam a repercutir na esfera jurídica do comitente”<sup>413</sup>.

Para Fran Martins a comissão não é uma simples variante do mandato, mas sim “um contrato que tem características próprias, se bem que a ele sejam aplicadas muitas

<sup>412</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Câmara da Seção de Direito Privado. Apelação n. 992.05.134283-8. Relator: Des. Edgard Rosa. São Paulo, SP, 10 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4316643>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>413</sup> ASSIS, Araken de. REALE, Miguel; MARTINS-COSTA, Judith. (coord.). *Contratos nominados: mandato, comissão, agência e distribuição, corretagem, transporte*. 2. ed., São Paulo: RT, 2005, p. 169. Para Orlando Gomes a comissão é “uma modalidade de mandato *sem* representação, que produz efeitos análogos aos deste contrato, mas se distingue pelo modo de agir do representante. No mandato, o representante age em nome do representado; na comissão, em nome próprio. Distinguem-se pelo modo de agir e não pelo modo de produção dos efeitos, embora a expressão ‘representação indireta’ tenha significação mais próxima do último critério distintivo. Num e noutra necessidade não há de novo ato para transmissão dos efeitos ao representado.” (GOMES, Orlando. THEODORO JÚNIOR, Humberto (atual.). *Contratos*. 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 358).

regras do mandato, razão pela qual está aproximada desse contrato mais do que qualquer outro”<sup>414</sup>. A despeito de ser dotado de certa autonomia se comparado ao mandatário, o comissário é obrigado a agir sempre conforme as ordens e instruções do comitente, ainda que genéricas (art. 695, *caput*, do CC).

Inexistindo instruções ou não sendo possível pedi-las a tempo, o comissário deverá socorrer-se dos usos e costumes do lugar da celebração do contrato (art. 695, parágrafo único, do CC). Essa disposição mantém relação direta com o art. 113 do CC, o qual prevê a interpretação dos negócios jurídicos conforme a boa-fé objetiva, usos e costumes.

O comissário, no desempenho de suas incumbências, deve sempre agir com cuidado e diligência, não só para evitar qualquer prejuízo ao comitente, mas também para lhe proporcionar o lucro que razoavelmente podia esperar do negócio (art. 696, CC). Isso significa que a obrigação do comissário geralmente é uma *obrigação de meio* ou diligência, da qual decorre, em regra, a *responsabilidade subjetiva* que a lei prevê (art. 696, parágrafo único, CC).

Em razão disso, milita a favor do comissário a presunção de que agiu bem, sobretudo quando da sua atuação resultou alguma vantagem ao comitente. Vale essa mesma regra para os casos em que o comissário, diante da urgência ditada pelas circunstâncias fáticas do negócio, opta por agir conforme os usos locais.

Pois bem, uma vez esclarecida a categoria típica na qual se encaixa o contrato de comissão bursátil, convém especificar as classificações a ele aplicáveis, tarefa que permitirá completar o exame desse negócio jurídico imprescindível às operações financeiras com valores mobiliários em bolsa de valores.

## 6.5 CLASSIFICAÇÕES GERAIS

Diante das características do contrato de comissão bursátil que foram expostas neste capítulo, é possível classificá-lo como: i) *consensual*; ii) *bilateral*; iii) *comutativo*; iv) *oneroso*; v) *não solene*; vi) *com duração por tempo indeterminado e mediante tratos*

---

<sup>414</sup> MARTINS, Fran. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina (atual.). *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 278.

*sucessivos*; vii) *de adesão*; viii) *personalíssimo*; ix) *necessário*; x) *típico*; xi) *relacional*; xii) *civil ou consumerista*.

É *consensual* porque, para seu aperfeiçoamento, basta o acordo de vontades das partes e *bilateral* devido a ambas ocuparem, simultaneamente, a dupla posição de credora e devedora, cada qual com direitos e obrigações sinalagmáticos<sup>415</sup>. Sua *comutatividade* deriva da livre combinação, entre os contratantes, quanto às prestações que se presumem equivalentes, predeterminadas e infensas a variações. Ou seja, o cliente investidor deverá pagar as taxas pactuadas e a sociedade corretora não poderá se furtar a prestar os serviços de intermediação financeira relacionados no instrumento contratual.

A *onerosidade* do contrato de comissão bursátil se encontra na atribuição recíproca de obrigações e vantagens patrimoniais a ambas as partes, enquanto que o seu caráter não solene decorre da não exigência de qualquer formalidade específica para sua conclusão. Também pode ser considerado um *contrato de duração*, pois sua execução é por tempo indeterminado e conforme *tratos sucessivos*. Consequentemente, a sociedade corretora somente fará jus às remunerações combinadas quando efetuar operações por conta e ordem do cliente.

Algumas consequências práticas podem ser extraídas da qualificação de um contrato como de trato sucessivo. Primeiramente, os efeitos de sua resolução jamais retroagirão (*ex nunc*), sendo inadmissível a devolução dos valores pagos pelos atos anteriores à desconstituição do vínculo. Em segundo lugar, a resolução por onerosidade excessiva a ele não se aplica, pois se restringe aos contratos de duração cuja execução acontece de forma continuada, o que não é o caso dos contratos firmados entre os investidores e as sociedades corretoras<sup>416</sup>. Por último, cabe ressaltar que, em um contrato de duração estipulado conforme tratos sucessivos, a prescrição para se exigir o cumprimento de pres-

---

<sup>415</sup> GOMES, Orlando. THEODORO JÚNIOR, Humberto (atual.). *Contratos*. 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 72. “A relação jurídica oriunda de contrato unilateral é simples, pois só uma parte se constitui devedora, enquanto a que nasce de um contrato bilateral se apresenta complexa, visto que em ambas os contraentes figuram reciprocamente como sujeitos ativo e passivo. Fundamental: Ao contrato bilateral não basta – como se extrai da literalidade da expressão – a mera bilateralidade das obrigações para ambos os contratantes, mas a *correspondência* e a reciprocidade entre elas. É essencial à bilateralidade a caracterização do sinalagma, no sentido de uma obrigação ser a causa da outra.” (ROSENVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. *Direito dos contratos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 263).

<sup>416</sup> “Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

tações vencidas flui da data do vencimento de cada prestação<sup>417</sup> e não da formação do vínculo.

O *contrato de adesão* é aquele que possui conteúdo clausular definido unilateralmente “por um dos contraentes que o apresenta à contraparte, não podendo esta discutir qualquer das suas cláusulas: ou aceita em bloco a proposta contratual que lhe é feita, ou a rejeita e prescinde da celebração do contrato”<sup>418</sup>. Todos os elementos contidos nessa definição – predisposição das cláusulas, unilateralidade e rigidez – estão presentes nos contratos elaborados para intermediação de operações com valores mobiliários. Daí serem aplicáveis ao contrato de comissão bursátil, em regra, os arts. 423 e 424 do CC/02 ou, caso tal negócio assumia feição consumerista, o art. 54 do CDC<sup>419</sup>.

Também corrobora com tal entendimento o fato de, nos contratos propostos pelas sociedades corretoras, existir sempre uma declaração final genérica do investidor, no sentido de ter lido e concordado integralmente com os termos constantes do respectivo documento<sup>420</sup>.

Ademais, ao escolher uma sociedade corretora para acesso ao mercado de bolsa, os investidores levam em conta certas características dessas entidades, as quais giram em torno, principalmente, de sua solidez financeira. A confiança (fidúcia) conquistada perante o investidor é uma das principais razões desse eleger determinada sociedade

<sup>417</sup> Nos contratos de trato sucessivo, a prescrição de uma das prestações vencidas pelo encobrimento da pretensão não implica sacrifício da situação jurídica do credor, vez que “cada prestação representa uma dívida autônoma do vencimento das demais prestações. Assim, tanto serão os prazos prescricionais quanto as prestações vencidas.” (ROSEVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. *Direito dos contratos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 286 e 287).

<sup>418</sup> PRATA, Ana. *Contrato de adesão e cláusulas contratuais gerais*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 17.

<sup>419</sup> “Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente. Art. 424. Nos contratos de adesão, são nulas as cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio. Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014). “Art. 54. Contrato de adesão é aquele cujas cláusulas tenham sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo. § 1º A inserção de cláusula no formulário não desfigura a natureza de adesão do contrato. § 2º Nos contratos de adesão admite-se cláusula resolutória, desde que alternativa, cabendo a escolha ao consumidor, ressalvando-se o disposto no § 2º do artigo anterior. § 3º Os contratos de adesão escritos serão redigidos em termos claros e com caracteres ostensivos e legíveis, cujo tamanho da fonte não será inferior ao corpo doze, de modo a facilitar sua compreensão pelo consumidor. § 4º As cláusulas que implicarem limitação de direito do consumidor deverão ser redigidas com destaque, permitindo sua imediata e fácil compreensão.” (BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>420</sup> LUCCA, Newton de. *Das corretoras de títulos e valores mobiliários* (roteiro de apresentação). Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton\\_De\\_Lucca\\_JurisprudAnciaFinal.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton_De_Lucca_JurisprudAnciaFinal.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.



corretora para prestar os serviços de intermediação financeira. Logo, conclui-se que o contrato firmado entre essas partes detém natureza *personalíssima*, porquanto veda o cumprimento das ordens emitidas à sociedade corretora por outras instituições financeiras intermediárias do mercado de capitais.

O contrato de comissão bursátil não chega a ser coativo<sup>421</sup>, pois ninguém é compelido a participar desse tipo de relação jurídica sem que tenha emitido sua declaração de vontade. Mas, ante o oligopólio legal das sociedades corretoras e demais instituições intermediárias quanto à intermediação das negociações em recinto bursátil, esse contrato pode ser considerado *necessário*, vez que, sem ele, outros negócios não poderão ser realizados (ex. compra e venda de ações)<sup>422</sup>.

Conforme descrito no tópico anterior, o contrato de comissão bursátil é típico, pois se amolda, perfeitamente, à figura descrita no art. 693 do Código Civil de 2002, haja vista que a sociedade corretora atua em nome próprio, mas por conta do cliente investidor, seu comitente.

De todos os critérios classificatórios elucidados anteriormente, assume especial relevância aquele que inclui o negócio jurídico firmado para efetivação de operações em bolsa no rol dos contratos relacionais. Esses são negócios jurídicos de trato sucessivo e de longa duração nos quais as cláusulas estabelecidas no instrumento não são suficientes para esgotar toda a gama de direitos e deveres das partes, pois, para além dessas, reconhece-se “a existência de deveres anexos que não se encontram expressamente previstos, mas que igualmente vinculam as partes e devem ser observados”<sup>423</sup>.

De acordo com Fernando Araújo, o contrato relacional se caracteriza por ser dotado de maior complexidade se comparado ao contrato dito “pontual”, vez que esse pos-

---

<sup>421</sup> “O contrato coativo, também denominado contrato ditado, imposto, forçado, constitui negócio jurídico que se realiza sem o pressuposto do livre consentimento das partes.” (GOMES, Orlando. *Transformações gerais do direito das obrigações*. 2. ed., São Paulo: RT, 1980, p. 17 a 19). É o caso do seguro DPVAT e da prestação de serviços de água e esgoto.

<sup>422</sup> DINIZ, Maria Helena. *Dicionário jurídico*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 1998, p 860. Segundo Karl Larenz, “tanto os contratos coativos quanto os contratos necessários resultam de limitações à liberdade privada ora imanentes ao próprio instituto contratual ora derivadas do princípio da economia dirigida. No primeiro caso, inserem-se as obrigações de contratar dos concessionários de serviço público decorrente da imposição a estes sujeitos do dever de oferecer estes serviços (ex. energia elétrica). Na segunda hipótese, incluem-se as contratações exigidas pelo Estado ao exercer sua função de ordenar os mercados, que substancia verdadeira derrogação do princípio da liberdade contratual.” (LARENZ, Karl. BRITZ, Jaime Santos (trad.). *Derecho de obligaciones*. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958, p. 66 e ss.).

<sup>423</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial n. 107.3595 (2008/0150187-7 - 29/04/2011). Relatora: Min. Nancy Andrighi. 23 mar. 2011. P. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

sui natureza eminentemente coesa e breve<sup>424</sup>. Daí a impossibilidade de, nos pactos relacionais, as partes reduzirem os termos fulcrais de seu entendimento a obrigações precisamente estipuladas. Torna-se necessário, então, o recurso a modelos informacionais e evolutivos para a resolução da infinidade de contingências surgidas durante a relação contratual.

Disso se depreende que “a teoria dos contratos relacionais enfatiza o processo de ajuste dos acordos em substituição ao detalhamento dos mesmos”<sup>425</sup>. Ou seja, a assinatura do documento apenas coloca em marcha “um processo de negociação de longo prazo que é custoso, entretanto mais eficiente do que o ônus de desenhar contratos pretensamente completos”<sup>426</sup>.

Com isso, essa figura se contrapõe à teoria contratual clássica, que propugna a maior completude possível do contrato e afasta a necessidade de verificação ou determinação adicional dos direitos e obrigações das partes durante sua execução. Segundo a vertente tradicional, tal trabalho é dispensável porque o próprio instrumento contratual deve delinear todas as possibilidades de eventos futuros relacionados ao objeto da contratação<sup>427</sup>.

Nos contratos relacionais, as tensões provenientes de conflitos endógenos são superadas, na maioria das vezes, sem a intervenção do Poder Judiciário<sup>428</sup>. E isso porque o reequilíbrio contratual é restabelecido a partir de soluções elaboradas com base em padrões de conduta apurados de acordo com os limites da previsão humana. Trata-se,

<sup>424</sup> ARAÚJO, Fernando. *Teoria econômica do contrato*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 395 a 397.

<sup>425</sup> SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; AZEVEDO, Paulo Furquim. *Economia dos contratos*. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org) *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 110.

<sup>426</sup> SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; AZEVEDO, Paulo Furquim. *Economia dos contratos*. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 110.

<sup>427</sup> Os autores ainda complementam afirmando que os “contratos completos seriam aqueles capazes de especificar, em tese, todas as características físicas de uma transação, como data, localização, preço e quantidades, para cada estado da natureza futuro.” (CATEB, Alexandre Bueno; GALLO, José Alberto Albeny. *Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos*. Paper 050107-4. Latin American and Caribbean Law and Economics Association – ALACDE. *Annual papers*. Berkeley Program in Law & Economics, Berkeley: UC, 01 maio 2007. Disponível em: <<http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/050107-4>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>428</sup> “É próprio do contrato relacional que ele não se cinja a uma ‘troca’, mas envolva uma ‘situação’ entre as partes, um nexu estável no qual emerge a definição de direitos e deveres que tenham ficado omissos no momento inicial da negociação entre as partes.” (ROSENVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. *Direito dos contratos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 351.) “Como a duração das relações contratuais, tal como uma repetição de jogo, traz consigo a oportunidade de reagir a abusos e de ao menos rejeitar a continuação de uma relação iníqua, compreende-se que as partes queiram poupar os custos do recurso à litigância e à arbitragem e confiem mais nos mecanismos internos.” (ARAÚJO, Fernando. *Teoria econômica do contrato*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 402.)

pois, da observância dos postulados oriundos da boa-fé objetiva e da “proteção da confiança, que deve estar presente, não apenas durante período de desenvolvimento da relação contratual, mas também na fase pré-contratual e após a rescisão da avença”<sup>429</sup>.

Um importante traço peculiar dos contratos relacionais reside na ênfase atribuída à eliminação de assimetrias informacionais. Isso porque:

As informações prestadas por vendedores, por prospectos, manuais ou pelos diversos métodos de marketing criam expectativas nos consumidores, consideradas legítimas por lei, e que, uma vez descumpridas, caracterizarão inadimplemento contratual. Por isso, a noção de oferta alcança a informação ou publicidade veiculada e assegura o respeito à confiança nelas depositada pelos consumidores. A publicidade produz efeitos condicionantes sobre a vontade e a conseqüente liberdade de escolha dos consumidores em nossa sociedade de consumo, pois a oferta de bens ou serviços se faz, habitualmente, através daquela. E é por essa razão que a oferta passou a abranger quaisquer métodos, técnicas ou instrumentos publicitários que aproximam o consumidor dos produtos e serviços colocados à sua disposição no mercado<sup>430</sup>.

Conforme foi explicado no tópico anterior, do contrato de comissão bursátil emergem deveres fundados única e exclusivamente no princípio da boa-fé objetiva<sup>431</sup>.

---

<sup>429</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial n. 107.3595 (2008/0150187-7 - 29/04/2011). Relatora: Min. Nancy Andrighi. 23 mar. 2011. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Sob esse mesmo viés, pode-se dizer que “um contrato é relacional até o ponto que as partes são incapazes de reduzir termos importantes do acordo em obrigações bem definidas. Tais obrigações definidas podem ser impraticáveis devido à inabilidade para identificar condições futuras incertas ou devido à inabilidade para caracterizar adaptações complexas adequadamente, mesmo quando as eventualidades possam ser identificadas com antecedência.” *A contract is relational to the extent that the parties are incapable of reducing important terms of the arrangement to well-defined obligations. Such definitive obligations may be impractical because of the inability to identify uncertain future conditions or because of inability to characterize complex adaptations adequately even when the contingencies themselves can be indentified in advance.* (GOETZ, Charles J.; SCOTT, Robert E. Principles of relational contracts. *Virginia law review*. n. 67, p. 1089 a 1150, 1981, p. 1091 *apud* HVIID, Morten. *Long term contracts and relational contracts*. 1999, p. 53. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/4200book.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014, tradução nossa).

<sup>430</sup> CESARINO, Paula de Oliveira. *Contratos relacionais*. Nova Lima. 2007. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito Milton Campos, Centro Educacional de Formação, Nova Lima, 2007, p. 95. “É que a noção de igualdade formal entre particulares que se seguiu à Revolução Francesa provou-se incorreta porque há desigualdades materiais (assimetria informacional é a mais ampla delas) que levam ao estabelecimento de normas tutelares daqueles mais vulneráveis). Nesse sentido, a mudança institucional do Direito é clara e firme. Bastaria lembrar a legislação consumerista e a inversão do ônus da prova para compreender como o Direito tenta equilibrar relações entre particulares que, de outra forma, poderiam gerar efeitos perversos.” (SZTAJN, Rachel; AGUIRRE, Basília. Mudanças institucionais. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. e 234).

<sup>431</sup> Nesse sentido, o TJMG impôs a uma sociedade corretora a obrigação de recompor carteira de cliente cujas ações foram alienadas sem sua autorização expressa (verbal ou escrita) e enquanto ele se encontrava isolado em local que impossibilitava o acesso ao sistema *home broker*. Na fundamentação desse acórdão, restou consignado que “a simples afirmação de que as operações foram autorizadas nos termos do con-

Dentre eles, o mais importante é o dever de informação, necessário à manifestação livre da vontade do investidor quanto às operações que almeje concluir no mercado acionário. Esse é, inclusive, um dos principais traços característicos dos contratos relacionais complexos, que consiste em desdobramento do princípio da transparência<sup>432</sup>.

Por fim, cabe mencionar que o contrato de comissão bursátil pode ser classificado como consumerista ou civil, conforme o vínculo entre o investidor e a sociedade corretora ostente ou não os contornos de relação de consumo. No caso desse negócio assumir somente feição civil, aplicam-se apenas as normas do CC/02 elucidadas anteriormente, em combinação com as regras específicas do Direito do Mercado Financeiro.

Contudo, quanto à segunda espécie desse método classificatório (consumerista), opta-se por reservar seu estudo para o próximo capítulo. Isso porque ela constitui pressuposto lógico do tipo de responsabilidade ao qual se subordina a imputação do dever indenizatório à sociedade corretora por danos causados ao investidor individual.

---

*trato não se afeiçoa ao princípio da boa-fé que deve imperar na sua execução, pois coloca em extrema desvantagem um dos contratantes. Em tais condições não é possível aferir a coincidência da execução com a manifestação de vontade do investidor.*” (MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara Cível. Apelação Cível 1.0024.06.002041-9/001. Relator: Des. Luiz Carlos Gomes da Mata. 03 mar. 2011. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia/pesquisa> NumeroCNJEspelhoAcor-  
dao.do?&numeroRegistro=1&totalLinhas=2&paginaNumero=1&linhasPorPagina=1&numeroUnico=002  
0419-25.2006.8.13.0024&pesquisaNumeroCNJ=Pesquisar&>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>432</sup> “Para a doutrina contratual tradicional, o dever de informar vem como um dever subsidiário, acessório à obrigação principal, como já comentado. Porém, na disciplina dos contratos relacionais, tal dever torna-se independente da relação principal, na medida em que permeia todas as fases do negócio jurídico como obrigação separada e autônoma. Na fase pré-contratual, para a oferta é previsto um amplo e detalhado dever de informar, que precisa ser considerado, inclusive, na própria elaboração do texto do contrato. Durante toda a fase contratual subsiste o mesmo dever, agora também como base para a responsabilização civil do fornecedor, e até mesmo na fase pós-contratual todas as informações devem ser prestadas às partes.” (CESARINO, Paula de Oliveira. *Contratos relacionais*. Nova Lima, 2007. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito Milton Campos, Centro Educacional de Formação, Nova Lima, 2007, p. 95).

## **7 A NATUREZA CONSUMERISTA DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL**

No final do capítulo anterior, destacou-se que o contrato de comissão bursátil pode revestir tanto caráter civil como consumerista. Na primeira hipótese, esse negócio jurídico será regulado apenas por normas de Direito Civil combinadas com aquelas provenientes do Direito do Mercado de Capitais. Na segunda, essa mesma disciplina normativa deverá ser complementada pelas regras especiais do Direito do Consumidor.

Sendo assim, é necessário analisar os principais componentes da relação de consumo no direito brasileiro, o que possibilitará aduzir em quais circunstâncias a sociedade corretora deverá se sujeitar ao regime da responsabilidade objetiva disciplinado pelo art. 14 do CDC.

### **7.1 A RELAÇÃO DE CONSUMO NO DIREITO BRASILEIRO**

No Brasil, a proteção do consumidor está consignada no texto constitucional, que a erige à condição tanto de garantia fundamental como de pilar da ordem econômica e financeira (art. 5º, XXXII e art. 170, V da CRFB). Além disso, também subsistem normas constitucionais específicas destinadas a assegurar, com maior concretude, a defesa do consumidor. Desse modo, encontra(m)-se prevista(s) expressamente a(s):

- i. competência concorrente da União, dos Estados e do Distrito Federal para legislar sobre responsabilidade por dano ao consumidor (art. 24, VIII) ;
- ii. criação obrigatória de medidas legais voltadas ao esclarecimento dos consumidores quanto aos impostos que incidam sobre mercadorias e serviços (art. 150, § 5º);
- iii. disciplina legal dos direitos dos usuários de serviços públicos (art. 175, II);
- iv. restrições acerca da propaganda comercial de tabaco, bebidas alcoólicas, agrotóxicos, medicamentos e terapias nos meios de comunicação – imprensa, rádio e televisão (art. 220, § 4º) e;

- v. diretrizes a serem observadas quanto à produção e à difusão de programas de rádio e televisão (art. 221).

Nesse contexto, é importante mencionar que o Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078/90) surgiu em razão de comando exarado pelo art. 48 do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias, que impôs sua elaboração pelo Congresso Nacional<sup>433</sup>.

Assim, com base na lei consumerista, é possível conceituar a relação consumerista como *aquela estabelecida entre fornecedor e consumidor final de produto ou serviço ofertado, onerosamente, no mercado de consumo*<sup>434</sup>.

No que diz respeito à atuação das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, esclareceu-se, no capítulo 5 desta tese, que essas instituições financeiras prestam, em regime de exclusividade, os serviços necessários para que o investidor individual negocie valores mobiliários no mercado bursátil. Urge, pois, averiguar se tais intermediárias financeiras podem ser enquadradas no conceito de fornecedoras de serviços e se clientes dessa espécie podem assumir a condição de consumidores conforme as normas brasileiras de Direito do Consumidor.

### 7.1.1 O conceito de fornecedor

Para identificar a relação de consumo no plano concreto, é imprescindível, a princípio, verificar se o sujeito de direito que oferece o produto ou presta o serviço enquadra-se na seguinte definição legal:

<sup>433</sup> “Art. 48. O Congresso Nacional, dentro de cento e vinte dias da promulgação da Constituição, elaborará código de defesa do consumidor.” (BRASIL. Ato das Disposições Constitucionais Transitórias de 05 de outubro de 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>434</sup> “Uma relação jurídica é um vínculo que une duas ou mais pessoas, caracterizando-se uma como sujeito ativo e a outra como sujeito passivo da relação. Este vínculo decorre da lei ou do contrato e, em consequência, o primeiro pode exigir do segundo o cumprimento de uma prestação do tipo dar, fazer ou não fazer. Se houver incidência do CDC na relação, isto é, se uma das partes se enquadrar no conceito de consumidor e a outra no de fornecedor e, entre elas, houver nexo de causalidade capaz de obrigar uma a entregar à outra uma prestação, estaremos diante de uma relação de consumo.” (MARTINS, Plínio Lacerda. *Anotações ao Código de Defesa do Consumidor*. 3 ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 26.)

Art. 3º Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços<sup>435</sup>.

Fornecer significa prover, abastecer, garantir, dar, ministrar, facilitar ou proporcionar. Essas funções, para serem exercidas, não requerem que o fornecedor detenha a propriedade dos bens eventualmente utilizados para prestar o serviço. Por outro lado, a expressão “atividade” constante do *caput* do art. 3º indica exigência de efetiva reiteração ou habitualidade, de maneira que “fica clara a intenção do legislador de assegurar a inclusão de um grande número de prestadores de serviços no campo de aplicação do CDC, à dependência única de ser o co-contratante um consumidor”<sup>436</sup>.

Também vale frisar que o CDC considera como fornecedores todos os que participam da cadeia de fornecimento. Mas também é possível, inclusive, estender tal conceito a agentes econômicos que não são, necessariamente, ofertantes de produtos ou serviços no mercado de consumo, embora auxiliem a veiculação desses até o consumidor final (fornecedor equiparado)<sup>437</sup>.

No que diz respeito às sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, Nelson Laks Eizirik adverte que nem toda atividade exercida por instituição financeira pode ser incluída na noção de serviço de natureza financeira ou bancária sujeito ao regime jurídico consumerista. E isso porque o § 2º do art. 3º do CDC estipula que só devem ser assim consideradas as atividades fornecidas no *mercado de consumo*.

Portanto, no conceito aberto de atividades bancárias e financeiras submetidas às regras do CDC, “não estão incluídas aquelas ligadas ao investimento no mercado de

---

<sup>435</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>436</sup> BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007, p. 80.

<sup>437</sup> “É o que se denomina de *fornecedor-equiparado*, aquele terceiro na relação de consumo, um terceiro apenas intermediário ou ajudante da relação de consumo principal, mas que atua frente a um consumidor (aquele que tem seus dados cadastrados como mau pagador e não efetuou sequer uma compra) ou a um grupo de consumidores (por exemplo, um grupo organizado pelo empregador e pago por este), como se fornecedor fosse (comunica o registro no banco de dados, comunica quem é estipulante nos seguros de vida em grupo etc.)” (BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007, p. 83.).

valores mobiliários, uma vez que os investidores não se situam no âmbito do mercado de consumo”<sup>438</sup>.

Em sentido oposto, Arruda Alvim *et al* sustentam:

*[...] cremos que as corretoras de valores mobiliários estão também enquadradas no conceito geral de fornecedoras de serviços, mesmo porque empresas dessa natureza são pessoas jurídicas que desenvolvem atividade consistente na prestação de serviços fornecida mediante remuneração, no mercado de consumo.*

Há que se considerar, todavia, que o mercado de valores mobiliários e seus similares, ainda que rigidamente controlado pelos órgãos competentes (como a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, BMF – Bolsa Mercantil de Futuros, BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e até mesmo COMMODITIES), e com legislação específica como as Leis 7913/89 e 6024/74, não está isento da possibilidade de causar danos a aplicadores/consumidores, que seguramente poderão se socorrer das normas do Código do Consumidor, *que complementam, aonde compatíveis, a disciplina das leis acima mencionadas.*

*Entretanto, caso quaisquer dessas normas contenham dispositivos que restrinjam direitos assegurados aos consumidores pelo Código do Consumidor, tais dispositivos estarão revogados, por conflitar com norma mais recente.*

Deve-se esclarecer todavia que em se tratando de operações no mercado de valores mobiliários, o risco, por ser inerente a investimentos dessa natureza não pode gerar responsabilidade civil desde que lícita e transparente a operação de corretagem promovida com base no princípio econômico da “hipótese do mercado de capitais eficiente”<sup>439</sup>.

<sup>438</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Responsabilidade com ou sem culpa: novo Código Civil e Código do Consumidor não se aplicam à atividade do *underwriter*. *Revista capital aberto*. Ano 3, n. 25, p. 58 a 59, set., 2005, p. 59.

<sup>439</sup> ALVIM NETO, José Manuel de Arruda *et al*. *Código do Consumidor comentado: legislação correlata*. 2. Ed. São Paulo: RT, 1995, p. 39 e 40, grifos nossos. “As atividades bancárias típicas - recebimento de depósitos e concessão de empréstimos - obviamente envolvem o fornecimento de um serviço. O cumprimento de um pagamento à ordem do consumidor é também um serviço. Igualmente, o são os aconselhamentos financeiros, a atividade securitária, o gerenciamento de fundos de investimentos e assim por diante.” (CRANSTON, Ross. *Principles of banking law*. Oxford: Clarendon Press, 1997, pag. 164 *apud* TIMM, Luciano Benetti. O CDC e os serviços bancários no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito da UFRGS*. Porto Alegre: UFRGS, v. 19, p. 225 a 236, mar., 2001, 227.). No Direito Alemão, também vingou essa interpretação, conforme assinala Host Hormen: “os consumidores surgiram no Direito do Mercado de Capitais, no entanto, também em um outro âmbito. Neste caso trata-se do seguinte: quando um investidor deseja negociar valores mobiliários, seja em uma bolsa ou em outro mercado de valores mobiliários, ele não pode, normalmente, fazê-lo sozinho; necessita servir-se de um intermediário. Logo, ele adquire ou aliena por meio de um negócio à ordem em comissão (*Effektenkommissionsgeschäft*). Desse modo, o intermediário obriga-se a proceder à aquisição ou alienação em nome próprio. Nesse processo, deve-se distinguir se a ordem é executada em uma bolsa ou em um outro mercado de valores mobiliários. [...] Aqui havia, novamente, uma regra especial para consumidores. Consumidores - o conceito apoiava-se no art. 29 da Lei de Introdução ao Código Civil Alemão (EGBGB) e entendia-se, a partir dele, tratar-se de um investidor privado - podiam, contrariamente a investidores institucionais, emitir apenas instruções isoladas, especificando em qual praça (e se por via bursátil ou extra-bursátil) suas ordens deveriam ser executadas (§ 22, 1, 1, semi-frase 2, *BörsG*, redação antiga). (HAMMEN, Horst. Consumidores, investidores privados e não profissionais: cem anos de proteção dos mais fracos no direito alemão. *Revista de direito do consumidor*. São Paulo: RT, v. 72, p. 263 a 282, out.-dez., 2009, p. 265.).



Nessa mesma esteira, James Marins assevera que as corretoras de valores mobiliários também devem ser consideradas como fornecedoras de serviços, pois prestam, mediante remuneração, serviços em benefício dos consumidores de seus serviços, para que esses possam investir no mercado de valores mobiliários<sup>440</sup>.

Pois bem, após analisada a possibilidade de caracterização das sociedades corretoras como fornecedoras de serviços, torna-se imperioso perquirir se a noção de investidor pode ser incluída no conceito legal de consumidor constante do direito brasileiro.

### 7.1.2 O conceito de consumidor

Segundo o CDC, consumidor é “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”<sup>441</sup>. Em regra, quem retira um produto ou serviço de circulação, não o faz de forma profissional, ou seja, para utilizá-lo em seu processo produtivo. Daí porque, por muito tempo, não se admitiu a aplicação do CDC ao consumidor intermediário<sup>442</sup>, interpretação que tem sido alterada pelo STJ<sup>443</sup> nos últimos anos, ensejando a formação de três correntes hermenêuticas.

A primeira corrente, denominada *finalista*, exclui a profissionalidade como característica da relação consumerista. Para tanto, sustenta que o consumidor é aquele que adquire ou utiliza produto para uso próprio ou de sua família de forma “não profissio-

---

<sup>440</sup> MARINS, James. *Responsabilidade da empresa pelo fato do produto: os acidentes do consumo no Código de Proteção e Defesa do Consumidor*. São Paulo: RT, 1993, p. 84.

<sup>441</sup> Também podem ser equiparadas a consumidores as pessoas, ainda que indetermináveis, que hajam intervindo na relação de consumo (art. 2º, § 2º do CDC), todas as vítimas do evento danoso capaz de gerar responsabilidade civil do fornecedor (art. 17 do CDC) e todas as pessoas, determináveis ou não, expostas às práticas previstas no Código de Defesa do Consumidor (art. 29 do CDC). (BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>442</sup> O consumidor intermediário é aquele que adquire produto ou usufrui serviço com o fim de, direta ou indiretamente, dinamizar ou instrumentalizar seu próprio negócio lucrativo. E, embora não se enquadre perfeitamente na definição constante do artigo 2º do CDC, ele poderá ser excepcionalmente tutelado pelo regime jurídico consumerista caso seja demonstrada, em concreto, sua vulnerabilidade técnica, jurídica ou econômica. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Especial: STJ aplica, caso a caso, CDC em relações de consumo intermediário. *Notícias*. 19 nov. 2010. Disponível em: <[http://www.stj.jus.br/portal\\_stj/publicacao/engine.wsp?tmp.area=398&tmp.texto=99044](http://www.stj.jus.br/portal_stj/publicacao/engine.wsp?tmp.area=398&tmp.texto=99044)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>443</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 1.080.719 - MG (2008/01 79393-5). Relatora: Nancy Andrighi. 10 fev. 2009. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=855466&num\\_registro=200801793935&d ata=20090817&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=855466&num_registro=200801793935&d ata=20090817&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

nal, pois o fim do CDC é tutelar de maneira especial um grupo da sociedade que é mais vulnerável”<sup>444</sup>.

Os defensores dessa posição admitem que, ao se restringir o campo de aplicação do CDC a apenas quem necessita efetivamente de proteção diferenciada, um nível mais alto de tutela será assegurado a tal classe de pessoas. Isso porque, somente desse modo, a jurisprudência poderá ser elaborada em torno da parte mais fraca da relação de consumo e não em favor de profissionais que reclamam mais benesses do que o direito comercial já lhes concede<sup>445</sup>.

De outro lado, a corrente *maximalista* considera o CDC como novo regulamento para o mercado de consumo e não como mero corpo de normas dirigido à proteção do consumidor não profissional. Assim, para os adeptos dessa linha de pensamento, o CDC configura verdadeiro “Código geral sobre o consumo, um Código para a sociedade de consumo, que institui normas e princípios para todos os agentes de mercado, os quais podem assumir os papéis ora de fornecedores, ora de consumidores”<sup>446</sup>.

Os maximalistas interpretam extensivamente o art. 2º do CDC para que suas regras alcancem o maior número possível de relações de mercado. Tem-se, então, como puramente objetiva a definição contida em seu teor, de modo que não importa se a pessoa física ou jurídica vise lucro quando adquire produto ou utiliza serviços. A ênfase recai na qualificação do consumidor final como destinatário fático do produto ou serviço; ou seja, aquele que, concretamente, o retira do mercado e o utiliza.

Cabe reconhecer, entretanto, que o Superior Tribunal de Justiça tem adotado orientação eclética em relação a essas duas vertentes, propondo a conjugação da ideia de

---

<sup>444</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 106.

<sup>445</sup> Segundo Cláudia Lima Marques: “o destinatário final é o *Endverbraucher*, o consumidor final, o que retira o bem do mercado ao adquirir ou simplesmente utilizá-lo (destinatário final fático), aquele que coloca um fim na cadeia de produção (destinatário final econômico) e não aquele que utiliza o bem para continuar a produzir, pois ele não é o consumidor final, ele está transformando o bem, utilizando o bem, incluindo o serviço contratado no seu, para oferecê-lo, por sua vez, ao seu cliente, seu consumidor, utilizando-o no seu serviço de construção, nos seus cálculos do preço da licitação, como insumo da sua produção.” (MARQUES, Cláudia Lima. *Relações de consumo na pós-modernidade: em defesa de uma interpretação finalista dos Artigos 2º e 29 do CDC*. *Revista da Faculdade de Direito de Campos*. Rio de Janeiro: Campos dos Goytacazes, ano 1, n. 1, p. 81 a 143, jan.-jun., 2000, p. 106, grifos nossos).

<sup>446</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 106.

consumidor final imediato com a noção de vulnerabilidade, corrente jurisprudencial que recebeu a designação de *finalismo aprofundado* (ou *mitigado*)<sup>447</sup>.

Essa nova concepção engloba como consumidor até mesmo os agentes que utilizam insumos para sua produção<sup>448</sup>. Todavia, *exige que o façam fora de sua área de especialidade ou de forma mista, requisito sem o qual não se pode pressupor sua vulnerabilidade técnica, jurídica ou mesmo fática* (ex. empresários de pequeno porte)<sup>449</sup>.

A *vulnerabilidade* tem sua raiz filosófica na ideia de *desigualdade* entre dois sujeitos de uma relação jurídica. Porém, essa última perfaz noção mais objetiva e solidificada, porquanto apurada mediante comparações entre situações e pessoas.

Em contrapartida, *a vulnerabilidade, como desdobramento lógico de ausência de isonomia*, não é ideia consolidada e assume traços de subjetividade, prescindindo, algumas vezes, da referida comparação<sup>450</sup>. Ela consiste, assim, em um estado de pessoa, um estado inerente de risco ou um sinal de confrontação excessiva de interesses, identificado no mercado de consumo. Tal quadro pode apresentar-se como permanente ou provisório, de forma individual ou coletiva, mas, o que realmente importa, é que fragili-

<sup>447</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 716.877 - SP (2005/0004 852-3). 22 mar. 2007. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=681052&num\\_registro=200500048523&data=20070423&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/revista/abreDocumento.jsp?componente=ITA&sequencial=681052&num_registro=200500048523&data=20070423&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>448</sup> “Note-se que, de uma posição mais forte, influenciada pela doutrina francesa e belga, os finalistas evoluíram para uma posição mais branda, se bem que sempre teleológica, aceitando a possibilidade de o Judiciário, reconhecendo a vulnerabilidade de uma pequena empresa ou profissional, que adquiriu, por exemplo, um produto fora de seu campo de especialidade, interpretar o art. 2.º de acordo com o *fim da norma*, isto é, proteção ao mais fraco na relação de consumo, e conceder a aplicação das normas especiais do CDC, analogicamente, também a esses profissionais.” (MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 106.).

<sup>449</sup> “Assim, por exemplo, um automóvel pode servir para prestar os serviços da pequena empresa, comprado ou em *leasing*, mas também é o automóvel privado do consumidor. [...] uma empresa de alimentos contrata serviços de informática, que não serão usados em sua linha de ‘produção’ a não ser indiretamente, e a jurisprudência tende a considerar estes usuários mistos, ou consumidores finais diretos, como consumidores, uma vez que a interpretação da dúvida sobre a destinação final e sobre sua caracterização é resolvida, de acordo com os arts. 4.º, I e 47 do próprio CDC, a favor do consumidor. Esta nova linha, em especial do STJ, tem utilizado, sob o critério finalista e subjetivo, expressamente a equiparação do art. 29 do CDC, em se tratando de pessoa jurídica que comprova ser vulnerável e atua fora do âmbito de sua especialidade, como hotel que compra gás.” (MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 107).

<sup>450</sup> “O ponto de partida do CDC é a afirmação do Princípio da Vulnerabilidade do Consumidor, mecanismo que visa a garantir igualdade formal-material aos sujeitos da relação jurídica de consumo, o que não quer dizer compactuar com exageros que, sem utilidade real, obstem o progresso tecnológico, a circulação dos bens de consumo e a própria lucratividade dos negócios.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial n. 586.316/MG. Relator: Min. Antônio Herman e Vasconcellos e Benjamin. 17 abril 2007. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

za e enfraquece um dos sujeitos de direito da relação, resultando em desequilíbrio contratual.

Conclui-se, assim, que a vulnerabilidade é muito mais que mero fundamento para aplicação das regras protetivas do CDC em benefício do sujeito mais fraco. Ela funciona, inclusive, como efetiva explicação dessas normas e/ou da atuação do legislador, pois, na prática, “é a técnica para aplicá-las bem, é a noção instrumental do fundamento da igualdade e da justiça equitativa”<sup>451</sup>.

Nessa linha, Antônio Herman de Vasconcellos e Benjamim considera a vulnerabilidade como “peça fundamental do direito do consumidor”, vez que se afigura como “ponto de partida de toda sua aplicação”, principalmente, em matéria de contratos. Para o autor, o que caracteriza o consumidor é justamente o seu déficit informacional, não sendo necessário frisar essa condição de inferioridade como espécie nova de vulnerabilidade, vez que já se encontra contemplada pela lei como do tipo técnica<sup>452</sup>.

Sob essa perspectiva, convém ressaltar que a vulnerabilidade se expressa de três maneiras. A primeira é de ordem técnica, presente quando o comprador não possui todos os “conhecimentos específicos sobre o objeto que está adquirindo e, portanto, é mais facilmente enganado quanto às características do bem ou quanto à sua utilidade, o mesmo ocorrendo em matéria de serviços”<sup>453</sup>.

A segunda forma, qualificada como vulnerabilidade de fato, resulta da “desproporção fática de forças, intelectuais e econômicas, que caracteriza a relação de consumo”; e a última, que recebe denominação de vulnerabilidade jurídica, atine à falta de saberes especiais, sejam eles jurídicos, contábeis ou de economia<sup>454</sup>.

Quanto ao consumidor não profissional ou pessoa física – exceto o profissional liberal –, tanto a doutrina quanto a jurisprudência têm considerado presumida essa última espécie de vulnerabilidade<sup>455</sup>. Mais que isso, tem-se sustentado, inclusive, o agravamento de tal condição no caso de crianças, idosos e pessoas doentes ou com necessi-

---

<sup>451</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 198.

<sup>452</sup> BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007, p. 71 e 77.

<sup>453</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 198.

<sup>454</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 198.

<sup>455</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 198.

dades especiais, vez que esses casos traduzem situação de inequívoca hipervulnerabilidade do consumidor<sup>456</sup>.

Por derradeiro, é importante distinguir vulnerabilidade de hipossuficiência. Essa, segundo o art. 6º, inciso VIII do CDC, refere-se à situação de fragilidade que justifica a facilitação da defesa processual do consumidor por meio, inclusive, da inversão do ônus da prova a seu favor<sup>457</sup>. Está relacionada, portanto, à impossibilidade de se provar o dano ou esclarecer a relação de causalidade entre ele e a violação, por parte do fabricante ou fornecedor, de norma que confere proteção à parte hipossuficiente<sup>458</sup>.

Assim, feitos tais esclarecimentos sobre o conceito de consumidor no direito brasileiro, passa-se a analisar a condição específica do investidor em valores mobiliários, com o fim de avaliar, ao final do presente capítulo, se é razoável conferir-lhe a tutela concedida pelo aparato normativo consumerista.

### ***7.1.2.1 A polêmica sobre a caracterização do investidor como consumidor***

No que diz respeito ao investidor do mercado de valores mobiliários, subsiste controvérsia acerca da possibilidade de sua qualificação como consumidor, tal como ilustra Sofia Nascimento Rodrigues:

A resposta à questão de saber se é possível qualificar o investidor em valores mobiliários como um consumidor de bens e serviços financeiros tem variado e divergido ao longo dos tempos e de país para país.

<sup>456</sup> É o que restou consignado no seguinte trecho do acórdão do Superior Tribunal de Justiça: “[...] 18. Ao Estado Social importam não apenas os vulneráveis, mas sobretudo os hipervulneráveis, pois são esses que, exatamente por serem minoritários e amiúde discriminados ou ignorados, mais sofrem com a massificação do consumo e a ‘pasteurização’ das diferenças que caracterizam e enriquecem a sociedade moderna. 19. Ser diferente ou minoria, por doença ou qualquer outra razão, não é ser menos consumidor, nem menos cidadão, tampouco merecer direitos de segunda classe ou proteção apenas retórica do legislador. 20. O fornecedor tem o dever de informar que o produto ou serviço pode causar malefícios a um grupo de pessoas, embora não seja prejudicial à generalidade da população, pois o que o ordenamento pretende resguardar não é somente a vida de muitos, mas também a vida de poucos.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial n. 586.316/MG. Relator: Min. Antônio Herman de Vasconcellos e Benjamin. 17 abril 2007. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>457</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>458</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. Comentários ao Código de Defesa do Consumidor. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 183.

Para uns, a noção de consumidor não se relaciona bem com a posição de adquirente de valores mobiliários porque os fenómenos que ocorrem neste mercado são economicamente qualificáveis como investimento sendo este e a sua precedente poupança termos antitéticos do consumo. Investidor e consumidor designariam duas categorias subjectivas diversas e, mais do que isso, opostas: uma, destinada a representar o acto de consumo, ou seja, a destruição do valor criado; a outra, orientada a traduzir a conservação desse valor, colocando-o a render porque não fora consumido. À primeira vista, pareceria, assim, contraditório equiparar dois conceitos que, em princípio se excluem – investimento e consumo – porque só se poderia investir a parte do rendimento que não fosse consumida<sup>459</sup>.

Da explicação da autora, infere-se que a equiparação do investidor à figura legal do consumidor é tradicionalmente repudiada pelos doutrinadores jurídicos<sup>460</sup>. No Brasil, por exemplo, Nelson Laks Eizirik defende a inaplicabilidade do CDC ao vínculo estabelecido entre os investidores e as instituições que formam o consórcio para distribuição de valores mobiliários.

Para o autor, inexistente relação consumerista nessas situações porque “os adquirentes de valores mobiliários emitidos por companhias abertas não são consumidores, mas investidores do mercado de valores mobiliários”<sup>461</sup>. Observa, ainda, que tal conclusão não é afetada pelo fato do CDC ter declarado expressamente, no § 2º de seu art. 3º, que se sujeitam às suas regras as atividades de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária<sup>462</sup>. E isso porque elas se referem aos serviços oferecidos no *mercado de consumo* e não àqueles prestados para intermediação de operações no *mercado de capitais*.

---

<sup>459</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 30. Gonçalo André Castilho dos Santos também esboça a controvérsia sobre o assunto ao opinar pela equiparação entre investidor e consumidor: “No que diz respeito à relação entre as noções de investidor e de consumidor importa atender a argumentos quer no sentido em que se preconiza a natureza antitética e auto-excludente das duas categorias, quer o entendimento que encara o investidor como um consumidor. Adoptaremos, aliás, desde já a nossa posição, ainda que ilustrando, sinteticamente, aquele que nos parece ser o principal argumento em sentido contrário ao que defendemos. Assim, parece-nos que se na perspectiva económica os conceitos de investidor e consumidor divergem, atendendo a que os fenómenos verificados no mercado, tal como o investimento, excluem o consumo enquanto precisamente opção pela destruição do valor criado, já num entendimento orientado por considerações jurídicas será possível, e aconselhável, configurar a referida subsunção do investidor não qualificado ao consumidor.” (SANTOS, Gonçalo André Castilho dos. *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 43, grifos nossos).

<sup>460</sup> Nesse sentido: BONFILS, Sébastien; *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*. Paris: L.G.D.J., 2005, p. 16; BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. *Droit des marchés financiers*. Paris: Economica, 2001, p. 384 e 385.

<sup>461</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Responsabilidade com ou sem culpa: novo Código Civil e Código do Consumidor não se aplicam à atividade do *underwriter*. *Revista capital aberto*. Ano 3, n. 25, p. 58 a 59, set., 2005, p. 58.

<sup>462</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Nesse diapasão, José Geraldo Brito Filomeno também entende que os investidores do mercado de valores mobiliários não podem ser considerados consumidores em relação aos agentes econômicos que propiciam esse tipo de investimento. Para fundamentar sua posição, alega que “a Lei 7.913, de 7-12-89, previu ações específicas de ressarcimento aos investidores, prevendo ainda a Lei nº 6.024, de 13-3-1974, medidas acautelatórias, quando se tratar de liquidação extrajudicial de instituições de crédito”<sup>463</sup>. Assim, em razão dessa disciplina legislativa diferenciada, o autor infere que não cabe aplicar o regime protetivo do CDC aos investidores do mercado de capitais.

Waldirio Bulgarelli, por sua vez, esclarece que:

[...] as atividades de natureza bancária, financeira e de crédito exercidas no mercado de consumo *não se confundem com as operações típicas das instituições financeiras, pois são de natureza intermediária, estão no mercado de crédito produtivo e são reguladas especificamente, por leis e provimentos próprios, como os decorrentes do Conselho Monetário Nacional e da Lei nº 4.595/64, e relacionadas no vetusto Decreto nº 14.728, de 16-03-1921.* [...] a norma está voltada para um campo estritamente delimitado, que é o das relações de consumo, o que em termos econômicos corresponde ao mercado de consumo, *que se distingue e se contrapõe nitidamente ao mercado produtivo.* [...] a ciência econômica de há muito vem demonstrando a utilização da poupança para fins produtivos, sendo certo e incontestável que a poupança, afinal, é justamente o contrário do consumo<sup>464</sup>.

E, com base nessas constatações, sustenta que:

[...] estão fora da abrangência das disposições do Código as operações das instituições financeiras (com conceito expresso na Lei nº 4.595/64, art. 17) pela sua especialidade não alcançada pelas relações de consumo, tanto mais que nas inclusões expressas introduzidas pelo Código como já se viu, não foram mencionadas. Ou para usar um jargão comum da área interpretativa alusiva ao legislador Onipotente, “se quisesse poderia tê-lo feito”, e não o fez, porque o Legislador é

<sup>463</sup> FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de direitos do consumidor*. 11 ed., São Paulo: Atlas, 2012, p. 58. Nessa ordem de ideias, Eronides Aparecido Rodrigues dos Santos, Promotor de Justiça de Falências na Comarca de São Paulo, suscitou conflito de atribuições em face da Promotoria do Consumidor da capital, alegando que o litígio entre investidores adquirentes de ações referentes a linhas telefônicas e a Boa Vista S/A corretora de câmbio e valores mobiliários não revestia natureza consumerista nem falimentar. Esse entendimento foi acolhido pelo Procurador Geral de Justiça José Geraldo Brito Filomeno, que determinou a remessa do feito para a Promotoria Cível. (SÃO PAULO. Ministério Público. Conflito de atribuições (Protocolo n. 61212/00). Procurador de Justiça: José Geraldo Brito Filomeno. 26 set. 2000. Disponível em: <[http://www.mp.sp.gov.br/portal/page/portal/cao\\_consumidor/conflitos\\_atribuicao/ca\\_rao\\_zao\\_materia/rela%C3%A7%C3%A3o%20entre%20investidores%20e%20corretoras.htm](http://www.mp.sp.gov.br/portal/page/portal/cao_consumidor/conflitos_atribuicao/ca_rao_zao_materia/rela%C3%A7%C3%A3o%20entre%20investidores%20e%20corretoras.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>464</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Questões contratuais no código de defesa do consumidor*. São Paulo: Atlas, 1999, p. 31, grifos nossos.

também e principalmente racional, e assim reconheceu a manifesta incompatibilidade dessas operações com as relações de consumo que disciplinou<sup>465</sup>.

José de Oliveira Ascensão, professor catedrático da Faculdade de Direito de Lisboa, enfrentou a questão ora apresentada no artigo intitulado “A Protecção do Investidor”. Para isso, analisou a sistemática legal da ação popular no direito português, enfocando sua eficácia na tutela de direitos pertencentes a coletividades indeterminadas de pessoas.

Com isso, verificou que, de modo diferente da Lei de Defesa do Consumidor, o Código de Valores Mobiliários de Portugal prevê apenas a protecção de interesses individuais homogêneos e coletivos dos investidores, sem estendê-la àqueles de natureza difusa. E considerou isso um sinal de que o legislador, tendo consciência da diferença entre os dois planos de protecção jurídica, afastou intencionalmente os interesses difusos das regras voltadas à defesa dos investidores. Eis, então, o indicativo de que esses não podem ser considerados consumidores e, por isso, não fazem jus à protecção coletiva conferida de forma difusa (indeterminada) pela legislação consumerista<sup>466</sup>.

O mestre lusitano argumenta, ademais, que a equiparação dos investidores não qualificados a consumidores ordenada pelo n. 2º do art. 321º daquele código (hoje, n. 3º do art. 321º) é de carácter excepcional<sup>467</sup>. Tanto assim que esse dispositivo legal a determina apenas para efeito de aplicação do regime sobre cláusulas contratuais gerais aos contratos de intermediação financeira. Portanto, isso significa que tal diploma legal, *a contrario sensu*, não considera os investidores não qualificados como espécie do gênero

<sup>465</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Questões contratuais no código de defesa do consumidor*. São Paulo: Atlas, 1999, p. 33 e 34, grifos nossos.

<sup>466</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 39.

<sup>467</sup> Atualmente, essa regra está localizada no n. 3 do art. 321 e dispõe que “aos contratos de intermediação financeira é aplicável o regime das cláusulas contratuais gerais, sendo para esse efeito os investidores não qualificados equiparados a consumidores.” Nessa mesma linha: “Art. 312º - B. Momento da prestação de informação. 1. O intermediário financeiro deve prestar a investidor não qualificado, com antecedência suficiente à vinculação a qualquer contrato de intermediação financeira ou, na pendência de uma relação de clientela, antes da prestação da actividade de intermediação financeira proposta ou solicitada, a seguinte informação: a) O conteúdo do contrato; b) A informação requerida nos artigos 312.º-C a 312.º-G relacionada com o contrato ou com a actividade de intermediação financeira. 2 - O intermediário financeiro pode prestar a informação requerida no número anterior imediatamente após o início da prestação do serviço, se: [...] b) Prestar a informação prevista no artigo 15.º do Decreto-Lei n.º 95/2006, de 29 de Maio, como se o investidor fosse um ‘consumidor’ e o intermediário financeiro um «prestador de serviços financeiros» na acepção deste diploma.” (PORTUGAL. Decreto-Lei 357-A, de 31 de Outubro de 2007. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm\\_titulovi.aspx](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm_titulovi.aspx)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).



consumidor, mas “só por equiparação se lhes aplica um trecho da disciplina dos consumidores”<sup>468</sup>.

O autor encerra seu raciocínio atendo-se ao regime estabelecido para o consumidor, cujo acento é muito mais protecionista do que se justificaria para a disciplina jurídica do investidor. E atribui a razão dessa “tutela acrescida” à necessidade de salvaguarda dos interesses difusos implicados nas relações consumeristas, os quais “levam à outorga de um nível muito elevado de protecção, que vai além da concedida aos interesses individuais ou categoriais dos investidores”<sup>469</sup>.

Conclui, então, que há “uma especialização deste domínio, que acompanha a autonomização progressiva do Direito dos Valores Mobiliários. Este é o objeto de um regime próprio, que ora se sobrepõe ao regime do consumidor, ora se afasta dele.”<sup>470</sup> Portanto, o que se vislumbra é “uma disciplina autônoma, que representa mais que mera adaptação de um regime comum. Vai-se por isso num caminho de autonomização legislativa da matéria da protecção do investidor”<sup>471</sup>.

Apreciada a questão por esse ângulo, percebe-se que não há incompatibilidade entre o Direito Consumerista e o Direito do Mercado Financeiro, mas tão somente a diversificação de tratamento normativo. Eis então, a “verificação prática: o estatuto do investidor é autónomo, em relação ao estatuto do consumidor.”<sup>472</sup> E disso se infere que

A disciplina do consumidor não se aplica directamente ao investidor (não institucional, que é o que está em causa). Este tem um estatuto próprio, que prescinde da aplicação daquele regime.

Isso não impede que também em matéria de protecção do investidor se possa recorrer à disciplina do consumidor; mas então, não directamente, mas por analogia. Caso por caso haverá que verificar se a situação se insere na mesma razão de decidir.

E o critério fundamental da aplicação está dado. O direito do consumidor manifesta mais profundamente interesses gerais, porque se dirige também à tutela de interesses difusos. Não serão assim aplicáveis

<sup>468</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 39.

<sup>469</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 39.

<sup>470</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 39.

<sup>471</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 39.

<sup>472</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 40.

aquelas regras protectivas cuja justificação ultrapasse a defesa de interesses individuais homogéneos ou de interesses categoriais<sup>473</sup>.

Interessante notar que o mesmo dispositivo do Código de Valores Mobiliários mencionado acima (n. 3º do art. 321º) embasa a interpretação diametralmente oposta de Gonçalo André Castilho dos Santos. Para esse autor, a equiparação entre investidores não qualificados e consumidores imposta por tal norma não deve ser recebida “*a contrario* no sentido de que em todas as outras vertentes o investidor não pode ser entendido *também* como consumidor”<sup>474</sup>. Isso porque, ao dispor dessa maneira, a lei se limita tão somente a circunscrever o âmbito subjetivo de proteção da regra jurídica em causa. Visa, assim, tutelar os investidores não qualificados e excluir quaisquer outras categorias tão somente no que tange à sua regência pelas normas consumeristas sobre cláusulas contratuais gerais<sup>475</sup>.

O autor fundamenta seu entendimento aduzindo que o n. 1º do art. 2º da lei portuguesa de defesa dos consumidores não exclui formalmente o adquirente de bens ou serviços financeiros da noção de consumidor. Conclui, assim, que “*a ratio* de protecção especial conferida ao consumidor, designadamente como parte débil no *iter* negocial, encontra vocação paralela de aplicação em relação ao investidor não qualificado”<sup>476</sup>.

Além disso, o autor supracitado argumenta que, perante os demais intervenientes do mercado, o investidor se sujeita a um contexto negocial composto por estrutura flagrantemente assimétrica no que tange às condições relevantes de avaliação e de decisão sobre o (des)investimento. Esse desequilíbrio se origina, principalmente: i) da falta de controle sobre as informações veiculadas ao público investidor; ii) do tratamento não equitativo entre as partes do contrato de intermediação financeira; iii) dos obstáculos impostos aos investidores quanto ao ressarcimento dos danos oriundos da violação dos deveres consignados naquele negócio.

Nessa mesma vertente, Sofia Nascimento Rodrigues concebe o princípio da proteção do investidor como uma aplicação setorial do princípio da proteção do consumi-

---

<sup>473</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa et al (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003, p. 40.

<sup>474</sup> SANTOS, Gonçalo André Castilho dos. *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 44.

<sup>475</sup> SANTOS, Gonçalo André Castilho dos. *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 44.

<sup>476</sup> SANTOS, Gonçalo André Castilho dos. *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 44.

dor<sup>477</sup>. E isso devido aos vários motivos pelos quais se dá a integração entre esses dois vetores axiológicos.

O primeiro deles deriva das circunstâncias em meio às quais se torna imprescindível tutelar o investidor num setor econômico *sui generis*, como é o caso do mercado de capitais. Nesse especial cenário, o princípio da proteção dos investidores tem cabimento, principalmente, enquanto expressão da necessidade do Estado proteger quem adquire bens – em concreto, valores mobiliários – em condições assimétricas, designadamente de inferioridade informativa. E, para tanto, deve, compulsoriamente, contratar os serviços de intermediação prestados por entidades financeiras que operam no mercado de capitais<sup>478</sup>.

Em segundo lugar, para a autora, a incompatibilidade entre as noções de investidor e de consumidor não é tão radical quanto parece. É claro que o adquirente de valores mobiliários, sob o ponto de vista econômico, destina seu capital ao investimento e não ao consumo. Mas, o que interessa ao Direito – e, em especial, à legislação consumérista – é proteger quem adquire bens e serviços sem atender necessariamente ao modo pelo qual ou ao fim para o qual esse os adquire ou utiliza<sup>479</sup>. Tanto assim que a lei portuguesa admite como consumidor toda pessoa a quem sejam fornecidos bens, prestados

---

<sup>477</sup> Em sentido contrário, o autor espanhol Fernando Zunzunegui Pastor declara: “Mas as normas de conduta de proteção da clientela financeira não pertencem ao direito dos consumidores. São normas dirigidas a proteger o bom funcionamento do mercado financeiro e, unicamente, de forma indireta, defendem o interesse particular do consumidor. Emerge, assim, a conveniência de perguntarmos pela relação desse tipo de normas de conduta com as normas de proteção dos consumidores, pois há quem considere que têm a natureza de normas setoriais de proteção dos consumidores. Quando é o certo que as normas de conduta não constituem direito especial de consumo de caráter setorial que se deslocam da normativa geral. Nesse sentido, a jurisprudência não admite que as entidades financeiras tenham uma normativa de caráter especial, tutelada pelo supervisor financeiro, que se desloque em relação à geral dos consumidores.” *Pero las normas de conducta de protección de la clientela financiera no pertenecen al derecho de los consumidores. Son normas dirigidas a proteger el buen funcionamiento del mercado financiero y únicamente, de forma indirecta, defienden el interés particular del consumidor. Se plantea así la conveniencia de preguntarnos por la relación de este tipo de normas de conducta con las normas de protección de los consumidores, pues hay quien considera que tienen la naturaleza de normas sectoriales de protección de los consumidores. Cuando es lo cierto que las normas de conducta no constituyen derecho especial del consumo de carácter sectorial que desplace la normativa general. En este sentido, la jurisprudencia no admite que las entidades financieras tengan una normativa específica de carácter especial, tutelada por el supervisor financiero, que desplace a la general de los consumidores.* (PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta et al (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 204, tradução nossa).

<sup>478</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 31.

<sup>479</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 31.

serviços ou transmitidos quaisquer direitos para uso não profissional. Não faz, portanto, acepção quanto ao caráter financeiro dessas atividades.

A autora também atenta para a singularidade dos serviços que compõem o objeto de consumo pelo investidor, a qual suscita o regime de proteção especial do Código dos Valores mobiliários. E afirma que, por essa mesma razão, deve estender-se a esse ramo a proteção diferenciada dedicada aos demais consumidores. Segunda ela, se esses se encontram necessitados de proteção legal, aquele que necessita contratar serviços para poupar e investir em valores mobiliários encontra-se perante dificuldades análogas, estando necessitado de idêntica proteção<sup>480</sup>.

Pois bem, a diversidade de opiniões acerca da aplicação do CDC aos vínculos contratuais estabelecidos no mercado de valores mobiliários também se verifica na jurisprudência brasileira. Ante a ausência de parâmetros consolidados, julgados desprovidos de uma análise mais criteriosa da questão multiplicam-se diariamente<sup>481</sup>. Muitas decisões do Poder Judiciário sequer consideram, por exemplo, a distinção entre relações de natureza bancária e aquelas que visam o investimento em valores mobiliários<sup>482</sup>.

Essa dificuldade de tratamento da matéria pelos tribunais pátrios pode ser verificada, por exemplo, na diversidade de interpretações suscitadas pela Súmula n. 297 do Superior Tribunal de Justiça<sup>483</sup>. A despeito de determinar a aplicação do CDC às insti-

---

<sup>480</sup> RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 32. Na mesma esteira, Felipe Canabarro Teixeira faz a comparação entre a proteção conferida ao investidor pelos direitos brasileiro e português: “No Brasil, assim como em Portugal, as corretoras são a via de contato entre o investidor em valores mobiliários e o mercado de valores mobiliários, sendo a única forma de acesso entre aqueles e este. Ou seja, as corretoras são prestadoras de serviço e, com efeito, estão sujeitas ao Código de Defesa do Consumidor - Lei n.º 8.078 de 11 de setembro de 1990. [...] Destarte, verifica-se que no Brasil os clientes dos intermediários financeiros em valores mobiliários possuem uma forte tutela de seus interesses, por estarem abrigados pelo Código de Defesa do Consumidor.” (TEIXEIRA, Felipe Canabarro. Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e sua responsabilidade civil. *Cadernos do mercado de valores mobiliários*. N. 31, dez., p. 50-87, Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2008, p. 80).

<sup>481</sup> Os precedentes judiciais acima mencionados serão expostos no capítulo 8 da presente tese.

<sup>482</sup> É o que ocorre, por exemplo, com a aquisição de cotas de fundos de investimento, tema que enseja decisões passíveis de serem agrupadas em duas diferentes correntes. A primeira, majoritária, entende pela possibilidade de aplicação do CDC às negociações com cotas de fundos de investimento enquanto a segunda, minoritária, afasta a aplicação da legislação consumerista a essas relações.

<sup>483</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 297. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/sumulas>>. Acesso em: 14 jan. 2014. Essa súmula originou-se da Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 2.591, cujo desfecho pode ser sintetizado pela seguinte ementa: “Código de Defesa do Consumidor. Art. 5º, XXXII, da CB/88. Art. 170, V, da CB/88. Instituições financeiras. *Sujeição delas ao Código de Defesa do Consumidor*, excluídas de sua abrangência a definição do custo das operações ativas e a remuneração das operações passivas praticadas na exploração da intermediação de dinheiro na economia [art. 3º, § 2º, do CDC]. Moeda e taxa de juros. Dever-poder do Banco Central do Brasil. Sujeição ao Código Civil.” (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 2591.

tuições financeiras, seu verbete não separa aquelas que atuam no mercado bancário daquelas que operam no mercado de capitais.

Entretanto, o mesmo não ocorreu com a Súmula 479 daquela mesma corte. Essa determina a responsabilidade objetiva das instituições financeiras apenas em virtude de “danos gerados por fortuito interno relativo a fraudes e delitos praticados por terceiros no âmbito de *operações bancárias*”<sup>484</sup>. Todavia, seu teor também não elimina a dúvida sobre a qualificação do investidor como consumidor.

Portanto, embora pacificado o entendimento de que o CDC se aplica às relações com instituições financeiras, ainda não foram esclarecidos(as), até agora: a) quais tipos de serviços financeiros são capazes de tipificar uma relação como de consumo; b) quais espécies de instituições financeiras devem se submeter à disciplina consumerista.

Pois bem, como a presente tese visa analisar a responsabilidade da sociedade corretora no contrato de comissão bursátil – e, para isso, é necessário esclarecer se sua relação com o investidor individual se submete às normas do CDC – ao final deste capítulo, será delineada alternativa hermenêutica capaz resolver essa questão. Todavia, antes disso, é imprescindível elucidar alguns aspectos relacionados à prestação de serviços como objeto da relação de consumo e aos defeitos que podem ensejar a responsabilidade civil daquelas intermediárias financeiras do mercado de bolsa.

### **7.1.3 O serviço como objeto da relação de consumo**

O objeto da relação de consumo pode consistir em produto ou serviço. Contudo, com relação o tema-problema debatido neste trabalho, somente interessa a descrição do último, vez que, conforme demonstrado no capítulo anterior, o contrato de comissão bursátil tem como elemento objetivo a prestação dos serviços necessários às operações financeiras com valores mobiliários.

---

Relator: Min. Carlos Velloso. 06 jun. 2006. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266855>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>484</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 479. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/sumulas>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Segundo o art. 3º, § 2º do CDC “serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista”<sup>485</sup>.

A redação genérica e o extenso rol exemplificativo constantes desse preceito legal induzem à conclusão de que o único elemento caracterizador do *serviço* é a remuneração (direta ou indireta)<sup>486</sup>. Assim, não é necessária profissionalidade por parte de quem o presta, tal como as atividades citadas no *caput* do art. 3º do CDC fazem presumir para o fornecimento de *produtos* no mercado de consumo<sup>487</sup>.

Dessa maneira, a prestação de serviços é a finalidade da relação de consumo e a obrigação que compete ao fornecedor em retribuição à remuneração paga pelo consumidor. Abrange, assim, tanto a prestação de serviços em sentido estrito definida pelos arts. 593 e ss. do CC/02 como qualquer outra atividade fornecida no mercado de consumo (bancários, financeiros, securitários etc).

Diante disso, verifica-se que não há razão de ordem normativa para excluir a prestação de serviços ofertada pelas sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários da incidência das normas consumeristas, principalmente, porque tais intermediárias financeiras operam, perante o investidor não qualificado, em regime de oligopólio legal no mercado bursátil. Logo, a prestação de seus serviços atinge todo e qualquer tipo de mercado.

Por outro lado, é importante sublinhar que os valores mobiliários não podem ser considerados como produtos fornecidos pelas sociedades corretoras, motivo pelo qual nada tem a ver com o objeto da relação jurídica estabelecida entre esse tipo de instituição financeira e o investidor.

---

<sup>485</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>486</sup> “A expressão ‘remuneração’ é sábia, pois permite incluir todos aqueles contratos em que for possível identificar, no sinalagma escondido (contraprestação escondida, como no caso das contas de depósito de poupança, que são tão rendosas que podem ser gratuitas para o consumidor e altamente remuneradas para os bancos), uma remuneração indireta do serviço de consumo!” (BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007, p. 81).

<sup>487</sup> “Quanto ao fornecimento de produtos, o critério caracterizador é desenvolver *atividades* tipicamente *profissionais*, como a comercialização, a produção, a importação, indicando também a necessidade de certa habitualidade, como a transformação, a distribuição de produtos. Essas características vão excluir da aplicação das normas do CDC todos os contratos firmados entre dois consumidores, não-profissionais, que são relações puramente civis às quais se aplica o CC/2002. A exclusão parece-me correta, pois o CDC, ao criar direitos para os consumidores, cria deveres, e amplos, para os fornecedores.” (BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007, p. 79).

Entretanto, tais pontos serão melhores esclarecidos e aprofundados ao final do presente capítulo. Por ora, cabe atentar para a distinção entre dois diferentes tipos de danos que podem ser experimentados por quem investe em valores mobiliários: i) aqueles provocados por *defeito na prestação dos serviços* de intermediação financeira e; b) aqueles ocasionados pelo *risco próprio dos investimentos* no mercado de capitais.

#### 7.1.4 Danos decorrentes de defeito do serviço ou do mero risco do investimento

Na lição de José Geraldo de Brito Filomeno, os defeitos constituem sempre “anomalias constatadas em serviços que não apenas os tornem inadequados para os fins a que se destinam, como também causem danos aos seus consumidores, ou então representem risco à vida, saúde ou segurança dos efetivos ou potenciais consumidores.”<sup>488</sup>

Constata-se, assim, que a falta de segurança que caracteriza o fornecimento defeituoso do serviço envolve impropriedade ou falha geradora de efetivos prejuízos ao consumidor. Nesse ponto, é importante destacar a diferença entre defeito e vício. No primeiro, a falha na prestação dos serviços somente é detectada após ocasionar danos ao consumidor enquanto que, no segundo, o problema é identificado antes que sobrevenha qualquer evento danoso.

Tanto os vícios como os defeitos acarretam a responsabilidade do fornecedor, mas o CDC estabelece diferentes caminhos para a reparação dos prejuízos ocasionados ao consumidor em cada um desses casos:

Art. 20. O fornecedor de serviços responde pelos *vícios* de qualidade que os tornem impróprios ao consumo ou lhes diminuam o valor, assim como por aqueles decorrentes da disparidade com as indicações constantes da oferta ou mensagem publicitária, podendo o consumidor exigir, alternativamente e à sua escolha:

- I - a reexecução dos serviços, sem custo adicional e quando cabível;
- II - a restituição imediata da quantia paga, monetariamente atualizada, sem prejuízo de eventuais perdas e danos;
- III - o abatimento proporcional do preço.

§ 1º A reexecução dos serviços poderá ser confiada a terceiros devidamente capacitados, por conta e risco do fornecedor.

<sup>488</sup> FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de Direitos do Consumidor*. 11. ed., São Paulo: Atlas, 2012, p. 174.

§ 2º São impróprios os serviços que se mostrem inadequados para os fins que razoavelmente deles se esperam, bem como aqueles que não atendam as normas regulamentares de prestabilidade.

[...]

Art. 14. O fornecedor de serviços responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos.

§ 1º O serviço é defeituoso quando não fornece a segurança que o consumidor dele pode esperar, levando-se em consideração as circunstâncias relevantes, entre as quais:

I - o modo de seu fornecimento;

II - o resultado e os riscos que razoavelmente dele se esperam;

III - a época em que foi fornecido.

§ 2º O serviço não é considerado defeituoso pela adoção de novas técnicas.

§ 3º O fornecedor de serviços só não será responsabilizado quando provar:

I - que, tendo prestado o serviço, o defeito inexiste;

II - a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro.

§ 4º A responsabilidade pessoal dos profissionais liberais será apurada mediante a verificação de culpa<sup>489</sup>.

Porém, como a problemática desta tese gira em torno da responsabilidade das sociedades corretoras por *danos* efetivamente causados ao investidor individual, cabe atentar somente para os defeitos dos serviços financeiros.

Nessa perspectiva, convém frisar que, em se tratando de negociações com valores mobiliários, os *prejuízos experimentados pelo investidor em razão de defeito na prestação dos serviços de intermediação* (ex. infiel execução de ordem, falha no fornecimento de informações, etc.) se distinguem *daqueles decorrentes de riscos inerentes aos investimentos dessa natureza* (ex. variação das cotações das ações na bolsa de valores).

Nessa última hipótese, não se verificará a responsabilidade civil da sociedade corretora, contanto que sua atuação tenha ocorrido conforme a lei e com a devida transparência informacional exigida para execução de seu ofício, condições indispensáveis para se garantir a eficiência das operações do mercado de capitais<sup>490</sup>.

Nesse sentido, embora se refira a investimento em fundos derivativos, cabe citar, como parâmetro de analogia para os negócios com ações, a seguinte decisão do STJ:

<sup>489</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>490</sup> MARINS, James. *Responsabilidade da empresa pelo fato do produto: os acidentes do consumo no Código de Proteção e Defesa do Consumidor*. São Paulo: RT, 1993, p. 84, grifos nossos.



RECURSO ESPECIAL - OFENSA AO ART. 535 DO CPC - INEXISTÊNCIA - INVESTIMENTO EM FUNDOS DERIVATIVOS - RISCO DA APLICAÇÃO - CONHECIMENTO DO CONSUMIDOR-PADRÃO - VIOLAÇÃO DO DIREITO DE INFORMAÇÃO - INEXISTÊNCIA - RECURSO IMPROVIDO.

1. Não há que se falar em omissão no acórdão prolatado pelo Tribunal de origem, quando apreciadas todas as questões que lhe foram devolvidas pela apelação. 2. *O fornecedor de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão.* 3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio<sup>491</sup>.

Sob esse mesmo enfoque, Bruno Miragem ensina que o defeito informacional revela-se como ameaça à segurança do consumidor, pois apenas a prestação da informação adequada é capaz de preservar sua autonomia contratual. Desse modo, infere-se que a sociedade corretora só deve ser responsabilizada por danos relacionados à frustração das expectativas de retorno do investimento, quando extrapolar sua função de informar o cliente, assegurando-lhe resultados determinados.

Uma vez abordados todos os elementos da relação de consumo, cabe averiguar se o contrato de comissão bursátil firmado entre sociedade corretora e investidor individual se enquadra nesse tipo de vínculo jurídico. É esse o objetivo do último tópico do presente capítulo.

## 7.2 Proposta hermenêutica para a proteção do investidor individual

Diante da controvérsia formada pela diversidade de orientações esposadas anteriormente, cabe analisar se o investidor individual pode ser enquadrado na figura jurídica do consumidor. Para isso, é necessário examinar se os elementos da relação de consumo constantes do CDC – fornecedor, consumidor e serviço – estão presentes no vínculo jurídico formalizado pelo contrato de comissão bursátil.

<sup>491</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 1.003.893-RJ. Relator: Min. Massami Uyeda Araújo. 10 ago. 2010. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=991809&sReg=200702591700&sData=20100908&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=991809&sReg=200702591700&sData=20100908&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

Em primeiro lugar, cabe destacar que, do teor da legislação consumerista brasileira, depreende-se a inexistência de óbice para inclusão do investidor individual no conceito de consumidor, sendo possível estabelecer a correspondência entre:

- i. o negócio jurídico constituído para prestação dos serviços de intermediação, os quais devem, obrigatoriamente, ser contratados para o investimento em ativos financeiros e;
- ii. a relação de consumo como fundamento legal para a aplicação das regras especiais constantes do CDC.

Conforme ressaltado no tópico anterior, quando o investidor individual contrata sociedade corretora de valores mobiliários para efetivar operações bursáteis, ele não busca adquirir os valores mobiliários dessa instituição financeira. O objeto do respectivo contrato não consiste na comercialização de valores mobiliários, mas na *prestação dos serviços de intermediação*.

Daí porque não deve prosperar o argumento de que o conceito de investidor não se coaduna com o de consumidor pelo fato do primeiro não ser o destinatário final dos bens adquiridos no mercado financeiro. O que deve ser investigado é se a prestação dos serviços de intermediação financeira se compatibiliza com a ideia de relação de consumo que permeia todo o CDC.

Nessa perspectiva, verifica-se que os *investidores são, inexoravelmente, destinatários finais dos serviços de intermediação financeira*, tal como enfatiza Fernando Zuzunegui Pastor:

O poupador como investidor é protegido por meio da informação. Deve estar suficientemente informado dos ativos nos quais investe. Tem direito a conhecer seus direitos e obrigações, a solvência do emissor e as características do instrumento oferecido; mas o investidor também deve ser consciente do risco que assume e de que a vantagem buscada não está garantida. Como investidor assume um risco de mercado. É um especulador que pretende revender a prazo com uma vantagem. Os ativos financeiros não são bens de consumo. Mas para acessar estes ativos, o investidor se converte forçosamente em cliente do intermediário que lhe facilita o acesso ao mercado. *Há aqui um aparente paradoxo, entre o investimento em ativos financeiros, que não constitui ato de consumo, e o negócio de investimento, que tem lugar forçosamente através de intermediários financeiros, o qual converte o investidor em cliente do intermediário e usuário de um serviço de investimento. Não sendo o investimento um ato de consumo, a reserva legal da atuação no mercado a favor dos prestadores*

*de serviços de investimento converte o investidor em usuário necessário de um serviço*<sup>492</sup>.

E, com base nessas constatações, o autor conclui que:

O usuário dos serviços financeiros goza da proteção reforçada do direito dos consumidores. Os usuários de serviços financeiros são aqueles clientes destinatários finais do serviço. *São consumidores de serviços financeiros que dão ou recebem crédito ou valores das entidades financeiras para satisfazer necessidades pessoais à margem de sua atividade empresarial ou profissional*<sup>493</sup>.

No que concerne ao investidor individual, *além de destinatário final dos serviços prestados pelas sociedades corretoras, ele também é parte vulnerável da relação negocial*, seja no sentido técnico, jurídico ou econômico. Isso porque, o que caracteriza

---

<sup>492</sup> *El ahorrador, como inversor es protegido a través de la información. Debe estar suficientemente informado de los activos en los que invierte. Tiene derecho a conocer sus derechos y obligaciones, la solvencia del emisor y las características del instrumento ofrecido; pero el inversor también debe ser consciente del riesgo que asume y de que su ganancia no está garantizada. Como inversor asume un riesgo de mercado. Es un especulador que pretende revender a plazo con una ganancia. Los activos financieros no son bienes de consumo. Pero para acceder a los activos financieros, el inversor se convierte forzosamente en cliente del intermediario que le facilita el acceso al mercado. Hay aquí una aparente paradoja, entre la inversión en activos financieros, que no constituye acto de consumo, y el negocio de inversión, que tiene lugar forzosamente a través de intermediarios financieros, lo cual convierte al inversor en cliente del intermediario y usuario de un servicio de inversión. No siendo la inversión un acto de consumo, la reserva legal de la actuación en el mercado a favor de los prestadores de servicios de inversión convierte al inversor en usuario forzoso de un servicio.* (PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 194, tradução nossa, grifos nossos). No Brasil, o negócio de investimento mencionado pelo autor corresponde ao contrato de comissão bursátil.

<sup>493</sup> *El usuario de los servicios financieros goza de la protección reforzada del derecho de los consumidores. Los usuarios de servicios financieros son aquellos clientes destinatarios finales del servicio. Son consumidores de servicios financieros que dan o reciben crédito o valores de las entidades financieras para satisfacer necesidades personales al margen de su actividad empresarial o profesional.* (PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 204, tradução nossa, grifos nossos). Da mesma maneira, Hervé Causse considera que a oposição entre consumo e poupança não pode dar lugar a uma desproteção do investidor, uma vez que o poupador trata com profissionais e o ato de poupar se completa com contrato de prestação de serviços que merecem entrar na categoria de contratos de consumo. Por isso, em sua opinião, a exclusão da poupança/investimento do direito de consumo responde melhor “à vontade dos banqueiros de ficar longe dos movimentos e reivindicações consumeristas.” [...] *la volonté des banquiers de tenir loin d’eux les mouvements et revendications consommateurs*. (CAUSSE, Hervé. De la notion de consommateur. *Après le Code de la consommation: grands problèmes choisis*. Actes de colloque, Direction J. Calais-Auloy et Hervé Causse, Paris: Librairie de la Cour de Cassation, 1995, p. 24 *apud* PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 195, tradução nossa).

essa espécie de investidor é a sua não profissionalidade, a qual, na maioria dos casos, encontra-se associada à sua situação de inferioridade econômica e jurídica<sup>494</sup>.

Verifica-se, dessa forma, a possibilidade de considerar como relação de consumo o vínculo estabelecido entre o investidor individual e a sociedade corretora escolhida como intermediária de suas negociações<sup>495</sup>. E isso, principalmente, em virtude da ausência de isonomia na relação estabelecida entre os dois sujeitos, a qual decorre da vulnerabilidade daquele perante esta, circunstância que compromete o exercício da autonomia contratual pela parte mais fraca.

Nessa ordem de ideias, guardando o devido cuidado para afastar o referido desequilíbrio contratual, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo utilizou as normas do CDC para responsabilizar objetivamente sociedade corretora que realizou operações sem a emissão de qualquer tipo de ordem por parte do investidor.

Dentre as atividades definidas pelo art. 2º, da mencionada Resolução, a sociedade corretora tem por objeto a intermediação de oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado (inciso III), administração de carteiras e custódia de títulos e valores mobiliários (inciso V), exercício de funções de agente fiduciário (inciso VII), etc. Vale ressaltar, ainda, que de acordo com o art. 1º, §1º, III, da Lei Complementar nº 105/2001, as corretoras de câmbio e valores mobiliários são consideradas instituições financeiras.

Assim, repita-se, estão submetidas às regras estabelecidas no Código de Defesa do Consumidor (art. 3º, §2º, CDC e Súmula nº 297, STJ).

O autor, por sua vez, além de ser hipossuficiente na relação de consumo, não pode ser considerado como “investidor qualificado” (“*aquele autorizado a liquidar suas operações diretamente através de um ou mais agentes de compensação plenos, independentemente dos partici-*

---

<sup>494</sup> “Não existe valor mínimo para se investir em ações, sendo que varia de acordo com a ação pretendida, bem como em função da corretora escolhida. O que caracteriza este tipo de investidor é a sua não-profissionalidade, ou seja, sua atuação no mercado, ao optar pela aquisição determinada (*sic*) ação ou escolher certo momento para vendê-las, está agindo apenas com base nas informações que lhe são disponibilizadas, sem um aprofundamento quanto à situação posta.” (SILVA, Plínio Marcos de Sousa. *Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores*. 2008. 165 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito “Laudo de Camargo”, Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008, p. 100).

<sup>495</sup> “Há desde aquele microinvestidor que aplica suas economias pessoais no capital das sociedades (normalmente valendo-se da intermediação das instituições financeiras) até aqueles que, profundos conhecedores do mercado acionário e também da gestão do empreendimento – além de muitos abastados financeiramente – acumulam a maioria do capital social. Inclua-se também neste rol de investidores institucionais – como fundos de pensão e fundos mútuos – e aqueles acionistas interessados nos dividendos ou, como já lembrado, na especulação com compra e venda de seus papéis.” (PIMENTA, Eduardo Goulart. Direito societário e contratos relacionais: a eficiência econômica e o papel do Código Civil no preenchimento das lacunas contratuais das sociedades limitadas. *Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual papers*, Berkeley, CA, n. 043007-1, 30 abril 2007. Disponível em: <<http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/043007-1>>. Acesso em: 14 jan. 2014, p. 16.).

*pantes de negociação pelos quais tenha operado”* definição constante do site da BOVESPA).

Isso porque, seu investimento inicial foi de R\$ 20.000,00, ou seja, muito inferior aos R\$ 300.000,00 estabelecidos como parâmetro no art. 109, IV da Instrução Normativa nº 409, da CVM [...]

Por conseguinte, da cópia da CTPS juntada às fls. 32, observa-se que em seus dois últimos empregos registrados, o autor trabalhava como “encarregado de transporte”, declarando-se na exordial como “desempregado”.

*Não se trata, portanto, de pessoa que possa ser considerada experiente no ramo de mercado mobiliário, ou que tenha conhecimento das regras próprias de mercado e das formas como são realizadas as operações.*

A partir de tais circunstâncias, e avaliada no caso concreto, a conduta adotada pela ré merece juízo de reprovabilidade, eis que, *enquanto fornecedora do serviço, não só tem o dever de informar adequadamente os consumidores, como também assume o risco decorrente de sua atividade, respondendo objetivamente pelos danos causados no âmbito de sua atuação.*

Nesse diapasão, é cabível, por aplicação analógica, o disposto na recente Súmula nº 479, do Superior Tribunal de Justiça (“*as instituições financeiras respondem objetivamente pelos danos gerados por fortuito interno relativo a fraudes e delitos praticados por terceiros no âmbito de operações bancárias*”)<sup>496</sup>.

Além disso, também não se deve ignorar que a sociedade corretora, ao deter direito de exclusividade quanto à intermediação de valores mobiliários em favor dos investidores individuais, *assume a posição jurídica de fornecedora desse tipo de serviço em todo e qualquer mercado composto por eles*, inclusive, o de consumo. Não há como conceber, portanto, que operem apenas no mercado produtivo, principalmente, quando se atenta para o fato de que a especulação não importa em qualquer tipo de fomento às organizações empresariais, tal como se pode vislumbrar nas negociações efetivadas no mercado secundário de valores mobiliários.

Conforme assentado na introdução deste trabalho, entre os principais objetivos da regulação estatal no âmbito do mercado financeiro estão a eficiência do sistema de distribuição de valores mobiliários e a proteção do investidor que usufrui dos serviços de intermediação.

Diante disso, para atender a essas duas diretrizes simultaneamente, propõe-se um diálogo de complementaridade entre as fontes normativas que estruturam o mercado de

---

<sup>496</sup> Observação: a Resolução mencionada no acórdão é a n. 1.655/89 do CMN. (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9001329-79.2010.8.26.0506. Relator: Des. Alexandre Lazzarini. 27 set. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6230656>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

capitais brasileiro – em especial, as Leis 4.728/65 e 6.385/76 – e o Código de Defesa do Consumidor<sup>497</sup>.

Para Cláudia Lima Marques, essa espécie de diálogo é viável quando, na aplicação simultânea de mais de uma lei:

[...] uma lei pode complementar a aplicação da outra, a depender de seu campo de aplicação no caso concreto (*diálogo sistemático de complementaridade e subsidiariedade* em antinomias aparentes ou reais), a indicar a aplicação complementar tanto de suas normas quanto de seus princípios, no que couber, no que for necessário, ou subsidiariamente. Assim, por exemplo, as cláusulas gerais de uma lei podem encontrar uso subsidiário ou complementar em caso regulado pela outra lei<sup>498</sup>.

É o caso da proteção ao investidor individual concedida pela estrutura normativa do SFN, que pode ser complementada pelas normas do CDC<sup>499</sup>. Com isso, torna-se possível resguardar os interesses desse tipo de investidor, que se encontra em posição de inequívoca inferioridade frente às sociedades corretoras<sup>500</sup>.

<sup>497</sup> O diálogo de complementaridade é um dos desdobramentos da *Teoria do Diálogo das Fontes*. O uso dessa expressão “é uma tentativa de expressar a necessidade de uma aplicação coerente das leis de direito privado, co-existent no sistema. É a denominada ‘coerência derivada ou restaurada’ (*cohérence dérivée ou restaurée*), que, em um momento posterior à descodificação, à tópica e à microrrecodificação, procura uma eficiência não hierárquica, mas funcional do sistema plural e complexo de nosso direito contemporâneo, a evitar a ‘antinomia’, a ‘incompatibilidade’ ou a ‘não-coerência’. ‘Diálogo’ porque há influências recíprocas, ‘diálogo’ porque há aplicação conjunta das duas normas ao mesmo tempo e ao mesmo caso, seja complementarmente, seja subsidiariamente, seja permitindo a opção pela fonte prevalente ou mesmo permitindo uma opção por uma das leis em conflito abstrato – solução flexível e aberta, de interpenetração, ou mesmo a solução mais favorável ao mais fraco da relação (tratamento diferente dos diferentes).” (MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 32 e 33, grifos nossos).

<sup>498</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010, p. 34.

<sup>499</sup> Sobre a necessidade de tutela da informação tanto para investidores individuais quanto para investidores institucionais, Eduardo Paz Ferreira opina: “Ficou já assinalado que a exigência de informação é, antes do mais, uma exigência de proteção do mercado, mas ela corresponde também a uma exigência de equidade e de proteção dos investidores não institucionais na senda da proteção acordada legislativamente aos consumidores. [...] As exigências de informação são assim uma forma de tutela dos investidores mais fracos e que dispõem de menos capacidade de obter o conhecimento necessário, mas pode considerar-se uma forma de proteção que se alarga também aos investidores institucionais.” (FERREIRA, Eduardo Paz. *Informação e mercado de valores mobiliários*. *Revista da banca*. Lisboa: Associação Portuguesa de Bancos. n. 50, jul.-dez., 2000, p. 17).

<sup>500</sup> Seguindo essa mesma linha de raciocínio, em Portugal, Sofia Nascimento Rodrigues, assinala que: “Da concepção do investidor como consumidor resulta a aplicação, a favor dos investidores, de um acervo significativo de regras jurídicas das quais aqui apenas destacamos as fundamentais. Parece-nos clara a aplicação, a favor dos investidores, de preceitos constitucionais, tais como o art. 60.º, segundo o qual os consumidores têm direito à qualidade dos bens e dos serviços consumidos, à formação e à informação, à proteção dos seus interesses econômicos, bem como à reparação de danos. Importa ainda mencionar o art. 81.º do mesmo diploma fundamental de que resulta, como incumbência prioritária do Estado no âmbito

Na Espanha, Fernando Zunzunegui Pastor propõe solução semelhante. Segundo o autor, as normas de proteção da clientela financeira não pertencem ao direito do consumidor, pois se dirigem à proteção do funcionamento do mercado financeiro. Por conseguinte, destinam-se a resguardar, somente de modo indireto, o interesse privado do investidor<sup>501</sup>. Entretanto, há que se ponderar que

[...] ainda que as normas de proteção do investidor recolhidas na legislação financeira não sejam normas de proteção do consumidor, cumprem indiretamente uma função protetora do usuário de serviços de investimento. Haverá, portanto, que relacionar as normas de conduta do mercado de valores com o regime geral de proteção dos consumidores e usuários. São âmbitos distintos, um de regulação do mercado de valores e outro de proteção dos consumidores. Podem manter-se separados, oferecendo ao investidor a proteção das normas de conduta em suas relações com os intermediários no mercado de valores, e por outro lado, enquanto usuário de serviços de investimento, a tutela da legislação protetora dos consumidores.

*Em certas ocasiões se coordenam, condicionando-se a aplicação das normas protetoras do consumidor às hipóteses em que não exista um grau de proteção equivalente na normativa setorial financeira. Essa é a solução dada no Direito espanhol na relação com o usuário de crédito ao consumo.*<sup>502</sup>

---

to económico e social, garantir a defesa dos interesses e os direitos dos consumidores. O próprio Código considerou aplicável aos investidores o regime sobre cláusulas contratuais gerais desde que se trate de investidores não institucionais. Expressamente estipula que, para esse efeito, tais investidores são equiparados a consumidores (vide art. 321.º).” (RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, p. 32).

<sup>501</sup> PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 204.

<sup>502</sup> *Y aunque las normas de protección del inversor recogidas en la legislación financiera no son normas de protección del consumidor, cumplen indirectamente una función protectora del usuario de servicios de inversión. Habrá, por lo tanto, que poner en relación las normas de conducta del mercado de valores con el régimen general de protección de los consumidores y usuarios. Son ámbitos distintos, uno de regulación del mercado de valores y otro de protección de los consumidores. Pueden mantenerse separados, ofreciendo al inversor la protección de las normas de conducta en sus relaciones con los intermediarios en el mercado de valores, y por otro lado, en cuanto usuario de servicios de inversión, la protección de la legislación protectora de los consumidores. En ocasiones se coordinan condicionado la aplicación de las normas protectoras del consumidor a que no exista un grado de protección equivalente en la normativa sectorial financiera.* Observa, ainda, que “essa solução não é satisfatória, pois exige uma análise contínua do grau de proteção que oferece a legislação financeira na relação com a generalidade dos consumidores. Dever-se-ia ir desenvolvendo um direito especial do consumidor financeiro, ou seja, do usuário de serviços financeiros. Mas até que essa especialidade do direito do consumo não se desenvolva, convém manter a dupla proteção do investidor, a recebida de forma indireta por meio das normas de conduta do mercado de valores e a direta, consequência da aplicação das normas que protegem aos consumidores e usuários.” *Pero esta solución no es satisfactoria, pues exige un análisis continuo del grado de protección que ofrece la legislación financiera en relación con la general de los consumidores. Se debería ir desarrollando un derecho especial del consumidor financiero, es decir, del usuario de servicios financieros. Pero hasta que esta especialidad del derecho del consumo no se desarrolle, conviene mantener la doble protección del inversor, la recibida de forma indirecta a través de las normas de conducta del mercado de valores, y la directa, consecuencia de la aplicación de las reglas que protegen a los con-*

O Direito Comunitário Europeu vem se desenvolvendo nesse mesmo rumo. As normas adotadas em cada Estado-Membro sobre a prestação à distância de serviços financeiros a consumidores apresentavam, até o final do século XX, diversas contradições. Além disso, a Diretiva 1997/7, ao regular a proteção dos consumidores em matéria de contratos à distância, não abrangia os serviços financeiros. Diante desse quadro, foi necessário complementar, no início do século XXI, a harmonização implementada por essa última de modo a alcançar os serviços bancários, de crédito, de seguros, de pensão individual, de investimento ou de pagamento.

Sendo assim, a Diretiva 2000/31, ao versar sobre o comércio eletrônico, determinou que as medidas necessárias à implementação da sociedade da informação deverão atender à “defesa dos consumidores, incluindo os investidores”<sup>503</sup>.

Da mesma forma, a Diretiva 2002/65 tratou especificamente da “comercialização à distância de serviços financeiros prestados a consumidores” com o fim de conferir elevado nível de proteção para aqueles que usufruem de serviços para investir no mercado de valores mobiliários. Para tanto, dispôs que “a comercialização à distância de serviços financeiros constitui, tanto para os consumidores como para os prestadores de serviços financeiros, uma das principais manifestações concretas da realização do mercado interno”<sup>504</sup>. Além disso, considerou como consumidor “qualquer pessoa singular que, nos contratos à distância, actue de acordo com objectivos que não se integrem no âmbito da sua actividade comercial ou profissional”<sup>505</sup>.

---

*sumidores y usuarios.* (PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006, p. 204 e 205, tradução nossa, grifos nossos).

<sup>503</sup> UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 31 de 08 de junho de 2000. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2000:178:0001:0001:PT:PDF>>. Acesso em: 14 jan. 2014. Na mesma linha, Sofia Nascimento Rodrigues pondera que: “no Cód. VM existe um princípio geral de proteção dos investidores não institucionais, que é aquele a que neste trabalho nos referiremos, porque o mesmo é válido independentemente de se tratar do investidor *on line* e *off line*. *Esse investidor que carece de proteção (off line e on line) é juridicamente um consumidor (ainda que economicamente não o seja porque quem investe não consome). É um consumidor de produtos e serviços financeiros, noção subsumível ao art. 2.º, n.º 1 da Lei de Defesa do Consumidor. A comprová-lo, temos o art. 321.º do Cód. VM assim como as noções de consumidor das demais fontes com que iremos trabalhar, nomeadamente constantes do 2.º, al. e) e o art. 3.º, n.º 4, al. a), i), 4.º travessão da Directiva do Comércio Electrónico.*” (RODRIGUES, Sofia Nascimento. A proteção dos investidores na sociedade de informação. *Cadernos do mercado de valores mobiliários*. n. 15, dez., 2002. p. 334 e 335, grifos nossos).

<sup>504</sup> UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 65 de 23 de setembro de 2002. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2002:271:0016:0024:pt:pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>505</sup> Sublinhe-se, entretanto, que a Diretiva 2002/65 não estendeu o direito de rescisão – versão europeia do direito de arrependimento regulado no art. 49 do CDC brasileiro – aos “serviços financeiros cujo preço dependa de flutuações do mercado financeiro, fora do controlo do prestador [...] tais como os serviços relacionados com: [...] valores mobiliários.” (UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 65 de 23 de setembro de



Nessa mesma esteira, a Diretiva 2004/39, que trata dos mercados de instrumentos financeiros, equipara os investidores a consumidores para os seguintes fins

Art. 23º.

Mecanismos extrajudiciais para a apresentação de queixas dos investidores

Os Estados Membros devem incentivar a instituição de procedimentos eficientes e efectivos para a apresentação de queixas e recursos, destinados à resolução extrajudicial dos *litígios de consumidores respeitantes à prestação de serviços de investimento e de serviços auxiliares por parte das empresas de investimento*, utilizando para esse fim os organismos já existentes, se tal for conveniente<sup>506</sup>.

Por fim, cabe mencionar que a CVM adota postura claramente favorável à aplicação da legislação consumerista em favor do investidor do mercado de capitais. Tanto assim que sua Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI), em parceria com o Departamento Nacional de Proteção e Defesa do Consumidor, com a Secretaria de Direito Econômico e com o Ministério da Justiça, passou a publicar o *Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor* desde o ano de 2011. Essa publicação de caráter informativo é de periodicidade semestral e já se encontra na sua quinta edição<sup>507</sup>.

Além disso, a CVM também ratificou a necessidade de proteção diferenciada dos investidores individuais ao emitir a IN CVM 539/2013, a qual determina, em seu art. 1º, que “as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente”<sup>508</sup>.

---

2002. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2002:271:0016:0024:pt:pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>506</sup> UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 39 de 14 de janeiro de 2004. Disponível em: <[http://www.europarl.europa.eu/commonpositions/2004/pdf/c5-0015-04-part.2\\_pt.pdf](http://www.europarl.europa.eu/commonpositions/2004/pdf/c5-0015-04-part.2_pt.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>507</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Boletim de proteção do consumidor/investidor*: CVM/Senacon. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaBoletim.html>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>508</sup> “Art. 2º As pessoas referidas no art. 1º devem verificar se: I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente; II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação. § 1º Para cumprimento do disposto no inciso I, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo: I – o período em que o cliente deseja manter o investimento; II – as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos; e III – as finalidades do investimento; § 2º Para cumprimento do disposto no inciso II, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo: I – o valor das receitas regulares declaradas pelo cliente; II – o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente; e III – a necessidade futura de recursos declarada pelo cliente. § 3º Para cumprimento do disposto no inciso III, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar, no mínimo: I – os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade; II – a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas; e III – a formação acadêmica e a experiência profissional do

Pois bem, após demonstrada a natureza consumerista da relação jurídica constituída entre investidor individual e sociedade corretora, convém descrever, por amostragem, algumas manifestações da jurisprudência pátria acerca do assunto. Com isso, será possível analisar se tais precedentes guardam coerência com os fundamentos teóricos apresentados no decorrer deste trabalho.

---

cliente. § 4º O disposto no inciso III do § 3º não se aplica ao cliente pessoa jurídica. § 5º No cumprimento do dever previsto no caput do art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, abstenendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente. Art. 3º Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas. Art. 4º Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2º, as pessoas referidas no art. 1º devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuem, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente. Parágrafo único. Na análise e classificação das categorias de produtos devem ser considerados, no mínimo: I – os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes; II – o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto; III – a existência de garantias; e IV – os prazos de carência. [...] Art. 9º A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica quando o cliente pertencer a uma das seguintes categorias: I – pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – fundos de investimento; V – investidores não residentes; VI – pessoas jurídicas que sejam consideradas investidores qualificados, conforme regulamentação específica; e VII – analistas, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 539 de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst539.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014).

## 8 A RESPONSABILIDADE DA SOCIEDADE CORRETORA PELA VIOLAÇÃO DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL

### 8.1 NOÇÕES PRELIMINARES

O descumprimento de quaisquer dos deveres ou obrigações que integram o contrato de comissão bursátil gera, dentre outros efeitos, a responsabilidade civil do contratante inadimplente. No entanto, como os tribunais pátrios divergem quanto à natureza jurídica da relação entre investidor individual e sociedade corretora, perpetuam-se dissidências quanto à indispensabilidade do elemento culpa como pressuposto para imputação do dever de reparação civil a esse tipo de instituição financeira.

Assim, para bem compreender as diversas manifestações jurisprudenciais sobre o assunto, opta-se por expor, inicialmente, alguns conceitos fundamentais sobre o instituto da responsabilidade civil. Com isso, será possível avaliar se as decisões judiciais pátrias obedecem aos princípios e valores consignados pelas normas que compõem o ordenamento jurídico nacional. Em especial, verificar-se-á se tais precedentes atendem aos postulados da eficiência econômica e da proteção do investidor, os quais estruturam o Direito do Mercado Financeiro no que tange à intermediação de valores mobiliários.

A gênese da palavra responsabilidade fornece a noção geral sobre esse instituto. Sua raiz semântica provém de *respondere*, que remete à ideia de responder a alguma coisa e expressa a necessidade de se imputar a alguém as consequências de seus atos danosos<sup>509</sup>.

Sobre a noção de responsabilidade civil, Caio Mário da Silva Pereira leciona

A responsabilidade civil consiste na efetivação da reparabilidade abstrata do dano em relação a um sujeito passivo da relação jurídica que se forma. Reparação e sujeito passivo compõem o binômio da responsabilidade civil, que então se enuncia como o princípio que subordina

---

<sup>509</sup> Essa técnica de “impor a todos o dever de responder por seus atos, traduz a própria noção de Justiça existente no grupo social estratificado. Revela-se, pois, como algo inarredável da natureza humana. Do que se infere que a responsabilização é meio e modo de exteriorização da própria Justiça e a responsabilidade é a tradução para o sistema jurídico do dever moral de não prejudicar a outro, ou seja, o *neminem laedere*.” (STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001, p. 88 e 89).

a reparação à sua incidência na pessoa do causador do dano. Não importa se o fundamento é a culpa, ou se é independente desta. Em qualquer circunstância, onde houver a subordinação de um sujeito passivo à determinação de um dever de ressarcimento, aí estará a responsabilidade civil<sup>510</sup>.

Portanto, no campo do direito privado, a responsabilidade importa na aplicação de conjunto de “medidas que obriguem uma pessoa a reparar dano moral ou patrimonial causado a terceiros, em razão de ato por ela mesma praticado, por pessoa por quem ela responde, por alguma coisa a ela pertencente ou de simples imposição legal”<sup>511</sup>.

Extraem-se desse conceito os três elementos essenciais à configuração de qualquer tipo de responsabilidade civil: a conduta, o dano e o nexo causal. A conduta alcança tanto a atuação comissiva capaz de gerar prejuízo a outrem quanto a postura omissiva diante de um dever legal de evitar lesões a direitos alheios<sup>512</sup>. O dano será material (ou patrimonial) caso se refira a bens concretos e se sua extensão for mensurável com base em dados objetivos (ex. destruição de propriedade alheia). Por outro lado, será considerado imaterial (ou moral) quando os interesses objeto de lesão forem de natureza intangível (ex. reputação). Por último, o nexo causal diz respeito à relação de causa e efeito que deve existir entre a conduta do responsável e o prejuízo experimentado pela vítima.

Por outro lado, a definição acima também indica que o dever de ressarcimento pode recair sobre o causador do infortúnio ou sobre alguém cuja conduta não o provocou diretamente. Nessa última situação, tem-se a responsabilidade por fato de outrem (complexa ou indireta), a qual se verifica “quando a lei chama uma pessoa a responder pelas conseqüências do ilícito alheio”<sup>513</sup>.

É o caso da responsabilidade dos pais, tutores ou curadores pelas condutas lesivas de seus filhos, tutelados ou curatelados (art. 932, I e II do CC/02). Também é o que ocorre com o patrão ou preponente em relação aos seus empregados ou prepostos, hipó-

<sup>510</sup> O autor também acrescenta que: “a responsabilidade civil oferece um plus adicionado à reparação. Esta pressupõe a existência de um dano. Mas o dano permanece no plano abstrato se o direito positivo não identificar o sujeito a quem é atribuível. O sociólogo pode contentar-se com a configuração filosófica da responsabilidade. O jurista tem o dever de ir mais longe. Sente a necessidade de identificar o autor do dano, e oferecer ao ofendido a satisfação que, além de afirmar a existência da lesão, impõe sanções ao causador dela. E concretiza essas sanções.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 16).

<sup>511</sup> DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. V. 7, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 34.

<sup>512</sup> Anote-se, entretanto que “não é qualquer omissão que engendra a responsabilidade civil. Para que a abstenção se converta em dever de indenizar é preciso que exista a obrigação de agir. Em geral, ocorre na responsabilidade contratual, pois que não é frequente ser esta obrigação de origem legal [...]” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 79 e 80).

<sup>513</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 93.

tese legal que representa especial interesse quanto ao tema-problema deste trabalho (Art. 932, III do CC/02). No que tange às sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, elas são responsáveis pelos atos de seus agentes autônomos de investimentos ou demais prepostos que atuarem em seu nome.

Nesses casos, dispensa-se a prova específica da culpa da instituição financeira preponente, bastando a demonstração do evento danoso, a conduta ilícita do preposto e a relação de preposição. Isso porque a responsabilidade do preponente se baseará na sua culpa *in eligendo*, – quando caracterizada pela má escolha do preposto –, ou *in vigilando* – se decorrer da falta de atenção com o procedimento deste, por cujo ato ilícito aquele deve responder<sup>514</sup>.

Hoje, essa espécie de responsabilidade encontra-se regida pelo art. 932, III do CC/02, o qual se aplica de forma subsidiária, quando a atividade desempenhada pelo preponente não for geradora de risco para outrem, circunstância na qual, ao invés daquele dispositivo, incidirá sobre o fato o parágrafo único do art. 927 daquele diploma<sup>515</sup>.

Tais considerações permitem inferir que a responsabilidade civil nem sempre pressupõe a ilicitude da conduta do agente, de modo que “a ideia de reparação é muito mais ampla que a de ato ilícito: se este cria o dever de ressarcir, há entretanto casos de indenização em que se não cogita da ilicitude da conduta do agente”<sup>516</sup>.

Daí a necessidade de separar o dever de reparação fundado na culpa do agente daquele em que esse elemento é estranho à sua conformação. No entanto, não há como negar que

O fundamento maior da responsabilidade civil está na *culpa*. É fato comprovado que se mostrou esta insuficiente para cobrir toda a gama dos danos ressarcíveis; mas é fato igualmente comprovado que, na sua grande maioria, os atos lesivos são causados pela conduta antijurídica do agente, por negligência ou por imprudência. Aceitando, embora,

<sup>514</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 1, 19. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 420.

<sup>515</sup> TEPEDINO, Gustavo, BODIN DE MORAES, Maria Celina e BARBOZA, Heloísa Helena. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 827. Mesmo antes do CC/02, Caio Mário da Silva Pereira já havia constatado tal tendência ao ressaltar que a responsabilidade indireta estava a percorrer “uma curva de cento e oitenta graus, partindo da concorrência de culpa, caracterizada pela culpa *in eligendo* ou *in vigilando*; passando pela presunção de culpa do preponente; e marchando para a responsabilidade objetiva, que, de *iure condendo* será a meta próxima, com a aplicação da teoria do risco.” Observe-se, porém, que “inexiste a obrigação ressarcitória quando o causador do dano agia fora de suas funções e a vítima sabia disto.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 104 e 105).

<sup>516</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 362.

que a responsabilidade se construiu tradicionalmente sobre o conceito de culpa, o jurista moderno convenceu-se de que esta não satisfaz. *Deixado à vítima o ônus da prova de que o ofensor procedeu antijuridicamente, a deficiência de meios, a desigualdade de fortuna, a própria organização social acabam por deixar larga cópia de danos descobertos e sem indenização. A evolução da responsabilidade civil gravita em torno da necessidade de socorrer a vítima, o que tem levado a doutrina e a jurisprudência a marchar adiante dos códigos, cujos princípios constritores entravam o desenvolvimento e a aplicação da boa justiça.* Foi preciso recorrer a outros meios técnicos e aceitar, vencendo para isto resistências quotidianas, que em muitos casos o dano é reparável sem o fundamento da culpa<sup>517</sup>.

Quando a lei exige a presença do fator culpa para que se impute ao agente o dever de indenizar, ter-se-á a responsabilidade denominada subjetiva. Em contrapartida, a responsabilidade objetiva dispensa análise da culpabilidade para sua incidência. É o que explana César Augusto de Castro Fiúza:

Existem duas teorias que procuram explicar a razão de ser da responsabilidade civil. A primeira é a teoria subjetiva, aplicada como regra, pelos arts. 186/927 do Código Civil. Subjetiva, porque parte do elemento subjetivo, culpabilidade, para fundamentar o dever de reparar. Assim, só seria responsável pela reparação do dano aquele cuja conduta se provasse culpável. Não havendo culpa ou dolo, não há que se falar em indenização. Na ação reparatória, devem restar provados pela vítima a autoria, a culpabilidade, o dano e o nexos causal. A segunda teoria tem como fundamento, não o elemento subjetivo, culpabilidade, mas o elemento objetivo, dano. Daí se denominar teoria objetiva. Para ela, basta haver dano, para que sobrevenha o dever de reparar. *Explica-se esta teoria pelo alto risco de determinadas atividades e pela impossibilidade prática de se provar a culpabilidade, em certas circunstâncias.* É aplicada, excepcionalmente, em virtude de disposição expressa de lei. Se ao caso aplicar-se a teoria objetiva, basta à vítima provar a autoria e o dano, para lograr êxito na ação reparatória. O suposto autor do dano só se exime da indenização, se provar que a culpa foi exclusiva da vítima. Do contrário, mesmo em caso fortuito, ou de força maior, deverá indenizar a vítima<sup>518</sup>.

<sup>517</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 362, grifos nossos.

<sup>518</sup> FIÚZA, César Augusto de Castro. *Direito civil: curso completo*. Belo Horizonte: Del Rey, 2010, p. 747 e 748. Vale anotar que, na atualidade, prolifera-se tendência doutrinária que fundamenta o dever de indenizar na dignidade humana da vítima. Nesse sentido, Giselda Hironaka defende que “há algo de intrínseco, de anterior, de pressuposto, na concepção do dever de reparar o dano causado; algo que está antes na essência do homem, ou mais que isso, está na essência da humanidade, da qual ele faz parte. A este algo – dentro de nós há uma coisa que não tem nome, e essa coisa é o que somos – se dá o nome de dignidade da pessoa humana”. (HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Responsabilidade pressuposta*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 348).

Entre as previsões excepcionais da responsabilidade objetiva no ordenamento jurídico brasileiro, podem ser citadas a responsabilidade decorrente do exercício de atividade geradora de risco (art. 927, parágrafo único, CC/02)<sup>519</sup> e a responsabilidade do Estado na prestação de serviços públicos (art. 37, § 6º, CR)<sup>520</sup>.

No entanto, assume relevância para este trabalho a responsabilidade originária de danos provocados aos consumidores em razão de defeito nos serviços prestados pelo fornecedor. Conforme a previsão especial do art. 14 do CDC, o fornecedor de serviços deve responder, “independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos”<sup>521</sup>.

José de Aguiar Dias considera a culpa como “falta de diligência na observância da norma de conduta”<sup>522</sup>, que consiste no “desprezo, por parte do agente, do esforço necessário para observá-la, com resultado, não objetivado, mas previsível, desde que o agente se detivesse na consideração das conseqüências eventuais da sua atitude”<sup>523</sup>.

Caio Mário da Silva Pereira, por sua vez, define culpa como “erro de conduta, cometido pelo agente que, procedendo contra direito, causa dano a outrem, sem a intenção de prejudicar, e sem a consciência de que seu comportamento poderia causá-lo”<sup>524</sup>.

Em ampla acepção, a culpa abrange tanto o dolo quanto a culpa em sentido estrito<sup>525</sup>. O primeiro corresponde à infringência do dever legal ou contratual, cometida vo-

<sup>519</sup> “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.” [...] “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.” (BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>520</sup> “Art. 37. [...] § 6º - As pessoas jurídicas de direito público e as de direito privado prestadoras de serviços públicos responderão pelos danos que seus agentes, nessa qualidade, causarem a terceiros, assegurado o direito de regresso contra o responsável nos casos de dolo ou culpa.” (BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

<sup>521</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>522</sup> DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 149.

<sup>523</sup> DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 149.

<sup>524</sup> A expressão erro de conduta se refere ao comportamento contra o Direito, pelo qual é violado dever jurídico mediante ato ou fato que não teria sido praticado por pessoa prudente ou que tivesse tomado o devido cuidado para observar as eventualidades danosas que sua ação ou omissão poderia gerar para outrem. (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 75 e 77.)

<sup>525</sup> Para Washington de Barros Monteiro, a responsabilidade subjetiva “pressupõe sempre a existência de culpa (*lato sensu*), abrangendo o dolo (pleno conhecimento do mal e direta intenção de o praticar), e a

luntariamente ou ao menos com a consciência de não cumpri-lo, enquanto a última se assenta na negligência, na imprudência ou na imperícia do causador do dano<sup>526</sup>.

Rui Stoco explica que “na negligência há um desajuste psíquico traduzido no procedimento antijurídico, ou uma omissão de certa atividade que teria evitado o resultado danoso”<sup>527</sup>. Por outro lado, “na imprudência o sujeito procede precipitadamente ou sem prever integralmente as conseqüências da ação”<sup>528</sup>. Em razão disso, conclui que “em qualquer dos casos, encontra-se um defeito de previsibilidade”<sup>529</sup>. Quanto à imperícia, cabe observar que “decorre da falta de habilidade no exercício de atividade técnica, caso em que se exige, de regra, maior cuidado ou cautela do agente”<sup>530</sup>.

Embora a culpa se revista de diversas qualificações, sua essência permanece a mesma em qualquer situação. Ou seja, o conceito de culpa é unitário, pressupondo sempre “uma violação do ordenamento jurídico, caracterizando ontologicamente o comportamento ilícito”<sup>531</sup>. Logo, suas variações são “meras modalidades pelas quais pode caracterizar-se a violação do dever preexistente”<sup>532</sup>.

Nessa ordem de ideias, um dos critérios para classificar a culpa concerne ao grau com que ela se apresenta: será considerada *grave* quando consistir em falta imprópria ao comum dos homens, sendo a modalidade que mais se avizinha do dolo. Por outro lado, será reputada como *leve* se a falta for evitável empregando-se atenção ordinária e, *levís-*

culpa (*stricto sensu*), violação de um dever que o agente podia conhecer e acatar.” MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1991, p. 392. No mesmo sentido, Caio Mário da Silva Pereira obtempera: “Cumpra, todavia, assinalar que se não insere, no contexto de ‘voluntariedade’ o propósito ou a consciência do resultado danoso, ou seja, a deliberação ou a consciência de causar prejuízo. Este é um elemento definidor do dolo. A voluntariedade pressuposta na culpa é a da ação em si mesma. É a consciência do procedimento, que se alia à previsibilidade. Quando o agente procede voluntariamente, e sua conduta voluntária implica ofensa ao direito alheio, advém o que se classifica como procedimento culposos.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 77).

<sup>526</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. V. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 230.

<sup>527</sup> STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001, p. 97.

<sup>528</sup> STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001, p. 97. Em síntese, a imprudência consiste “em enfrentar, prescindivelmente, um perigo; a negligência, em não cumprir um dever, um desempenho da conduta; e a imperícia, na falta de habilidade para certos misteres.” (GARCIA, Basileu. *Instituições de direito penal*. 4. ed., São Paulo: Max. Limonad, 1970, p. 259).

<sup>529</sup> STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001, p. 97.

<sup>530</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 56.

<sup>531</sup> “Não importa se a norma preexistente é a *geral*, contida na lei, ou é a *particular*, consignada no contrato. Legal ou contratual é uma norma de conduta, e sua violação importa em comportamento culposos.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 78).

<sup>532</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 78.



*sima*, caso a falta seja evitável somente adotando-se atenção extraordinária, ou seja, com especial habilidade ou conhecimento singular<sup>533</sup>.

Outro parâmetro gira em torno da forma pela qual a conduta do agente se exterioriza. Assim, será considerada *in committendo* quando decorrer de ato positivo, *in omitendo* quando se expressar mediante abstenção do agente ou, ainda, *in custodiendo* se configurar “falta de cautela ou de atenção, em torno de alguma pessoa, de algum animal, ou de algum objeto, sob os cuidados do agente”<sup>534</sup>.

Fala-se em culpa *in abstracto* quando é possível comparar a conduta lesiva com a do *bonus paterfamilias* do direito romano, julgando-se se ela contrasta com o zelo e a diligência que, com base nesse padrão comportamental, poderiam ser esperadas do agente. Lado outro, ter-se-á a culpa *in concreto*, caso seu reconhecimento dependa do exame das peculiaridades oriundas das circunstâncias de cada ato ou fato do negócio<sup>535</sup>.

Vale frisar que a responsabilidade civil consiste sempre em uma consequência do descumprimento de obrigação imposta por norma legal ou contratual<sup>536</sup>. Ambas consubstanciam fontes de direito, mas a primeira procede da vontade estatal enquanto a segunda emana da declaração individual dirigida à produção de efeitos jurídicos<sup>537</sup>.

Quando alguém viola qualquer desses dois tipos de regras, o ordenamento jurídico lhe atribui nova obrigação, concernente à reparação dos danos provocados por sua conduta antijurídica<sup>538</sup>. Mas a imputação desse dever de reparar obedecerá a procedi-

<sup>533</sup> MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1991, p. 393.

<sup>534</sup> MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1991, p. 394.

<sup>535</sup> Sobre a distinção entre culpa *in concreto* e *in abstracto*, Rui Stoco informa que, “na primeira, o agente falta à diligência que as pessoas são obrigadas a empregar nas próprias coisas (*diligentiam quam suis regus adhibere solet*). Na segunda, o agente falta àquela atenção que um homem atento emprega na administração de seus negócios, fazendo uso da inteligência com que foi dotado pela natureza.” (STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001, p. 95).

<sup>536</sup> “Em seu sentido etimológico, responsabilidade exprime a idéia de obrigação, encargo, contraprestação. Em sentido jurídico, o vocábulo não foge dessa idéia. Designa o dever que alguém tem de reparar o prejuízo decorrente da violação de um outro dever jurídico. Em apertada síntese, responsabilidade civil é um dever jurídico sucessivo que surge para recompor o dano decorrente da violação de um dever jurídico originário.” (CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 24).

<sup>537</sup> “Fonte formal de direito vai, em última análise, repousar em uma declaração de vontade. Pode ser a declaração de vontade do Estado, através de seus órgãos competentes. Pode ser, também, a declaração de vontade individual. No primeiro plano situam-se a lei, o regulamento administrativo, o provimento judicial. No segundo, encontra-se o contrato, ou a declaração unilateral de vontade.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 262).

<sup>538</sup> Sob esse prisma, José de Aguiar Dias pondera: “se o contrato é uma fonte de obrigações, a sua inexecução também o é. Quando ocorre a inexecução, não é a obrigação contratual que movimenta o mundo da responsabilidade. O que se estabelece é uma obrigação nova, que se substitui à obrigação preexistente no todo ou em parte: a obrigação de reparar o prejuízo conseqüente à inexecução da obrigação assumida.

mentos distintos conforme resulte de responsabilidade extracontratual (delitual ou aquiliana) ou de responsabilidade contratual. Isso porque, via de regra, essa última se fundamenta na culpa presumida daquele que transgrediu cláusula elaborada a partir da sua própria vontade<sup>539</sup>.

Além disso, é importante esclarecer que a responsabilidade contratual é sempre consequência secundária da inexecução de dever ou obrigação pactuada num negócio jurídico. Quando qualquer um deles é descumprido, seja de forma absoluta ou relativa, nasce para o credor, em primeiro lugar, a faculdade de obter o cumprimento coativo. Para tanto, faz jus a provimento judicial hábil para que o “devedor seja compelido a execução específica, entregando a *res debita* ou realizando o fato, ou desfazendo o que se devia abster”,<sup>540</sup>. Não sendo isso possível, “resta a outra hipótese, segundo a qual o inadimplemento converte a prestação no *id quod interest*, isto é, torna-se o devedor obrigado pela reparação das perdas e danos”<sup>541</sup>.

Caio Mário da Silva Pereira sustenta que todo tipo de responsabilidade civil subjetiva, seja ela contratual ou extracontratual, tem por fundamento o princípio da unidade da culpa. Ou seja, elas partem da mesma ideia, induzindo para o responsável a mesma consequência. Pondera o autor que, “se na estrutura há uma norma, e a violação desta gera um dano – em nada importa que o preordenamento seja legal ou convencional”<sup>542</sup>. Contudo, ressalta que

---

Essa verdade se afirmará com mais vigor se observarmos que a primeira obrigação (contratual) tem origem na vontade comum das partes, ao passo que a obrigação que a substitui por efeito de inexecução, isto é, a obrigação de reparar o prejuízo, advém, muito ao contrário, contra a vontade do devedor: esse não quis a obrigação nova, estabelecida com a inexecução da obrigação que contratualmente consentira. Em suma: a obrigação nascida do contrato é diferente da que nasce de sua inexecução. Assim sendo, a responsabilidade contratual é também fonte de obrigação como a responsabilidade delitual.” (DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 157).

<sup>539</sup> A culpa presumida surgiu como estágio evolutivo entre a responsabilidade subjetiva e a objetiva. Essa substituiu gradualmente a responsabilidade contratual, como pode ser percebido na imputação do dever de indenizar aos patrões, que dispensa, atualmente, a análise quanto à observância do dever de vigiar pela garantia das condições de segurança no ambiente de trabalho. Daí porque, em sua origem, a culpa presumida englobava duas classificações: *in eligendo* e *in vigilando*. Conforme o magistério de Washington de Barros Monteiro: “culpa *in eligendo* é a oriunda de má escolha do representante, ou do preposto. Caracteriza-a, exemplificativamente, o fato de admitir ou de manter o preponente a seu serviço empregado não legalmente habilitado, ou sem as aptidões requeridas. Culpa *in vigilando* é a que promana da ausência de fiscalização por parte do patrão, quer relativamente aos seus empregados, quer no tocante à própria coisas.” (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1991, p. 392).

<sup>540</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 235.

<sup>541</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 235 e 236.

<sup>542</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 235 e 234.

Não obstante confundirem-se ontologicamente a culpa contratual e a aquiliana, e nos seus efeitos identificarem-se, pois que toda culpa está sujeita a *prova*, a distinção ainda sobrevive em razão do ônus desta. *Enquanto na culpa extracontratual, ao queixoso incumbe demonstrar todos os extremos da responsabilidade, evidenciando a transgressão, o dano e a relação de causalidade, na culpa contratual há uma inversão deste encargo. A razão está em que, quando há contrato existe um dever positivo específico consistente em prestação definida na relação obrigacional, a que o devedor faltou, o que só por si lhe impõe a responsabilidade, a não ser que comprove a razão jurídica de sua falta, porque os demais extremos derivam do próprio inadimplemento, que pressupõe o dano, e induz a relação de causalidade entre este e a transgressão.* Em contraposição a isso, na culpa aquiliana o dado único é o dever negativo, ou obrigação de não prejudicar, e para que se concretize a responsabilidade é necessário que se encontre não uma transgressão temática da norma, porém ainda que a infração percuta na órbita jurídica do queixoso, causando-lhe um dano específico<sup>543</sup>.

Como o contrato traça os parâmetros para as condutas das partes signatárias, incorre automaticamente em culpa aquele que se desvia do pactuado. Portanto, uma vez demonstrado o desvio comportamental do contratante, pressupõe-se a existência tanto do dano quanto do nexa causal<sup>544</sup>. Para afastar sua culpa, ele deverá comprovar que não foi infiel ao pactuado ou que agiu sob o amparo da lei ou, ainda, que incidiu em uma das hipóteses excludentes de responsabilidade<sup>545</sup>. O mesmo não ocorre com a culpa aquiliana

<sup>543</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 234, grifos nossos.

<sup>544</sup> “O infrator da cláusula contratual responde pelos efeitos de sua inadimplência. Em contraposição ao dever de obediência ao avençado, o co-contratante adquire um direito, e o infrator responde pelo dano causado. Na culpa contratual, portanto, a equação geradora da responsabilidade civil acha-se reduzida aos termos mais simples, porque a demonstração do dever violado situa-se na infração ao avençado, sendo os demais extremos a consequência: o dano e a relação de causalidade entre este e o inadimplemento. Difere uma da outra mais no campo da prova: a vítima, na responsabilidade extracontratual, tem de demonstrar a existência de todos os elementos, ao passo que, na contratual, fica estabelecida *ex re ipsa a culpa*, o que significa ser a posição do credor mais vantajosa” (MENDONÇA, Manuel Inácio Carvalho de. *Doutrina e prática das obrigações*. vol. 2, 4. ed., Rio de Janeiro: Revista Forense, 1956, p. 13).

<sup>545</sup> “Quem pedir indenização pela culpa contratual não precisará prová-la, basta constituir o devedor em mora. Demonstrado o inadimplemento contratual, competirá ao devedor provar a inexistência de culpa, ocorrência de caso fortuito, força maior, ou de outra causa excludente de responsabilidade. Se, contudo, pretender indenização pela culpa aquiliana, será necessário prová-la, sem constituir o devedor em mora, uma vez que está em mora de pleno direito o autor de um delito. Portanto, na culpa aquiliana, o ônus da prova caberá à vítima, por inexistir a presunção de culpa como ocorre na relação contratual.” (DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. V. 7, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 44.) No mesmo sentido: SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de direito civil*. v. 5, 2 ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961, p. 210 e 211; AMARAL NETO, Francisco dos Santos. Responsabilidade civil-II. *Enciclopédia saraiva de direito*. v. 65, p. 355; CAHALI, Yussef Sahid. Culpa (direito civil). *Enciclopédia saraiva de direito*. V. 22, p. 26; CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 279 e 344.

na, pois essa exige que o lesado demonstre a existência de uma norma de comportamento e que da sua inobservância se originaram os danos por ele experimentados<sup>546</sup>.

Outro importante fator que separa a responsabilidade aquiliana da contratual reside no vínculo jurídico que antecede, obrigatoriamente, o liame entre partes referente à reparação do ilícito civil. Conforme José de Aguiar Dias, “quando uma pessoa se constitui em responsabilidade contratual, preexiste um laço de direito entre ela e a vítima do prejuízo, isto é, um contrato”<sup>547</sup>. Todavia, esse mesmo quadro não se desenha na responsabilidade extracontratual, pois nessa “inexiste relação de direitos preexistentes ligando o autor do dano e o prejudicado. É o fato danoso que estabelece esse laço”<sup>548</sup>.

Entretanto, urge observar que não é suficiente apenas a existência de uma relação jurídica precedente entre vítima e autor para que seja presumida a culpa desse. Conforme esclarece Sérgio Cavalieri Filho

Na responsabilidade contratual, a culpa, de regra, é presumida; inverte-se, então, o *ônus* da prova, cabendo ao credor demonstrar, apenas, que a obrigação não foi cumprida; o devedor terá que provar que não agiu com culpa, ou, então, que ocorreu alguma causa excludente do próprio nexos causal. *Na realidade, entretanto, essa presunção de culpa não resulta do simples fato de estarmos em sede de responsabilidade contratual. O que é decisivo é o tipo de obrigação assumida no contrato. Se o contratante assumiu a obrigação de alcançar um determinado resultado (obrigação de resultado – v. item 103) e não conseguiu, haverá culpa presumida, ou, em alguns casos, até responsabilidade objetiva; se a obrigação assumida no contrato foi de meio, a responsabilidade, embora contratual, será fundada na culpa provada*<sup>549</sup>.

Sob essa perspectiva, o autor define a *obrigação de resultado* como

[...] aquela em que o devedor assume a obrigação de conseguir um resultado certo e determinado, sem o quê haverá inadimplemento. Dife-

<sup>546</sup> “A culpa, tendo em vista a categoria do dever violado, diz-se *contratual* e *extracontratual*. *Culpa contratual* é aquela decorrente da infração de uma cláusula ou disposição de contrato celebrado entre as partes. *Culpa extracontratual*, também chamada aquiliana, em razão de se achar originariamente definida na romana *Lex Aquilia*, é a transgressão do dever legal positivo de respeitar o bem jurídico alheio, ou do dever geral de não causar dano a outrem, quando a conduta do agente não está regulada por uma convenção.” (PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. V. 3, 10 ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 233.)

<sup>547</sup> DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 156.

<sup>548</sup> DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 156.

<sup>549</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 279, grifos nossos.

re da *obrigação de meio* porque, nesta, o devedor apenas se obriga a colocar sua habilidade, técnica, prudência e diligência no sentido de atingir um resultado, sem, contudo, se vincular a obtê-lo. Enquanto o conteúdo da obrigação de resultado é o resultado em si mesmo, o conteúdo da obrigação de meio é a atividade do devedor. *Na primeira, a culpa contratual é presumida (relativa ou absolutamente), chegando, às vezes, à responsabilidade objetiva, como no caso do transportador, de sorte que, inadimplida a obrigação, não obtido o resultado, o devedor fica obrigado a reparar o dano. Na segunda (obrigação de meio), só haverá inadimplemento, e o conseqüente dever de indenizar, se o credor provar que o resultado colimado não foi atingido porque o obrigado não empregou a diligência a que se encontrava obrigado*<sup>550</sup>.

É importante esclarecer que a presunção quanto à culpa do responsável pelo inadimplemento contratual, tão somente, visa a melhorar a situação da vítima, criando-lhe uma situação privilegiada, ao desencarregá-la do ônus probatório. Trata-se, por isso, de presunção relativa (*juris tantum*), capaz de ser ilidida pelo suposto causador do dano, caso ele demonstre que sua conduta não contribuiu para a ocorrência do ilícito<sup>551</sup>.

Nessa perspectiva, Alvino Lima afirma que, “fixadas por lei as presunções *juris tantum*, o fato lesivo é considerado, em si mesmo, um fato culposo e como tal determinará a responsabilidade do autor [...]”<sup>552</sup>. Logo, somente afastará o dano a comprovação de causa estranha à conduta do agente. Dentre elas, enumeram-se a força maior, o caso fortuito, a culpa da própria vítima e o fato de terceiro.

Dentre as espécies de presunções possíveis quanto à culpa do agente, tem-se a culpa contra a legalidade. Nessa, “a mera infração da norma regulamentar é fator determinante da responsabilidade civil; cria em desfavor do agente uma presunção de ter agido culpavelmente, incumbindo-lhe o difícil ônus da prova em contrário”<sup>553</sup>. Segundo Martinho Garcez Neto, se o dano resultar da violação de obrigação imposta, de forma específica, seja por lei, seja por regulamento, não haverá mais nada a se apreciar em relação à conduta do agente. Logo, uma vez estabelecido o inequívoco “nexo causal, entre o fato danoso e a infração da norma regulamentar, nada mais resta a investigar: a

<sup>550</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 344, grifos nossos.

<sup>551</sup> LIMA, Alvino. *Culpa e risco*. São Paulo: RT, 1964, P. 79.

<sup>552</sup> LIMA, Alvino. *Culpa e risco*. São Paulo: RT, 1964, P. 79.

<sup>553</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004, p. 60.

culpa – que é *in re ipsa* – está caracterizada, sem que se torne necessário demonstrar que houve imprudência ou imperícia”<sup>554</sup>.

Convém mencionar também a culpa *in contrahendo*, que, a despeito de sempre se vincular a um possível contrato, induz responsabilidade extracontratual. Essa espécie de culpa

Configura-se no fato de o agente, ao contratar, proceder de forma que a outra parte fique lesada com o próprio fato de realizar as negociações contratuais, como no caso de um dos contratantes já ter conhecimento do perecimento do objeto e, não obstante, sonegar a informação ao outro. [...] Ao induzir outrem a um ajuste que não poderia ter validade, procede com culpa aquiliana e responde pelos efeitos<sup>555</sup>.

A teoria da culpa *in contrahendo* fundamenta a ideia de responsabilidade pré-contratual, vez que os danos por ela provocados têm sua origem na fase anterior à conclusão do negócio<sup>556</sup>. Durante esse período preparatório, as partes discutem as características essenciais do contrato e trocam informações para formarem um juízo de conveniência e oportunidade quanto à sua celebração.

Nessa fase, vigora plenamente o princípio da liberdade contratual, pois as partes detêm poderes para celebrar ou desistir do contrato ou, ainda, ajustar seu conteúdo de acordo com suas vontades. Contudo, se já tiver acertado com o outro contratante sua intenção de contratar, o desistente deverá indicar motivo para tanto ou oferecer a devida indenização pelos prejuízos advindos da sua desistência.

A relevância da culpa *in contrahendo* para o mercado de capitais relaciona-se à forte influência da sociedade corretora sobre as decisões de investimentos tomadas por seus clientes. Dependendo das informações prestadas mediante sua assessoria, ela tem grande capacidade de induzir os investidores a celebrar contratos para aquisição de valores mobiliários.

Dessa forma, esclarecidos os aspectos essenciais sobre a sistematização das regras de reparação civil no direito brasileiro, convém apresentar as correntes jurispruden-

<sup>554</sup> GARCEZ NETO, Martinho. *Prática da responsabilidade civil*. 2. ed., 1972, p. 128 *apud* CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade civil*. 5. ed. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 60.

<sup>555</sup> PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. V. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 235.

<sup>556</sup> Sobre a culpa *in contrahendo* o autor assinala: “um aspecto peculiar é ainda a denominada culpa pré-contratual, a qual pode assentar no fato de uma das partes proceder na fase antecedente ao contrato de forma a induzir a outra na crença de que as negociações irão a bom termo e depois, injustificadamente, cessar entendimento provocando prejuízos.” (PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 235.)

ciais acerca da natureza da relação jurídica constituída entre as sociedades corretoras de valores mobiliários e seus clientes e, conseqüentemente, quanto à responsabilidade dessas por descumprimento de seus deveres contratuais.

## 8.2 A CONTROVÉRSIA JURISPRUDENCIAL SOBRE O TIPO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DA SOCIEDADE CORRETORA PELA VIOLAÇÃO DO CONTRATO DE COMISSÃO BURSÁTIL

Antes de apresentar as correntes jurisprudenciais acerca do tema-problema dessa tese, cabe ressaltar que tal exposição não abrange a responsabilidade derivada da qualificação legal das sociedades corretoras como comissárias *del credere* de seus clientes. Essa se configura perante os demais agentes de mercado e nada tem a ver com o descumprimento do contrato de comissão bursátil pela intermediária, vez que constitui mero componente da obrigação legal de garantia, que pesa sobre essas instituições financeiras.

Sob esse viés, Luiz Gastão Paes de Barros Leães assinala que

Normalmente, a função do corretor se esgota na aproximação das partes na conclusão do negócio, não se responsabilizando ele pela sua execução. Nas operações realizadas pelas sociedades corretoras em Bolsa as suas funções são agravadas quanto à execução, até final liquidação, das operações em que interferir, por força do privilégio que lhes confere a legislação (visto que só elas têm acesso aos recintos da Bolsa).

Essa *garantia de execução do contrato* que, à míngua de melhor configuração foi, pela legislação passada, equiparada ao *star del credere*, adquire, na legislação vigente, o perfil, tecnicamente mais preciso, de *obrigação de garantia*, ou dever de prestar segurança (*Sicherheitsleistung*, como dizem os alemães), que desfruta de um regime de responsabilidade peculiar, distinto do que vigora nas obrigações de meio ou nas obrigações de resultado<sup>557</sup>.

As manifestações jurisprudenciais sobre a natureza da responsabilidade das sociedades corretoras por danos ao investidor individual podem ser separadas em duas correntes. A primeira propugna que essa responsabilidade é de ordem subjetiva, admitindo-

<sup>557</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Garantia e responsabilidade nas operações a termo. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989, p. 74.

se, inclusive, a culpa presumida como pressuposto de sua imposição (arts. 186 ou 389 c/c art. 927 do CC/02)<sup>558</sup>. A segunda defende a responsabilidade objetiva dessas intermediárias por considerar que o vínculo formado com base no contrato de comissão bursátil caracteriza uma relação de consumo (art. 2º c/c art. 14, CDC). Convém, então, analisar detalhadamente cada uma dessas correntes.

### 8.2.1 A responsabilidade civil subjetiva

Apesar de sua condição de comissária legal *del credere*, a sociedade corretora não pode ser considerada, de forma categórica e definitiva, a responsável por todo e qualquer prejuízo suportado por seus clientes. Para isso, devem ser antes examinadas as circunstâncias específicas de cada caso concreto, de maneira a se verificar se estão presentes os pressupostos da responsabilidade civil: a conduta, o dano e o nexo causal.

Além desses requisitos, uma primeira corrente jurisprudencial defende que também deve ser apurada a culpa de tal instituição financeira mediante a apreciação das provas produzidas e do contexto em meio ao qual se desenvolveu o relacionamento entre ela e o investidor individual<sup>559</sup>.

Assim, é de suma importância perquirir, por exemplo, se o contrato de comissão bursátil detém caráter autônomo ou se funciona apenas como negócio acessório de um contrato de administração de carteira de valores mobiliários. Nessa última hipótese, a

---

<sup>558</sup> Sobre o assunto, vale registrar a opinião de José de Aguiar Dias: “os Membros das Bolsas de Valores, quando responsabilizados perante seus comitentes, o que não exclui a responsabilidade da Bolsa, em função da superintendência das operações que nela se realizam, estão cobertos pelo fundo de garantia instituído no art. 45, cujo objetivo é exatamente atender ao risco criado pela sua intermediação, em face dos títulos entregues aos comitentes. Convém realçar que essa responsabilidade se baseia no risco a que aludimos, em exceção ao princípio comum do direito brasileiro, baseado na culpa. [...] Assim, pode ser afirmado, à vista da legislação específica, que o corretor tem responsabilidade objetiva, da qual se livra mediante o mecanismo de seguros.” (DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 514.)

<sup>559</sup> Nesse sentido, tem-se argumentado, com espede no magistério de Orlando Gomes, que a relação jurídica estabelecida entre a sociedade corretora e o investidor é uma forma particular de mediação. Segundo o autor, “são contratos que têm de ser celebrados por sociedades corretoras, que assumem, com autonomia, a sua execução, a partir do momento que o cliente lhes dá a ordem para agir. Tem como objeto a compra e venda de títulos de valores mobiliários. [...] Não é aceitável a tese de que se trata de responsabilidade objetiva.” (GOMES, Orlando. AZEVEDO, Antônio Junqueira de; CRESCENZO, Francisco Paulo de. BRITO, Edvaldo (coord.). *Contratos*. 26. ed., São Paulo: Forense Universitária, 2007, p. 477). Nessa esteira: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0137693-08.2009.8.26.0100. Relator: Des. Cauduro Padin. 03 ago. 2011. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5299852>>. Acesso em: 14 jan. 2014.



sociedade corretora assume, inequivocamente, obrigação de meio, qual seja: esforçar-se por obter retornos financeiros com o capital do cliente. Não é, portanto, contratada para prestar meros serviços de intermediação.

Dessa forma, o investidor que delega a outrem a gestão de seus recursos, mediante a aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários (ex. ações), tem o dever de checar continuamente o resultado das operações executadas pela instituição financeira contratada<sup>560</sup>. Daí porque é imprescindível apurar a culpa da intermediária para que se conclua sobre sua responsabilidade. Do contrário, pode ser que seja ignorado o fiel adimplemento do dever de informação por parte da sociedade corretora. E isso contribuiria, inegavelmente, para incentivar “a eventual negligência de investidores com o seu próprio patrimônio, ante a displicência no acompanhamento das operações realizadas em seu nome”<sup>561</sup>.

No que concerne, especificamente, ao dever de informação, mesmo quando a sociedade corretora não é gestora da carteira de ações do cliente, cabe verificar se seus serviços de assessoramento foram prestados regularmente. Isto é, convém analisar se foram fornecidas informações adequadas para que o investidor, avaliando o mercado, realizasse escolhas de acordo com suas características e objetivos de investimento.

Mas pondere-se que, nessas circunstâncias, por mais que o cliente conte com a assessoria da sociedade corretora, “a conveniência e oportunidade da operação é decisão do investidor que pode optar ou não pelas recomendações dos assessores”<sup>562</sup>. Sendo assim, caberá analisar apenas a qualidade das informações a ele disponibilizadas para que realizasse sua própria avaliação quanto às condições do mercado e das empresas. Essa linha de raciocínio vem sendo adotada pelo TJSP

---

<sup>560</sup> Nessa linha: “Responsabilidade civil. Indenização. Ação declaratória de inexigibilidade de débito c. c. indenização por danos morais. Operações em bolsa de valores. *Autor questiona determinadas transações que redundaram em prejuízos, alegando que não as autorizou. Falta de verossimilhança da versão apresentada. Irregularidades imputadas às rés não demonstradas.* Ordens à corretora que eram transmitidas verbalmente. Mantida a sentença de improcedência do pedido. Recurso desprovido.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9095755-83.2009.8.26.0000. Relator: Des. Paulo Alcides. 17 jul. 2011. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5256628>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>561</sup> FERREIRA, Luiz Eduardo Martins Ferreira; HORTA, Luciana Simões Rebello Horta; FERREIRA, Fabiano de Melo. Responsabilidade das sociedades corretoras em prejuízos no mercado secundário de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano L, n. 158, p. 243 a 249, abril, 2011, p. 248.

<sup>562</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0137693-08.2009.8.26.0100. Relator: Des. Cauduro Padin. 03 ago. 2011. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5299852>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

Prestação de serviço – Corretagem de valores mobiliários – Ação de reparação de danos morais e materiais – *Responsabilidade subjetiva – Prejuízos no mercado de ações – Ausência de culpa da corretora – Investimento de alto risco – Recurso improvido – Nos casos de responsabilidade subjetiva, não será devida indenização por danos morais e materiais quando não se constatar a culpa do agente*<sup>563</sup>.

Segundo essa mesma orientação, também decidiu o TJRJ

Apelação cível. Responsabilidade Civil. Corretora de Valores Mobiliários. 1. *Não provado ter agido a Ré com desídia, optando por operações temerárias, excedendo os limites dos poderes que lhe foram conferidos, não se vislumbra responsabilidade pelos prejuízos suportados por investidor no mercado financeiro.* 2. *Infração do dever de informar não demonstrada.* Inexistência de prova do prejuízo decorrente da impossibilidade da apelada negociar diretamente com a BOVESPA. Prova de que atuava licitamente através de outra corretora credenciada. 3. Perdas normais para o tipo de investimento escolhido pelo Autor/Apelante. 4. Desprovimento do recurso<sup>564</sup>.

Além disso, subsistem julgados no sentido de que, em face dos riscos inerentes ao mercado de valores mobiliários, a dispensa da culpa, para que seja imputado às sociedades corretoras o dever de ressarcir os prejuízos reclamados por seus clientes, pode provocar flagrantes injustiças<sup>565</sup>. É o que ponderou o TJRS ao exarar o seguinte acórdão

<sup>563</sup> “O anúncio veiculado comprova apenas que há setor especializado que atua no ramo de investimentos. São profissionais específicos nesta área. Daí não se pode atribuir responsabilidade pelo investimento sem sucesso. Ademais, o documento de fls. 62 comprova que a ordem para a negociação partia do autor investidor. [...] Ademais, a operação de investimento é conhecidamente de risco cuja rentabilidade é influenciada por diversos fatores. Não se pode imputar responsabilidade a (sic) assessoria que não garante resultados. [...] O assessoramento prestado pela empresa não garante resultados. Todo aquele que investe tem conhecimento do risco inerente aos vários tipos de aplicações. [...] *A atividade do corretor de valores não é de resultado para o investidor.*” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Nona Câmara de Direito Privado. Apelação n. 992.05.060390-5. Relator: Des. Luís de Carvalho. 04 ago. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4622941>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). No mesmo sentido: “Responsabilidade civil – Corretagem mobiliária – *Insucesso em operação com ações – Ação de Indenização – Ilícitude da Ré não evidenciada – Improcedência – Sentença mantida. Não restando demonstrada a conduta ilícita da corretora/ré na operação mobiliária realizada, resultante da violação da ordem jurídica com ofensa ao direito alheio e lesão ao seu titular, correta a rejeição da pretensão inicial.*” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação com revisão n. 0126136-87.2010.8.26.0100. Relator: Mendes Gomes. 01 out. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6233978>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.)

<sup>564</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Décima Oitava Câmara Cível. Apelação Cível n. 2009.001.15820. Relatora: Des. Jacqueline Lima Montenegro. 09 jun. 2009. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=000367C9DBEB5805862CBC8D65E5C149C2B992C4021F215C>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>565</sup> “*Operação em bolsa. Risco do investidor. Autorizada que seja a operação, o risco pelo negócio é do investidor, salvo prova de má aplicação, dolosa ou culposa da corretora. Sentença confirmada.*” (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Oitava Câmara Cível. Apelação Cível n. 591034061. Relator: Clarindo Favretto. 26 set. 1991. Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

Corretagem. Ação de Indenização. Aplicações em bolsa de valores. *Código de Defesa do Consumidor. As corretoras não respondem objetivamente, pena de suprimir o risco presente nas aplicações financeiras, de responsabilidade dos investidores ou de seus mandatários. Afastada, neste aspecto, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor à espécie. Por outro lado, os agentes devem informar aos clientes/investidores todos os riscos da operação, que só pode ser realizada mediante a ciência e aprovação do cliente/investidor, que age por sua conta e risco. Caso concreto em que, na ficha cadastral preenchida, o autor autorizou terceiros a, tão-somente de forma verbal, transmitir ordens em seu nome. Procedimento atendido pela requerida, amparado no contrato, tendo sido o autor informado de todas as operações realizadas em seu nome por meio de Notas de Corretagem, com Avisos de Negociação de Ações, regularmente enviados. Não há como afirmar que o prejuízo demonstrado pela parte autora esteja diretamente relacionado à atuação da administradora, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia. Precedentes. Sentença confirmada por seus próprios e jurídicos fundamentos. Negaram provimento ao apelo. Unânime*<sup>566</sup>.

Nessa mesma linha, também decidiu o TJRJ ao apreciar pedido de indenização impetrado por investidor individual sob o argumento de que suas aplicações teriam seguido, sem sua autorização, perfis de alto risco. Nesse precedente, aquela corte entendeu que a “responsabilidade da corretora contratada pelo investidor só se caracteriza quando demonstrado que agiu culposamente ou em sentido oposto às ordens recebidas do cliente”<sup>567</sup>. Tais premissas não foram constatadas nessa demanda, vez que, por cerca de três anos, o investidor individual recebeu comunicações da sociedade corretora sobre as operações realizadas, entrando em contato com o representante dela somente para sanar dúvidas esporádicas<sup>568</sup>.

<sup>566</sup> RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Décima Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 70033001033. Relator: Otávio Augusto de Freitas Barcellos. 09 jun. 2010. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2010&codigo=1024477](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2010&codigo=1024477)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>567</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara Cível. Apelação Cível n. 24729/2007. Relator: Joaquim Alves de Brito. 30 out. 2007. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=00038CD1F0A121B8597A0C2A1E658056003A7CF3C3542A1B>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>568</sup> No mesmo sentido: “Apelação cível. Ação de indenização por danos morais e materiais. *Venda de ações na bolsa de valores por valor inferior ao esperado. Alegação de negligência por parte da empresa corretora. Dever de indenizar não configurado. Risco inerente às atividades no mercado de ações. Agravo Retido. Decisão que indeferiu o pleito de assistência judiciária gratuita. Declaração de hipossuficiência juntada aos autos. Presunção *juris tantum*. Inexistência de prova a fim de demonstrar a boa situação econômico-financeira do interessado. Concessão da benesse. Agravo conhecido e concedido. Sentença mantida. Recurso desprovido.” (SANTA CATARINA. Tribunal de Justiça. Segunda Câmara de Direito Civil. Apelação Cível n. 2006.031372-3. Relator: Des. Sérgio Izidoro Heil. 29 abril 2010. Disponível em:*

Com base em semelhante fundamentação, o extinto Segundo Tribunal de Alçada Civil de São Paulo afastou a responsabilidade de sociedade corretora que comprou ações na Bolsa de Valores e as vendeu para cobrir débito do mesmo investidor na Bolsa de Mercadorias & Futuros. Na fundamentação, consignou-se que, ao realizar essas operações conforme “ordens verbais que então se admitiam, a corretora de valores mobiliários não pratica ilícito ou abuso, nem incorre em excesso na mediação, pelo que improcede a demanda de indenização do aplicador malsucedido nas operações”<sup>569</sup>.

A responsabilização de sociedade corretora por operação lastreada em falsa procuração é outra hipótese em relação à qual a jurisprudência tem reconhecido a culpa como elemento indispensável para imposição do dever de indenizar. Nessas situações, o STJ vem entendendo que a verificação da idoneidade das assinaturas constantes do documento apresentado é dever imposto solidariamente: i) à bolsa de valores<sup>570</sup>; ii) à instituição financeira responsável pelo registro e controle das ações escriturais (depositária)<sup>571</sup>; iii) à sociedade corretora; iv) ao cartório que reconheceu a respectiva firma e;

---

<<http://app6.tjsc.jus.br/cposg/servlet/ServletArquivo?cdProcesso=010008P0Z0000&nuSeqProcessoMv=null&tipoDocumento=D&cdAcordaoDoc=null&nuDocumento=2379287&pdf=true>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>569</sup> SÃO PAULO. Segundo Tribunal de Alçada Civil. Quarta Câmara. Apelação n. 589.730-00/9. Relator: Juiz Celso Pimentel. 20 mar. 2001. Disponível em: <<http://brasildo.com/tribunal-de-justica/parana/2011-09-13/p-2034>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>570</sup> “Processual civil. Violação do art. 535 do CPC. Não-ocorrência. Venda de ações escriturais. Procuração falsa. Bolsa de Valores, Corretora de Valores Mobiliários e Cartório. Responsabilidade. [...] 2. *Na hipótese em que acionista sofre prejuízo proveniente da venda indevida de suas ações em decorrência da apresentação de procuração falsa perante corretora de valores mobiliários, cabe ao cartório, emissor do referido instrumento de mandato, à bolsa de valores e à corretora de valores o pagamento da indenização correspondente ao prejuízo sofrido.* 3. *Bolsa de valores e corretora de valores mobiliários têm por função, a teor dos artigos 11 da Resolução n. 1.655/89, 40 da Resolução n. 1.656/89 e 40 da Resolução n. 2.690/2000, todas do Conselho Monetário Nacional, garantir a legitimidade da procuração necessária à alienação de ações.* 4. Competindo ao cartório a emissão de procuração, a ocorrência de irregularidade em sua confecção justifica incluí-lo com o demandado no pólo passivo da ação. 5. Recurso especial provido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso especial n. 780.504/MG. Relator: Min. João Otávio de Noronha. 08 fev. 2010. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=927399&sReg=200501351706&sData=20100208&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=927399&sReg=200501351706&sData=20100208&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>571</sup> “Processo civil, civil e comercial. Princípio do livre convencimento. Art. 131 do CPC. Embargos de declaração. Prequestionamento. Presença dos requisitos legais. Necessidade. Bolsa de valores. Ações escriturais. Venda. Procuração falsa. *Denúnciação da lide da corretora. Possibilidade.* [...] – *Ainda que o banco, na qualidade de depositário de ações escriturais, tenha o dever de adotar todas as medidas de segurança visando a evitar fraudes, o que, a rigor, inclui a conferência de toda a documentação envolvida na venda, tal circunstância não exige a corretora das obrigações contidas nos arts. 11 da Resolução n.º 1.655/89 e 40 da Resolução n.º 1.656/89, ambas do Conselho Monetário Nacional, entre elas a de garantir a legitimidade da procuração necessária à transferência de valores mobiliários.* – *Sendo assim, é viável a denúnciação da lide da corretora em ação movida por acionista em desfavor da instituição depositária, visando ao ressarcimento pela venda indevida de ações escriturais, efetivada com base em procuração falsa.* Recurso especial não conhecido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso especial n. 521.120/RS. Relatora: Nancy Andrighi. 19 fev. 2008. Disponível em:

v) à sociedade emitente das ações escriturais<sup>572</sup>. Logo, o descumprimento desse dever importa em negligência por parte da sociedade corretora e disso resulta o direito à reparação civil<sup>573</sup>.

Entretanto, a principal causa de responsabilidade das sociedades corretoras por violação do contrato de comissão bursátil diz respeito à execução irregular das ordens emanadas de seus clientes investidores individuais<sup>574</sup>. Por execução irregular deve entender-se tanto a realização de operações em desconformidade com os parâmetros ordenados pelo investidor quanto a efetivação de negócios que esse nem sequer autorizou. Quando isso ocorre, verifica-se a chamada *culpa contra a legalidade*. É desnecessário, portanto, perscrutar se foi ou não fraudulenta a operação danosa aos interesses do cliente, vez que ela ocorreu mediante desobediência aos deveres impostos às intermediárias pelas normas (legais e regulamentares) que disciplinam o mercado de capitais.

Nessas circunstâncias, tem-se admitido a responsabilidade da sociedade corretora com base na culpa presumida, tal como pode se depreender da seguinte ementa:

*Responsabilidade civil – Contrato de comissão bursátil – Intermediação em operações no mercado financeiro – Responsabilidade da corretora de valores mobiliários pelos prejuízos causados por agente autônomo a ela credenciado – Dever de fiscalização da execução das operações – Existência de contrato direto entre o investidor e a corre-*

---

<[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=753712&sReg=200300676644&sData=20080305&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=753712&sReg=200300676644&sData=20080305&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>572</sup> “Bolsa de valores. Ações escriturais. Procuração falsa. Responsabilidade. A sociedade emitente das ações escriturais que, ao efetuar o bloqueio das ações para posterior venda na bolsa de valores, negligencia no exame da autenticidade do instrumento do mandato passado em nome do titular das ações, responde pela sua culpa perante o prejudicado. *Não viola disposição legal o acordão que reconhece a responsabilidade solidária da companhia emitente, da distribuidora e da corretora.* Lei 6.404/76. Recurso provido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 70.608/SP. Relator: Min. Ruy Rosado Aguiar. 31 out. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500365847&dtpublicacao=18-12-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500365847&dtpublicacao=18-12-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>573</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 645.081/RJ. Relator: Min. Paulo Furtado (Desembargador convocado do TJBA). 03 ago. 2010. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=987154&sReg=200400301623&sData=20100820&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaelectronica/Abre_Documento.asp?sSeq=987154&sReg=200400301623&sData=20100820&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>574</sup> “Operação em Bolsa. Ordens sucessivas de venda, do mesmo lote de ações, a compradores diferentes. Prejuízos advindos da necessidade de recompra de títulos, então mais caros. *Desde de que a segunda ordem de venda já se deu após recebido o produto da primeira pelo investidor, inequívoca a sua responsabilidade. Embora custodiados os títulos na Bolsa de Valores, a corretora, notadamente trabalhando para o investidor, não podia ignorar a sua existência ou não, principalmente após a venda, por seu intermédio, pela primeira vez. Agiu, no mínimo, com negligência.* Desprovinimento dos Embargos.” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara Cível. Apelação Cível n. 185.508-51.1999.8.19.0001. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. 28 maio 2011. Disponível em: <<http://srv85.tjrj.jus.br/ConsultaDocGedWeb/faces/ResourceLoader.jsp?idDocumento=000359977DC01EBE0280964B1B41BB918051CCC403080C08>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

*tora – Responsabilidade contratual – Culpa presumida da comissária não afastada por prova em contrário – Confissão do corretor de desvio de numerário de carteira de ações – Execução de ordens sem autorização do cliente – Apuração em perícia contábil dos prejuízos a serem ressarcidos ao cliente – Inexistência de dano moral por simples inadimplemento contratual*<sup>575</sup>.

Além disso, o acórdão supracitado permite inferir que a presunção de culpa também pode se assentar na relação de preposição estabelecida entre a sociedade corretora e o agente autônomo de investimento, quando comprovada a culpa desse (responsabilidade civil for fato de outrem)<sup>576</sup>.

Nessas circunstâncias, pressupõe-se falha na conduta da sociedade corretora, pois ela “possui o inegável dever de supervisionar as atividades de seu agente autônomo (conforme artigo 16 da Instrução CVM nº 355/01), respondendo pela culpa *in vigilando*, sem prejuízo da culpa *in elegendo (sic)*, de seus prepostos”<sup>577</sup>. Esse foi o entendimento adotado pela Vigésima Terceira Câmara de Direito Privado do TJSP no seguinte caso:

<sup>575</sup> “Destarte, o presente caso versa sobre a responsabilidade do comissário, que deve agir como se o negócio atendessem a interesse próprio, buscando as vantagens razoavelmente esperadas, a teor do disposto no art. 696 do Código Civil. *Por se tratar de responsabilidade contratual, originada em inadimplemento de contrato, a culpa, em regra, é presumida, invertendo-se o ônus da prova para que devedor demonstre que não agiu com culpa ou, então, que ocorreu alguma causa excludente do nexo causal.*” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 992.05.134283-8. Relator: Des. Edgard Rosa. 10 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4316643>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>576</sup> “*Confirma-se sentença que responsabilizou corretora mobiliária por prejuízo de investidores resultante da atuação irregular de agente autônomo de investimentos.*” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara de Direito Privado. Apelação Cível n. 9196910-03.2007.8.26.0000. Relator: Des. Antonio Vilenilson. 7 ago. 2012. Disponível em: <[http://www.jusbrasil.com.br/filedown/dev6/files/JUS2/TJSP/IT/APL\\_9196910032007826\\_SP\\_1345932780949.pdf](http://www.jusbrasil.com.br/filedown/dev6/files/JUS2/TJSP/IT/APL_9196910032007826_SP_1345932780949.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). Nessa mesma esteira: RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Embargos de Declaração Nº 70032894016, Quinta Câmara Cível. Relator: Jorge Luiz Lopes do Canto. 16 dez. 2009. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2009&codigo=2170812](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2009&codigo=2170812)>. Acesso em: 14 jan. 2014. Cabe registrar, entretanto, que o STJ adotou *entendimento diverso* no seguinte precedente: “Processo civil. Recurso especial. Julgamento da apelação. [...] 2. *Comercial. Negócio em bolsa. Exclusão da responsabilidade da corretora porque os prejuízos sofridos pelo investidor não resultaram de sua atuação, e sim do mau emprego de procuração que o investidor outorgara a agente autônomo.* Recurso especial não conhecido.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 58.117. Relator: Min. Ari Pargendler. 15 jun. 1999. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199400389485&dt\\_publicacao=17-04-2000&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199400389485&dt_publicacao=17-04-2000&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.)

<sup>577</sup> No mesmo sentido: “Assinalo, por oportuno, que a corretora deve fiscalizar os atos e o desempenho das funções de seus empregados e prepostos, nestes incluídos os agentes autônomos, que, conforme a Instrução CVM nº 355/2001, ficam sempre sob a responsabilidade da instituição integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. [...] *Desse modo, compartilho do entendimento da área técnica de que a Reclamada, ao se omitir do dever de fiscalização e do de vigilância de seu preposto, contribuiu e possibilitou a ocorrência das fraudes já relatadas. Nesse ponto, parece-me que a Corretora atuou, no mínimo, de forma negligente e displicente.*” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM SP 2003/0463. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. 25 jan. 2005. Disponível

Indenização – Mercado mobiliário de ações – Operações de venda a descoberto de ações lançadas por funcionário da corretora, agente autônomo, que importou em prejuízo financeiro, não pago por aquela e suportado, por isso mesmo, pela corretora – Responsabilidade do funcionário caracterizada, considerando o lançamento, em seu próprio nome, das operações por meio de senha de uso exclusivo do agente autônomo – *Responsabilidade do agente autônomo, por isso mesmo, reconhecida, uma vez que os danos foram causados pela atuação de seu preposto – Caracterização da culpa in elegendo (sic) e in vigilando – Responsabilidade solidária dos corréus para com o pagamento do prejuízo carreado à autora – Sentença reformada para este fim – Ação julgada procedente – Recurso da autora provido e improvido o recurso do corréu*<sup>578</sup>.

Em tais situações, permanece, logicamente, o direito de regresso da sociedade corretora contra o agente autônomo de investimento que, mediante comportamento dolo ou culposos, ocasionou danos ao investidor<sup>579</sup>. Mas, por outro lado, a culpa presumida também pode advir da inobservância dos deveres de conduta impostos às corretoras, conforme se vislumbra no seguinte julgado do TJPR:

---

em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4554-0.HTM>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>578</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0309741-45.2010.8.26.0000 Relator: Des. Paulo Roberto de Santana. 20 mar. 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6668996>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos. No mesmo sentido: “Corretora de títulos e valores mobiliários. Atos lesivos aos clientes. É evidente a responsabilidade das Corretoras de títulos e valores mobiliários pelas obrigações assumidas no curso de sua gestão, pelos seus agentes autônomos, relativamente aos investimentos dos eventuais clientes. *Comprovado o desvio de ações por atos lesivos dos agentes da Corretora aos seus clientes que, de boa-fé, faziam investimentos, confiando na idoneidade da empresa, responde esta pelos danos ou prejuízos acaso causados pelos seus prepostos, aos referidos clientes.*” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara Cível. Apelação Cível n. 3163/90. Relator: Des. Hilário Alencar. 20 abril 1990. Disponível em: <<http://srv85.tjrj.jus.br/ConsultaDocGedWeb/faces/ResourceLoader.jsp?idDocumento=0003FB09A804793D881656CDAE7EAD45948C65C402450550>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>579</sup> “Prestação de serviços de intermediação em operações no mercado financeiro. *Ação regressiva ajuizada por corretora de valores mobiliários em face de agente autônomo por ela contratado. Alegação de que a pessoa jurídica ré teria deixado de cumprir a ordem dada pelos clientes investidores para venda de todas as suas ações. Julgamento antecipado da ação que no caso concreto implicou o cerceamento de defesa da empresa ré. Necessidade de dilação probatória, precedida da especificação de provas pelas partes. Contrato entre as partes que atribui à corretora a obrigação de executar as ordens dadas pelos clientes, cabendo ao agente autônomo apresentar os clientes de sua carteira e registrar as ordens de operações recebidas dos clientes. Responsabilidade do agente autônomo que ainda deve ser apurada no caso em exame, com prova de que a ordem de venda das ações foi regularmente transmitida ao agente e registrada segundo o procedimento adotado entre as empresas contratantes.* Elementos dos autos que ainda não comprovam o descumprimento contratual do agente autônomo. Necessidade de esclarecimento sobre o valor do prejuízo suportado com a desvalorização das ações dos clientes. Anulação da r. sentença, permitindo-se a dilação probatória, precedida da especificação de provas pelas partes. Recurso provido, para anular a sentença.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Sexta Turma. Apelação n. 0369266-55.2010.8.26.0000. Relator: Des. Edgard Rosa. 8 mar. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5740228>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.)

Apelação cível – Embargos à monitória – Alegada responsabilidade solidária pelo pagamento da dívida – Sentença que fixou responsabilidade individual do adverso – Sentença que contraria o princípio da demanda – Recurso – Alegação de erro de fato a embasar a sentença – Existência de suposto empréstimo – Ausência de provas – Parte que operava com dinheiro próprio – Imputação de total responsabilidade contratual ao contratante – *Negócio de risco* – *Ausência de instrução do contratante sobre como realizar operações adequadas* – *Função social do contrato* – *Descumprimento pela contratada* – *Regras de atuação das corretoras previstas na instrução 387/2003* – *Mecanismos para impedir operações de risco* – *Não observadas pela corretora* – *Culpa concorrente do contratante* – 2 Ausência de lastro financeiro para grandes movimentações – Responsabilidade solidária – Acolhimento do pleito subsidiário – Sucumbência recíproca – Recurso parcialmente provido<sup>580</sup>.

Contudo, registre-se que o ônus da prova quanto ao recebimento das ordens e quanto ao seu cumprimento dentro dos limites traçados pelo investidor recairá sempre sobre a sociedade corretora<sup>581</sup>. Somente desincumbindo-se desse encargo ela demonstrará a ausência de nexos causal entre sua conduta e os danos reclamados pelo cliente<sup>582</sup>.

<sup>580</sup> PARANÁ. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara Cível. Apelação Cível n. 935.938-6. Relator: Victor Martim Batschke. 27 nov. 2012. Disponível em: <[http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra\\_11388736](http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra_11388736)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>581</sup> “Trata-se de recurso interposto pelo Sr. Paulo Ribeiro de Souza Júnior (Recorrente) contra decisão do Conselho de Administração da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, que concluiu pela improcedência da reclamação contra a Intra S/A CCV (Reclamada). O indeferimento do pedido de ressarcimento foi fundamentado em entendimento de que não há que se falar em inexecução de ordem pela Reclamada, pois as operações questionadas decorreram de ordens transmitidas pelo Sr. Rodney Dias de Oliveira, pessoa autorizada pelo próprio Reclamante, não configurando hipótese de ressarcimento prevista no art. 40 do Regimento anexo à Resolução CMN N° 2.690/00. *O Relator Eliseu Martins informou que o processo trata de operações realizadas em dois dias - 14 e 15.09.04 - tendo sido confirmado que as operações de 14.09.04 foram efetivamente realizadas pelo Sr. Rodney, que tinha poderes para emitir ordens em nome do Reclamante (conforme reconhece o próprio Reclamante). Mas, em relação às operações do dia 15.09.04, a Reclamada não logrou provar alegação de que as ordens teriam partido do Reclamante. Por todo o exposto no voto apresentado pelo Relator Eliseu Martins, o Colegiado deliberou pela reforma parcial da decisão do Conselho de Administração da BOVESPA, por ter ficado caracterizada a infiel execução de ordens nas operações de 15.09.04. O Reclamante deverá ser ressarcido no valor total de R\$ 74.260,00 (correspondente às operações de *day trade* realizadas naquele dia), corrigido pelo índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA e acrescido dos juros de 12% ao ano contados da ocorrência do prejuízo, até a data do efetivo pagamento, na forma do art. 43 do Regulamento.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Recurso em processo de Fundo de Garantia n. SP2006/0106. (Reg. n° 6294 /08). Relator: Diretor Eliseu Martins. 03 fev. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-005D03022009.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.). Adotando linha de raciocínio análoga: “Mercado de ações. Corretora. Ônus da prova. Cabe à corretora fazer a prova de ter recebido ordem para depositar na conta de terceira pessoa o produto das aplicações no mercado de ações. Art. 333, II, do CPC. Recurso conhecido e provido em parte.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 60.693-4-SP. Relator: Ruy Rosado de Aguiar. 20 jun. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500067412&dt\\_publicacao=14-08-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500067412&dt_publicacao=14-08-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). Em sentido contrário: “Ações nominativas. Registro escritural (erro). Indenização. *Erro sobre o nome do comprador no registro escritural de ações nominativas, atribuível a negligência da corretora. Se, por causa dessa falha, o adquirente não consegue efetuar a venda dos títulos no mercado mobiliário no momento apropriado, o seu pedido de indenização depende da prova de expedição da ordem de venda.* Reclamação*



Entre as razões excludentes do nexo de causalidade (ou da ilicitude)<sup>583</sup>, merecerem ser mencionadas, especificamente: i) o exercício regular do direito; ii) culpa exclusiva da vítima; iii) culpa exclusiva de terceiro; iv) caso fortuito e força maior.

Não há como imputar qualquer dever de reparação se a sociedade corretora praticou seus atos com base no exercício de prerrogativa que a própria ordem jurídica lhe conferiu e o fez dentro dos limites impostos pela razoabilidade. É o caso, por exemplo, da recusa ou cancelamento de ordens emitidas por cliente inadimplente ou da comunicação do nome desse à BM&FBOVESPA, para divulgação dessa informação às demais sociedades corretoras<sup>584</sup>.

---

efetuada em juízo três anos depois, em desacordo com as circunstâncias. Ação julgada improcedente. Apelo improvido. (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 590088381. Relator: Des. Ruy Rosado Aguiar. 28 mar. 1991. Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca/?tb=jurisnova>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>582</sup> “Apelação cível. Monitória. Contrato de corretagem. Investimento no mercado de capitais. Ausência de cerceamento do direito de defesa. *Tese de que não teria havido autorização para a compra de ações. Afastada. Elementos constantes nos autos que comprovam que as operações foram realizadas.* Ordens de compra e venda que podem ser emitidas pela via verbal ou pela internet. Natureza do contrato. Contrato de risco. Recurso provido.” (PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Segunda Câmara Cível. Apelação Cível n. 965124-1. Relator: Des. João Domingos Küster Puppi. 28 nov. 2012. Disponível em: <<http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/j/11392979/Acórdão-965124-1>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>583</sup> Vale registrar que, para César Augusto de Castro Fiuza, o nexo de causalidade se estabelece entre a conduta *culpável* do agente e o dano por ele provocado. Mas, como não é possível discutir o elemento culpa nos casos de responsabilidade objetiva, o caso fortuito e a força maior só podem romper o nexo causal na responsabilidade subjetiva. Nas palavras do autor: “Na verdade, o nexo que deve existir é bastante objetivo. O dano deve resultar da simples atividade ou do simples fato objetivo do responsável: exercer o transporte aéreo, ter filhos, ser tutor ou curador, ter empregados, exercer atividade perigosa etc. Se o caso fortuito ou a força maior excluíssem a responsabilidade, tratar-se-ia de culpa presumida e não de responsabilidade objetiva.” [...] “Só se pode admitir a exclusão da responsabilidade, se o caso fortuito ou a força maior excluíssem a própria autoria, ficando provado que o dano ocorreria de qualquer maneira.” (FIÚZA, César Augusto de Castro. *Direito civil: curso completo*. Belo Horizonte: Del Rey, 2010, p. 750).

<sup>584</sup> Quanto a essa última hipótese, constitui dever da sociedade corretora “comunicar ao Diretor Presidente da BM&FBOVESPA sobre indícios de irregularidades ou ocorrência de fatos que possam afetar ou tenham afetado suas atividades e aquelas da CBLC, inclusive aqueles que possam configurar a Inadimplência dos seus clientes; [...]” (BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014). Nessa orientação: “Prestação de serviços - Corretagem de valores mobiliários - Indenização por danos materiais e morais - Improcedência - Arguição de nulidade da sentença rejeitada - Cerceamento de defesa - Inocorrência - Desnecessidade de dilação probatória - *Cliente que ordenou à corretora a compra de ações na modalidade ‘a termo’ - Ordem cumprida - Operação a termo cancelada no dia subsequente, porquanto ultrapassado o limite de operações dessa natureza estabelecido para a autora - Procedimento que encontra respaldo tanto no contrato celebrado entre as partes, quanto nas normas regulamentadoras aplicáveis à matéria - Alegação de que a superação do limite operacional é prática usual não demonstrada e, ademais, rechaçada pela Comissão de Valores Mobiliários - Existência de saldo devedor da cliente junto à corretora - Situação comunicada à Bovespa - Faculdade da corretora - Dicção do art. 13, § 2º, da Resolução nº 1.655/89, do Conselho Monetário Nacional - Ausência de ilicitude e/ou ilegalidade da conduta - Não obstante a existência de autorização expressa da cliente para que a corretora executasse a garantia existente sob sua custódia, nada impedia a comunicação do estado de inadimplente daquela à Bovespa - Litigância de má-*

Além disso, se foi o comportamento antijurídico do próprio cliente ou de terceiro que deu azo aos prejuízos experimentados pelo investidor, também não há que se falar em responsabilidade da sociedade corretora. Isso fica evidente, por exemplo, quando os serviços de intermediação são usados como meios para execução de crimes contra o Sistema Financeiro Nacional.

Por caso fortuito, entende-se o acontecimento natural ou derivado da força da natureza (ex. terremotos, inundações etc) e, por força maior, concebe-se o dano originado do fato de outrem (ex. ação de autoridades)<sup>585</sup>. Se a impossibilidade de cumprimento das ordens emitidas pelos investidores ou sua execução irregular acontecerem por esses motivos, também restará afastada a responsabilidade civil das sociedades corretoras.

Uma vez expostas as posições jurisprudenciais referentes à responsabilidade subjetiva das sociedades corretoras, cumpre apresentar aquelas que formam corrente minoritária, sustentando a natureza objetiva desse tipo de responsabilidade contratual.

### 8.2.2 A Responsabilidade civil objetiva

A corrente jurisprudencial que defende a responsabilidade objetiva das sociedades corretoras por danos causados aos investidores individuais é formada por julgados que consideram como relação de consumo o vínculo estabelecido entre essas partes. Desse modo, basta que os serviços de intermediação tenham sido prestados de forma defeituosa, para que surja a obrigação da sociedade corretora de ressarcir os prejuízos experimentados pelo investidor individual, ainda que inexista culpa de sua parte<sup>586</sup>.

---

fé não configurada - Recurso desprovido.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Oitava Câmara de Direito Privado. Apelação com revisão n. 992729002. Relator: César Lacerda. 26 maio 2009. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=3703385>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.)

<sup>585</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 323.

<sup>586</sup> “Ação de indenização – Corretora de valores – *Responsabilidade Civil* – Falta de prova da existência de um serviço defeituoso – Recurso Provido. – Inexistindo nos autos provas referentes a vícios na prestação do serviço de corretagem, não responde a corretora por eventual prejuízo sofrido pelo cliente em suas operações de mercado, pois as mesmas são de exclusiva responsabilidade do consumidor.” (MINAS GERAIS. Tribunal de Alçada. Quinta Câmara Cível. Apelação n. 360.566-7. Relator: Eduardo Mariné da Cunha. 9 maio 2002. Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/5779327/200000036056670001-mg-2000000360566-7-000-1-tjmg>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

De acordo com o § 1º, art. 14 do CDC, “o serviço é defeituoso quando não fornece a segurança que o consumidor dele pode esperar, levando-se em consideração as circunstâncias relevantes” que permeiam o negócio. Entre tais circunstâncias estão: i) o modo de fornecimento dos serviços; ii) o resultado e os riscos que razoavelmente deles se esperam e; iii) a época em que foram fornecidos<sup>587</sup>.

No caso dos serviços de comissão contratados com as sociedades corretoras, sua prestação defeituosa resulta em perdas provenientes da impossibilidade de se aproveitarem oportunidades específicas de negócios. É o que obtemperou o TJSP no seguinte julgado:

Apelação – Indenização – Cumprimento de ordem de compra de ações.

- *Pacífica a natureza consumerista do contrato com a instituição financeira, nos termos dos artigos 2º e 3º do Código de Defesa do Consumidor Súmula 297 do Superior Tribunal de Justiça;*

- Ordens de compra protocoladas por preposto da instituição-ré que impõe o reconhecimento da validade do documento (art. 6º, VIII, do CDC), ausente prova de fraude;

- Horário do protocolo não indicado nos referidos documentos, conforme exige Resolução da CVM, o que impõe o reconhecimento da validade imediata;

- Valores dos títulos que alcançaram os parâmetros da ordem de compra, cujo descumprimento imotivado impõe o dever de indenizar (art. 389 do Código Civil);

- *Descumprimento de ordem de compra que caracteriza falha, devidamente restituída, sem repercussão na esfera extrapatrimonial, sem violação ao direito da personalidade;*

- Ratificados os argumentos da sentença da R. Primeira Instância – art. 252 RITJSP;

Recursos não providos<sup>588</sup>.

<sup>587</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014. “Esta falha do dever de segurança, ou seja, de oferecer a segurança legitimamente esperada de produtos e serviços oferecidos no mercado de consumo, considera-se defeito. [...] O defeito, como pressuposto da responsabilidade pelo fato do produto ou do serviço, é uma falha do atendimento do dever de segurança imputado aos fornecedores de produtos ou serviços no mercado de consumo. Difere dos vícios, que representam a falha a um dever de adequação, que se dá quando o produto ou o serviço não servem à finalidade que legitimamente deles são esperados, pelo comprometimento da sua qualidade ou quantidade.” (MIRAGEM, Bruno. *Direito do consumidor: fundamentos do direito do consumidor; direito material e processual do consumidor; proteção administrativa do consumidor; direito penal do consumidor*. São Paulo: RT, 2008, p. 267).

<sup>588</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0087921-85.2009.8.26.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 7 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5902990>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos. No mesmo sentido: “Ação de indenização – Ações – Bolsa de Valores – Danos morais – Lucros cessantes – Danos materiais – CDC. 1- A natureza jurídica da relação que foi estabelecida entre as partes está devidamente inserida no Código de Defesa do Consumidor, entendendo que se trata de relação de consumo, já que na exata forma definida pelo legislador, conforme preceitua o respectivo código em seus artigos 2º e 3º, a corretora, na acepção legislativa da palavra, é fornecedora de serviços, pois pres-

Também configura defeito do serviço a conduta comissiva da sociedade corretora que implica em efetivas negociações sem a devida autorização por parte do investidor individual. É o que se pode inferir da seguinte decisão, também proferida pelo TJSP:

*Ação indenizatória. Danos materiais e morais. Corretora de valores mobiliários. Ausência de registro de ordens. Operações realizadas por agente não autorizado pela CVM. Mandatário. Responsabilidade objetiva da ré. Prejuízo material sofrido pelo autor. Danos morais não configurados. Recurso parcialmente provido. 1. Ação de indenização por danos materiais e morais movida pelo apelante em face da ré, corretora de valores mobiliários. 2. Ausência de apresentação de registros de ordens emitidas pelo autor e/ou seu mandatário. Documentos obrigatórios para comprovar a regularidade das operações, ainda que se tratem de ordens emitidas verbalmente. Instruções Normativas da CVM nº 387/2003 e 505/2011. 3. Envio de “avisos de negociação das ações” (ANA) também não comprovado. Ônus da ré. Art. 333, II, CPC. 4. Relação de natureza consumerista. Fornecedora de serviços de corretagem de valores mobiliários, cuja atuação depende de autorização do BCB (art. 3º, Res. Nº 1.655/89). Equiparação à instituição financeira (art. 1º, §1º, III, LC nº 105/2001). 5. Autor que não pode ser considerado investidor qualificado (art. 109, IV, Instrução Normativa nº 409, CVM). Hipossuficiência verificada no caso concreto. 6. Instrumento de procuração com outorga de poderes a agente não qualificado pela CVM, o qual autorizava as operações em nome do autor. Documentos emitidos pela própria apelada. Responsabilidade objetiva. Risco da atividade. 7. Sentença reformada, para condenar a ré ao ressarcimento dos prejuízos materiais sofridos pelo apelante (R\$*

---

*ta serviço, exatamente como preceitua o art. 3º já mencionado, sendo definido como serviço, no §2º do mesmo artigo “qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito”; e, por seu turno, definido como sendo consumidor, “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”, definição na qual se inclui, perfeitamente, o autor; 2- O autor sendo investidor junto à Bolsa de Valores de São Paulo mantinha com a corretora ré, condições preestabelecidas que o possibilitava reverter eventuais prejuízos sem alterar o valor das garantias depositadas. Sendo este mercado de alto risco, o investidor, para atuar, é obrigado a deixar como garantia junto à CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia), através de uma corretora, ações de companhia negociadas na bolsa ou depósito bancário em dinheiro, tendo o autor garantido as operações de risco, indevida atitude da corretora em encerrar as operações sem prévio aviso, acarretando perdas financeiras consideráveis ao autor além de configurado dano moral; 3 - Constatada a irregularidade no encerramento das operações efetuadas pela corretora de valores, deverá ressarcir o cliente quanto aos danos morais e materiais sofridos, vencida esta relatora quanto ao modo de aferição dos danos materiais; 4 - Indenização por danos morais que deve ser fixada em quantum que não dê causa ao enriquecimento ilícito da vítima, mas que force o fornecedor de serviços a aprimorar suas atividades e evitar que outros fatos danosos ocorram. Vencido posicionamento pessoal pelo arbitramento da indenização em R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), quantia arbitrada em R\$10.000,00 (dez mil reais), a ser corrigida (a partir da publicação deste acórdão) nos termos da Súmula 362 do STJ. Recurso parcialmente provido para o fim de condenar a corretora ré a indenizar o autor pelos danos morais no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais). Referida quantia deverá ser corrigida pela Tabela do TJSP a contar da data de seu arbitramento (publicação deste acórdão) nos termos do enunciado da Súmula 362 do STJ, bem como acrescida de juros de mora de 1% (um por cento) ao mês, a contar da citação. Condenada a corretora a arcar com os danos materiais a ser apurado em liquidação.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Quarta Câmara de Direito Privado. Apelação cível n. 9170711-75.2006.8.26.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 10 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsj/getArquivo.do?cdAcordao=5963285>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).*

20.000,00). 8. Danos morais não configurados no caso concreto. Operações realizadas durante um período de cinco meses, sem qualquer insurgência do autor. Ausência de violação aos direitos de personalidade. 9. Apelação do autor parcialmente provida<sup>589</sup>.

Porém, vale lembrar que a responsabilidade decorrente da violação do contrato de comissão bursátil nada tem a ver com a responsabilidade por fato do produto. Esse não é o objeto da relação jurídica constituída entre o investidor e a sociedade corretora, tal como entenderam os magistrados paulistas no Agravo de Instrumento n. 994.09.290207-6.

Nesse acórdão, admitiu-se que, na comercialização de ações, se encontram presentes todos os elementos caracterizadores dessas como produtos e das entidades que a comercializam como fornecedoras, tal como previsto nos arts. 2º e 3º do CDC. Com base nesse argumento, concluiu-se que a aquisição das ações por meio da sociedade corretora ré constituiu inequívoca relação de consumo<sup>590</sup>.

Na verdade, para que uma sociedade corretora seja considerada responsável perante seu cliente, é imprescindível que se verifiquem irregularidades nos serviços que ela se comprometeu a fornecer ao investidor. Tome-se, como exemplo, a falha técnica no meio de transmissão de ordens à sociedade corretora oferecido mediante o sistema *homebroker*<sup>591</sup>. Ou, também, a falta ou insuficiência de informações ao investidor acer-

<sup>589</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação cível n. 9001329-79.2010.8.2 6.0506. Relatora: Des. Alexandre Lazzarini. 10 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tj.sp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6230656>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos.

<sup>590</sup> Na referida demanda, argumentou-se que as ações, “*embora sejam, em princípio, títulos de participação corporativa ou societária, uma vez colocadas no mercado através de entidades especializadas em sua comercialização (sim, porque são vendidas com variação de preço, conforme a lei da oferta e da procura) transformam-se em produtos à disposição de todos. Por outro lado, as entidades comercializadoras de ações, como bolsas de valores, corretoras, distribuidoras de títulos etc, enquadram-se como fornecedores, nos termos do disposto no art. 3º, do Código de Defesa do Consumidor [...] o fato do investidor adquirente de ações poder revendê-las, não o exclui, em princípio, do enquadramento como consumidor, desde que não faça dessa prática a sua atividade profissional, pois todo e qualquer produto pode eventualmente ser revendido pelo comprador, sem que isto o descaracterize como beneficiário final do produto.*” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara de Direito Privado. Agravo de Instrumento n 994.09.290207-6. Relator: Des. Dimas Carneiro. 03 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tj.sp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4308263>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>591</sup> “Civil – Ação de indenização por danos materiais e morais – Apelação – Ausência de comprovação pelo autor acerca dos fatos alegados na exordial – Investimento em ações por intermédio de corretora – Sistema *Home Broker* – Falha na prestação dos serviços – Inocorrência – Manutenção da sentença – Recurso improvido. – Se o autor não comprovou os fatos que alegou na exordial, conclui-se pelo acerto da r. sentença, que julgou improcedente o pedido de indenização por danos materiais e morais.- *Não restando comprovado ter havido qualquer vício na prestação de serviço de intermediação de compra e venda de ações através do sistema home broker, não é devida a indenização pelos prejuízos suportados pelo investidor, ainda mais quando ele próprio admite ter ciência do alto risco do investimento.*” (MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Oitava Câmara Cível. Apelação Cível 1.0024.10.292476-8/001. Relator: Des. Corrêa Camargo. 30 out. 2012. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia>>. Aces-

ca das cláusulas limitativas de seus direitos e dos riscos envolvidos nas operações intermediadas. É o que se pode deduzir do seguinte julgado do TJSP:

Ação monitória – Contrato de investimento – Bolsa de Valores – Relação de consumo – Princípio da informação.

*1 A relação jurídica existente entre empresa contratada para realizar investimentos na Bolsa de Valores e o contratante é de consumo, considerada a hipossuficiência financeira e técnica do contratante;*

*2 Não se nega que a aplicação de verba na Bolsa de Valores constitui uma operação de risco, por todos sabida. Entretanto, o simples fato de ser uma operação de risco não exime o prestador de serviços, no caso, a corretora que captou o dinheiro para realizar os investimentos, do seu dever de segurança e, principalmente, de informação;*

*3 Mais do que informação clara e precisa, exige-se ainda do fornecedor que a redação das cláusulas que importem em limitação do direito do consumidor, seja ostensiva e destacada, chamando a atenção daquele que pretende contratar justamente para os fatores de oneração e limitação de seu direito;*

*4 O contratante não deve ser responsabilizado pelo pagamento de débito resultante de prejuízo no investimento se não emitiu ordem para este ser realizado, tampouco tinha integral ciência de seu *modus operandi*.*

Recurso provido<sup>592</sup>.

---

so em: 14 jan. 2014, grifos nossos). Seguindo raciocínio análogo, o Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais estendeu à sociedade corretora de títulos e valores mobiliários os efeitos do seguinte acórdão proferido em desfavor de instituição bancária: “Apelação cível. Ação de indenização. Danos materiais e morais. Contrato bancário. Suporte técnico e garantia de pagamento. Investimento em mercado de ações. Falhas no serviço. Prejuízos. Prova pericial. Demonstração. Reparação devida. Retenção de imposto. Condenação correspondente ao lucro líquido. Manutenção. A lei atribuiu responsabilidade objetiva ao fornecedor de serviços e, assim, para que haja o dever de indenizar, basta que se revele o defeito na prestação do serviço, o dano e o nexo de causalidade entre eles, independentemente da apuração de culpa. *Restando cabalmente provada nos autos a falha do serviço que o autor contratou do Banco, de disponibilização de suporte técnico-operacional na rede mundial de computadores, para o acesso e negociação no mercado de ações, denominado Home Broker, em razão da qual o autor sofreu prejuízos financeiros, deve ser acolhido o pedido de ressarcimento do prejuízo, impondo-se, no caso, os descontos referentes a taxas e impostos sobre o lucro bruto que auferiria o autor se os negócios tivessem se efetivado. Não se trata, o caso, de mera indenização, mas de reparação de prejuízos, o que importa dizer que o valor devido é aquele que o prejudicado efetivamente receberia, se não tivesse ocorrido a falha do serviço, e esse valor, obviamente, não é o bruto, mas o líquido.*” (MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Sétima Câmara Cível. Apelação Cível 1.0702.07.359049-0/001. Relator: Des. Luciano Pinto. 14 jun. 2012. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>592</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9202094-03.2008.8.2 6.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 18 jun. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6022544>> Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos. Na mesma linha: “Relação de consumo. Serviço de corretagem de operações em bolsa de valores. Cobrança realizada para emissão de notas de corretagem. Ausência de informação prévia. Abusividade. Dano moral ocorrente. Valor da indenização diminuído. 1. Ainda que se admita como válida a cobrança para o envio de nota de corretagem aos investidores, deveria a ré ter comprovado a efetiva informação passada ao autor quanto ao custo de tal serviço. E, nesse sentido, a prova produzida pela ré mostrou-se insuficiente. O simples documento produzido de maneira unilateral (fl.103), sem qualquer indício de concordância por parte do autor, não serve para tal prova. 2. Ausente a devida informação, ilegal a cobrança por parte da ré e a sua negativa de fornecer as notas de corretagem ao autor. 3. O dano moral restou comprovado no presente caso. O autor fez prova de que necessitava apresentar as notas de corretagem

Nesse diapasão, no Conflito de Competência n. 2009.040530-0, a Quarta Câmara de Direito Comercial do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul entendeu que a relação jurídica constituída entre os litigantes escapava ao viés comercial. E, atendo-se ao fato que o investidor suplicante era cliente da Empresa Ré – a qual tinha como atividade a “corretagem” de importâncias a serem aplicadas junto à Bolsa de Valores –, o pretório gaúcho concluiu pelo caráter consumerista do vínculo estabelecido entre eles<sup>593</sup>.

No tópico anterior foram expostos julgados que consideram as fraudes perpetradas mediante o uso de falsas procurações como casos em que a responsabilidade das sociedades corretoras é subjetiva. Mas essas mesmas situações também ensejam posicionamentos no sentido de que a responsabilidade dessas instituições financeiras independe da constatação de culpa<sup>594</sup>.

---

em procedimento administrativo fiscal e que, em razão da negativa da ré, perdeu o prazo para a apresentação. Embora não tenha quantificado o prejuízo material experimentado, certo é que sofreu angústia que extrapola o (*sic*) geralmente aceita à convivência em sociedade. Sabe-se da importância e seriedade dos procedimentos administrativos fiscais da Receita Federal, bem como das conseqüências daí advindas. 4. O valor fixado a tal título (R\$ 5.000,00) mostrou-se, no entanto, exacerbado, merecendo ser diminuído. A ofensa praticada repercutiu somente na honra subjetiva do autor, não tendo tido este abalado seu bom nome ou sua imagem. Assim, tem-se que o valor de R\$ 2.000,00 cumpre os propósitos compensatório e pedagógico-punitivo do instituto, sem causar enriquecimento sem causa ao demandante. Recurso parcialmente provido.” (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Primeira Turma Recursal Cível n. 71001519941. Recurso Cível. Relator: Des. Ricardo Torres Hermann. 27 mar. 2008. Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca/?q=71001519941&tb=jurisnova>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>593</sup> “Conflito de competência. Ação declaratória de inexistência de débito c/c reparação de danos materiais e morais e pleito de tutela antecipada. *Serviço de corretagem de valores aplicados junto à Bolsa de Valores. Suplicante cliente da empresa ré. Relação de consumo evidenciada. Incidência do pergaminho consumerista.* Existência de juízo especializado para a apreciação da *actio*. Conflito acolhido.” (SANTA CATARINA. Tribunal de Justiça. Quarta Câmara de Direito Comercial. Conflito de competência n. 2009.040530-0. Relator: José Carlos Carstens Köhler. 01 set. 2009. Disponível: <<http://app.tjsc.jus.br/jurisprudencia>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>594</sup> “Responsabilidade civil – Dano Material – Fraude na alienação de ações do sistema Telebrás por intermédio de procuração falsa – responsabilidade da corretora – Incidência do art. 11, III, da Resolução n° 1655, de 26.10.89, do Conselho Monetário Nacional, que se amolda ao art. 14 do Código de Defesa do Consumidor – Responsabilidade objetiva da fornecedora do serviço – Precedentes – Indenização pelo valor das ações na data em que foram indevidamente comercializadas, com acréscimo de correção monetária e juros de mora – Sentença de improcedência – Recurso Provido em parte.” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9098593-38.2005.8.26.0000. Relator: Des. Oscarlino Moeller. 27 jan. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsj/getArquivo.do?cdAcordao=4301859>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos). “Responsabilidade civil. Venda de ações. Nulidade. Procuração falsa. Estelionato. Danos materiais. Ocorrência. Danos morais não caracterizados. Corretora. *Responsabilidade objetiva*. Juros moratórios. Redução. Denúnciação da lide. Improcedência. É nula a venda de ações efetuada com instrumento de procuração falsificado. *Cabe à corretora (responsabilidade objetiva, nos termos do artigo 14 do CDC) e a todos os demais envolvidos o ressarcimento do autor pelos prejuízos por ele sofridos. Situação em que restaram provados apenas os danos materiais.* Quanto aos extrapatrimoniais, em não se tratando de danos morais puros, deveriam ter sido comprovados, o que não ocorreu, restando, portanto, afastados. Tendo os fatos se dado sob a égide do Código Civil de 1916, os juros moratórios devem ser 06% ao ano desde a data do evento até a entrada em vigor do novo Código, quando passam ao patamar de 12% ao ano. Já a responsabilidade da Tabela, que lavrou o subs-

De qualquer forma, sempre que a relação constituída por meio do contrato de comissão bursátil é tida como consumerista, tem-se aplicado tanto a inversão do ônus da prova em benefício do investidor individual como a anulação da cláusula de eleição de foro que lhe seja desfavorável<sup>595</sup>.

Apelação cível. Responsabilidade civil. Ação indenizatória. Responsabilidade da corretora de valores. Agente autônomo de investimento. Fraude verificada. Danos materiais. Danos morais. Inocorrência. Preliminares suscitadas afastadas. [...] 4. *Há perfeita incidência normativa do Código de Defesa do Consumidor na relação havida entre as partes, também sendo passível de aplicação ao caso em análise o disposto no art. 6º, VIII, do referido diploma legal. Norma esta que estabelece a inversão do ônus da prova neste tipo de negócio jurídico diante da hipossuficiência do consumidor frente à demandada.* 5. *A intermediação dos negócios nas bolsas de valores deve ser exercida somente por sociedade corretora membro da Bolsa de Valores, mediante prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários* 6. As corretoras de valores são responsáveis pelos atos de seus agentes que porventura vieram a causar danos à terceiros, desimportando no caso em tela que o seu agente de investimento atuasse mediante uma outra pessoa jurídica, a CLN, porquanto a prova pericial é clara ao afirmar que as operações financeiras somente foram efetivadas através da corretora demandada. 7. O autor logrou comprovar os fatos articulados na exordial, no sentido de que o agente de investimento, mediante a atuação da corretora ré, efetuou operação fraudulenta de venda de ações, ocasionando prejuízos financeiros aquele. 8. A parte demandada deve ressarcir os danos decorrentes do ato ilícito em questão, na forma do art. 186 do CC, cuja incidência decorre da prática de conduta delituosa de seu agente. 9. Não foi comprovada a ocorrência de prejuízo extrapatrimonial, ônus que se impunha à parte postulante e do qual não se desincumbiu, a teor o que estabelece o art. 333, inc. I, do Código de Processo Civil. 10. Danos morais. Somente os fatos e acontecimentos capazes de abalar o equilíbrio psicológico do indivíduo são considera-

---

tabelecimento fundado em procuração falsa, inexistente no caso concreto, pois não era sua incumbência legal a constatação da autenticidade do referido instrumento, já que presumida a fé pública dos Tabeliães, mas tão-somente a verificação da capacidade civil e a identificação de outorgante e outorgado do substabelecimento, o que foi bem cumprido. Tal situação conduz à improcedência da denúncia da lide. Apelo da ré parcialmente provido, dado provimento ao da denunciada.” (RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Décima Câmara Cível. Apelação Cível n. 70011465333. Relator: Luiz Ary Vessini de Lima. 06 out. 2005. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento.php?codigo=315806&ano=2005](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento.php?codigo=315806&ano=2005)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>595</sup> “Processual Civil. Exceção de incompetência. Corretora de valores mobiliários. Relação de consumo. Incidência da regra do art. 101, I, do CDC. *Afastamento do foro de eleição contratual. A relação entre corretora de valores mobiliários e investidor, diante do vastíssimo espectro do conceito estabelecido no art. 3º e seu pará. 2º, do CDC, configura relação de consumo. Incide, pois, na espécie, a regra do art. 101, I do CDC, que se sobrepõe ao foro de eleição do contrato, pelo que a competência é mesmo de uma das varas cíveis do foro do domicílio da autora.* Recurso desprovido.” (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara Cível. Agravo de instrumento n. 0051016-13.2008.8.19.0000. Relator: Des. Nametala Machado Jorge. 14 jan. 2009. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=00038DE471323564301AB654E7584E5E8757B4C402163A41>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).



dos para tanto, sob pena de banalizar este instituto, atribuindo reparação a meros incômodos do cotidiano. Afastadas as preliminares suscitadas e dado parcial provimento ao recurso<sup>596</sup>.

Convém mencionar a orientação assumida pela Procuradoria Federal Especializada da CVM no Parecer n. 020/2005. Conforme o entendimento desse órgão, muito embora os deveres e responsabilidades das sociedades corretoras estejam previstos na legislação do mercado de capitais e nos normativos baixados pelo CMN e pela CVM, “é seguro afirmar que as relações jurídicas surgidas entre investidores e prestadores de serviços de intermediação ensejam a incidência da Lei nº 8.078/90”<sup>597</sup>. E, ainda que não incida o regime consumerista, “a disciplina trazida pelo Novo Código Civil acerca da responsabilidade civil acaba por garantir ao investidor lesado o benefício da responsabilização objetiva do prestador do serviço, nos termos do art. 927, parágrafo único”<sup>598</sup>.

A aludida norma consagra a teoria do risco-criado, segundo a qual “aquele que, em razão de sua atividade ou profissão, cria um perigo, está sujeito à reparação do dano que causar, salvo prova de haver adotado todas as medidas idôneas a evitá-lo”<sup>599</sup>. Por-

---

<sup>596</sup> RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 70030701866. Relator: Des. Luiz Lopes do Canto. 14 out. 2009. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento.php?codigo=1726996&ano=2009](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento.php?codigo=1726996&ano=2009)>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos. Tratando da mesma questão: “Apelação cível. Ação monitoria. Corretagem. Preliminar de nulidade da sentença. Não acolhimento. Art. 330, I, do Código de Processo Civil. Livre convencimento do magistrado. Necessidade de inversão do ônus da prova por ser aplicável o Código de Defesa do Consumidor. Questão não apreciada em primeiro grau. Supressão de instância. Não comprovação pela corretora de autorização das operações realizadas. Não acolhimento. 1. Não se acolhe a preliminar de nulidade de sentença, pois inexistente cerceamento de defesa, tendo o juiz a quo entendido presentes nos autos todas as provas necessárias para seu convencimento, consoante autoriza o art. 330, I, do Código de Processo Civil, julgando antecipadamente a lide. 2. É desfeito ao Tribunal apreciar a alegação de aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor e consequente inversão do ônus da prova sem o prévio pronunciamento a respeito pelo magistrado de primeiro grau, pena de supressão de instância e ofensa ao princípio do duplo grau de jurisdição. 3. Não há como aceitar a afirmação de que algumas operações em bolsa de valores não foram por ele autorizadas, sem especificar quais, aliado ao fato de que o contratante tinha pleno conhecimento dos riscos do negócio quando assinou o contrato com a corretora. Apelo parcialmente conhecido, e na parte conhecida, desprovido. (PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Primeira Câmara Cível. Apelação n. 775.020-7. Relatora: Des. Vilma Régia Ramos de Rezende. 18 jan. 2012. Disponível em: <<http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/j/11221447/Acórdão-775020-7>>. Acesso em: 14 jan. 2014, grifos nossos).

<sup>597</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer da PFE/CVM n. 020/2005. 31 ago. 2005. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20\\_2005.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20_2005.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>598</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer da PFE/CVM n. 020/2005. 31 ago. 2005. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20\\_2005.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20_2005.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>599</sup> “O Projeto de Código Civil de 1975 (Projeto 634-B) absorveu a doutrina e estabeleceu, no art. 9292, parágrafo único: Todavia, haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para o direito de outrem [...]” “A meu ver, o conceito de risco que melhor se adapta às condições de vida social é o que se fixa no fato de que, se alguém põe em funcionamento uma qualquer

tanto, diante dos riscos decorrentes do exercício da atividade de intermediação financeira, é razoável conceber que a sociedade corretora deve responder objetivamente pelos danos relacionados a falhas na sua atuação.

Por fim, cabe frisar que, nos termos do § 1º, art. 14 do CDC, o fornecedor somente poderá afastar sua responsabilidade provando: i) que, tendo prestado o serviço, o defeito inexistiu; ii) a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro. São inaplicáveis, portanto, as excludentes do caso fortuito e da força maior na responsabilidade decorrente de defeito na prestação de serviços ao investidor-consumidor<sup>600</sup>.

Pois bem, uma vez descritas as correntes jurisprudenciais existentes a respeito do tema-problema enfrentando por esta tese, passa-se à exposição das principais conclusões possíveis de serem extraídas da investigação realizada.

---

atividade, responde pelos eventos danosos que esta atividade gera para os indivíduos, independentemente de determinar se em cada caso, isoladamente, o dano é devido à imprudência, à negligência, a um erro de conduta, e assim se configura a teoria do risco criado. Fazendo abstração da idéia de culpa, mas atentando apenas no fato danoso, responde civilmente aquele que, por sua atividade ou por sua profissão, expõe alguém ao risco de sofrer um dano.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 30 e 288). Sobre o assunto, logo após a entrada em vigor do atual Código Civil, Humberto Theodoro Júnior alertou que: “A posição do novo Código Civil corresponde a um compromisso com a responsabilidade delitual subjetiva, ou seja, com o dever de indenizar fundado na culpa, como base do sistema normativo. Ao adotar, todavia, uma abertura maior para a introdução da teoria da responsabilidade objetiva o fez em termos vagos e genéricos, deixando para a jurisprudência a tarefa de conceituar o que seja atividade de risco, caso a caso, o que pode representar o perigo de um alargamento desmesurado da responsabilidade sem culpa, contrariando a própria orientação de prestigiar como principal a responsabilidade derivada da culpa. Deve-se reafirmar que o princípio nuclear da responsabilidade civil aquiliana no novo Código é o da responsabilidade subjetiva, fundada, pois, na culpa (art. 186 e 927, caput).” (THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Comentários ao novo Código Civil*. v. III, t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 29).

<sup>600</sup> BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/18078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

## 9 CONCLUSÃO

A pesquisa relatada ao longo desta tese pode ser sintetizada da seguinte forma:

- i. A Análise Econômica do Direito e a Análise Jurídica da Economia fornecem as bases epistemológicas para compreensão dos princípios da eficiência econômica e da proteção do investidor, de maneira que ambos, conjugados, compõem a noção de *Justiça* eleita como referencial teórico do presente estudo.
  - a. A *eficiência econômica* importa, por um lado, na redução dos custos de transação<sup>601</sup> das operações financeiras<sup>602</sup> e, por outro, na imputação de responsabilidade às sociedades corretoras sempre que os gastos advindos de falhas na execução de suas funções forem superiores àqueles relacionados às medidas capazes de evitá-las;
  - b. A *proteção do investidor* envolve a aplicação dos princípios e normas estruturantes do ordenamento jurídico pátrio com o objetivo de impedir que, a esse agente econômico, sejam impostas consequências não originárias, tão somente, dos riscos próprios dos negócios com valores mobiliários. É inadmissível, portanto, que prejuízos decorrentes de anomalias na intermediação das operações bursáteis sejam suportados por quem não está encarregado de proporcionar os serviços imprescindíveis ao desenvolvimento dessa atividade.

---

<sup>601</sup> “As transações econômicas (relações contratuais) são instrumentos pelos quais os agentes econômicos procuram interagir no sentido de obter a máxima eficiência na produção ou alocação dos bens e serviços disponíveis e, deste modo, maximizar seus próprios interesses. Entretanto, essas relações contratuais destinadas à maior eficiência de produção ou distribuição acarretam um dispêndio de tempo e/ou dinheiro para sua constituição, custos estes denominados custos de transação.” (PIMENTA, Eduardo Goulart. Teoria da empresa em direito e economia. *Revista de direito público da economia*. Belo Horizonte, ano 4, n. 14, p. 55 a 74, abril-jun., 2006, p. 70).

<sup>602</sup> Na “perspectiva dinâmica da empresa (sob a ótica dos direitos dos contratos), a eficiência está justamente no incentivo às transações jurídicas, as quais, todavia, deverão ocorrer com o menor custo possível. Assim, quanto menores os custos para transacionar, maiores e mais eficientes serão as transações contratuais realizadas pela empresa.” (CARVALHO, Tomás Lima de. *Análise econômica do mercado de valores mobiliários*. Disponível em: <[http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise\\_mercado\\_imob.pdf](http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise_mercado_imob.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

- ii. O SFN brasileiro é composto por dois subsistemas: um normativo e outro operacional. Sua principal finalidade é *assegurar a higidez e a eficiência do mercado financeiro*<sup>603</sup>, motivo pelo qual o exercício das funções necessárias à conexão entre poupadores e tomadores de recursos é atribuído, *com exclusividade*, às instituições financeiras. Por conseguinte, no que tange ao mercado de bolsa, identifica-se *oligopólio legal* exercido pelas sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários quanto à prestação dos serviços necessários à execução das operações ordenadas pelos investidores individuais.
- iii. O subsistema normativo do SFN é formado por *conjunto orgânico de normas e princípios* destinado a disciplinar a conduta dos diversos agentes econômicos no mercado financeiro. Nessa perspectiva, constata-se que a *regulação ostensiva* da atividade de intermediação financeira *visa a garantir, principalmente, a confiança do público* quanto à eficiência e segurança das operações econômicas. E o meio pelo qual se busca realizar tal desiderato consiste na *tutela da integridade e da veracidade das informações fornecidas* aos investidores pelos emissores de valores mobiliários e pelas instituições intermediárias do mercado de capitais.
- iv. O subsistema operacional do SFN é organizado a partir de complexas redes contratuais e cadeias de responsabilidades que demandam *alto nível de especialização técnica* por parte das instituições financeiras que intermediam o comércio de valores mobiliários. Todavia, essas relações não podem escapar ao exame de seus significados e efeitos perante o Direito, razão pela

---

<sup>603</sup> Em caráter ilustrativo, cabe mencionar as considerações de Jeffrey Jaffe *et al* sobre as condições necessárias para que um mercado alcance nível satisfatório de eficiência. “Pressuposição 1: Nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente as suas expectativas. Pressuposição 2: O mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno. Pressuposição 3: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes. Pressuposição 4: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito. Pressuposição 5: os ativos objeto do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições. Pressuposição 6: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.” (JAFFE, Jeffrey F; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002, p. 299.)

qual a investigação realizada procedeu à análise dos aspectos jurídicos do liame constituído entre sociedade corretora e investidor individual.

- v. Tal vínculo é formalizado mediante o contrato de comissão bursátil, que deve, *obrigatoriamente*, ser celebrado por aquele que pretende efetuar investimentos em ações. Desse negócio jurídico emanam obrigações primárias e secundárias para as partes, direcionadas à execução de ordens de compra, venda e subscrição desses títulos *em nome da sociedade corretora, mas por conta de seu cliente*. Isso permite inferir que o aludido contrato:
  - a. se enquadra na *figura típica da comissão e não da corretagem*, embora a denominação “sociedade corretora”, atribuída à pessoa jurídica que sucedeu o corretor de fundos públicos em seu ofício, persista até os tempos atuais;
  - b. não tem como *objeto o valor mobiliário, mas sim o serviço* prestado para a consecução de transações com esse tipo de bem.
  
- vi. Em face dos elementos que compõem o contrato de comissão bursátil, conclui-se que a *relação jurídica instituída por meio dele é de natureza consumerista*. Isso porque:
  - a. *as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários são fornecedoras de serviços de intermediação financeira* que atuam perante todo e qualquer tipo de mercado, inclusive o de consumo;
  - b. os investidores individuais têm como características preponderantes o baixo poder econômico, o não profissionalismo e/ou a falta de controle tanto quanto à observância dos padrões operacionais das negociações financeiras como sobre a qualidade das informações prestadas pelas instituições intermediárias da BM&FBOVESPA e pelos emissores de ações. Logo, *são destinatários finais de tais serviços dotados de vulnerabilidade fática, técnica e/ou jurídica perante as sociedades corretoras*;

- c. em razão do vasto espectro abrangido pelo conceito estabelecido no § 2º do art. 3º do CDC, os serviços financeiros prestados para efetivação de negócios bursáteis podem se submeter à disciplina legal consumerista, o que se conclui com base tanto na interpretação direta daquele preceito normativo quanto na aplicação analógica das súmulas 297 e 479 do STJ.
- vii. No Brasil, existem *duas correntes jurisprudenciais* a respeito do tipo de responsabilidade imputável às sociedades corretoras por danos ocasionados aos investidores individuais. A primeira sustenta que tal responsabilidade é de ordem *subjetiva*, motivo pelo qual exige a prova da culpa daquela instituição financeira para sua verificação. A segunda defende a natureza *objetiva dessa responsabilidade com fundamentando na aplicação do CDC* à relação constituída pelo contrato de comissão bursátil. Contudo, em ambas as correntes prevalecem imprecisões quanto:
- a. ao objeto do contrato de comissão bursátil, que, conforme enfatizado, consiste na prestação de serviços de financeiros e não nos valores mobiliários negociados por intermédio das sociedades corretoras;
- b. à compreensão da tipicidade do referido contrato, vez que há entendimentos no sentido de que se encaixa nas figuras legais do mandato (art. 653 do CC/02)<sup>604</sup> ou da corretagem (art. 722 do CC/02)<sup>605</sup>;
- c. à *distinção entre prejuízos oriundos do risco do investimento e aqueles provenientes de defeitos na prestação dos serviços de intermediação financeira*, pois certos julgados tratam da mesma maneira os danos originários dessas diversas causas;
- d. à *diferença entre instituições financeiras bancárias e aquelas que operam no mercado de valores mobiliários*, vez que alguns magistra-

---

<sup>604</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 1880375620108260100. Relator: Des. Mendes Pereira. 19 set. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6201081>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>605</sup> PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Primeira Câmara Cível. Apelação Cível n. 658.091-0. Relator: Des. Luiz Antônio Barry. 05 maio 2010. Disponível em: <[http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra\\_1951506](http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra_1951506)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

dos admitem que ambas se sujeitam às regras do CDC, por força da súmula 297 do STJ.

As informações acima relacionadas permitem concluir que o regime jurídico da responsabilidade objetiva é aplicável às sociedades corretoras quando, devido ao descumprimento das obrigações pactuadas no contrato de comissão bursátil, provocam danos ao investidor individual. E isso em razão das seguintes constatações:

- i. A aplicação do sistema da responsabilidade sem culpa a essas instituições financeiras atende ao valor *Justiça*, que constitui eixo norteador dos princípios e normas estruturantes do direito brasileiro. Tanto assim que:
  - a. *A eficiência econômica* das transações financeiras efetivadas no mercado bursátil pressupõe a opção pelo modelo regulatório que ocasione menores custos de transação para aqueles que injetam seu capital nesse setor econômico<sup>606</sup>. *Tais custos são diretamente proporcionais aos riscos operacionais envolvidos nas negociações com valores mobiliários. A necessidade de prova da culpa da intermediária financeira eleva demasiadamente esses riscos, ante a maior dificuldade de ressarcimento por parte dos investidores prejudicados.* Além disso, a obrigatoriedade das sociedades corretoras arcarem com os gastos necessários para evitar infortúnios oriundos da intermediação financeira é a melhor alternativa para lidar, eficientemente, com os custos globais impostos ao mercado pelo exercício dessa atividade. E isso porque *os ônus gerados para os investidores em razão de falhas na prestação de tais serviços são, inequivocamente, superiores àqueles relacionados à prevenção dessas anomalias.* Logo, como meio de impor esse encargo às intermediárias financeiras, recomenda-se a adoção da responsabilidade objetiva para os casos de prestação irregular dos serviços financeiros.

---

<sup>606</sup> Daí dizer-se que “o mercado de valores mobiliários é, por definição, a estrutura econômica de negócios que mais se aproxima da concorrência e informação perfeitas”. (CARVALHO, Tomás Lima de. *Análise econômica do mercado de valores mobiliários*. Disponível em: <[http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise\\_mercado\\_imob.pdf](http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise_mercado_imob.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

- b. *A proteção dos investidores* somente pode ser viabilizada caso os *riscos aos quais eles se submetam sejam apenas aqueles relacionados com o investimento em valores mobiliários*. Com efeito, no mercado primário de valores mobiliários, tem-se como incontestável que “o único risco que o investidor deve correr é o risco econômico da operação, que consiste em aplicar seu capital em companhia viável ou inviável sob o aspecto de produção e circulação de riquezas”<sup>607</sup>. Lado outro, no âmbito do mercado secundário, a confiabilidade em seu sistema operacional será preservada se os preços dos valores mobiliários refletirem, integralmente, todas as informações disponíveis ao público<sup>608</sup>. Diante disso, o *regime da responsabilidade objetiva se mostra mais eficaz para tutelar o investidor individual contra perigos relacionados à execução das operações bursáteis pelas instituições intermediárias*.
- ii. O *oligopólio legal* detido pelos agentes intermediários das transações bursáteis, do qual fazem parte as sociedades corretoras, converte os investidores individuais em usuários compulsórios de seus serviços. Em contrapartida, essas *instituições financeiras devem garantir seus clientes contra qualquer lesão proveniente de irregularidade no funcionamento do sistema por elas operado*. E, para que isso ocorra, é imperioso garantir, objetivamente, a reparação das perdas que, nessas circunstâncias, os investidores experimentem.
- iii. A *intensa regulação* promovida pelo Estado no âmbito do mercado de capitais é compatível com a responsabilidade objetiva pela inobservância dos comandos normativos que regem a atuação das sociedades corretoras. Isso porque, por meio desse mecanismo, é possível *reprimir, com rigor e efetividade, condutas atentatórias à integridade do SFN e à confiança do inves-*

---

<sup>607</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 70.608/SP. Relator: Min. Ruy Rosado Aguiar. 31 out. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500365847&dt\\_publicacao=18-12-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500365847&dt_publicacao=18-12-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

<sup>608</sup> FAMA, Eugene; MACBETH, J. Risk, Return and equilibrium empirical tests. *Journal of political economy*. n. 71, maio-jun., 1973, p. 612.



*tidor* nas informações veiculadas pelos emissores de valores mobiliários e pelas instituições financeiras participantes do comércio desses bens.

- iv. A estrutura operacional do mercado bursátil evidencia o *domínio técnico das sociedades corretoras quanto aos procedimentos altamente especializados concluídos nessa seara econômica*. Por consequência, as *extremas dificuldades geradas para os investidores individuais quanto à comprovação da culpa dessas intermediárias pela infração de seus deveres e obrigações inviabiliza a admissão da responsabilidade subjetiva* nas hipóteses em que perdas resultarem da prestação inadequada dos serviços financeiros.
- v. O contrato de comissão bursátil estabelece obrigações primárias e secundárias para seus signatários. No entanto, também *incidem sobre a conduta dessas partes as normas e os princípios estabelecidos pelo CC/02, pelo SFN e pelo CDC, os quais admitem a dispensa da prova da culpa para que se impute à sociedade corretora a responsabilidade pela violação de suas obrigações legais ou contratuais*. E isso, seja com base:
  - a. na *presunção da culpabilidade* aplicável em virtude do vínculo contratual preexistente entre a vítima e o autor do dano;
  - b. na configuração da *culpa contra a legalidade*, constatada em virtude de infração a deveres consignados em lei ou regulamento ou;
  - c. em razão da *responsabilidade objetiva por fato do serviço*, que se verifica quando a sua prestação se afigura defeituosa (art. 14 do CDC).

Todavia, *na incidência coordenada dessas fontes de Direito, prevalece o regime jurídico consumerista ante sua maior eficácia para a proteção dos interesses dos investidores individuais e do mercado de valores mobiliários como um todo*.

- vi. *A ausência de isonomia entre as partes do contrato de comissão bursátil decorre da posição de superioridade técnica, econômica e jurídica da sociedade corretora em contraste com as correspondentes condições de inferioridade do investidor individual*. E, sendo de natureza consumerista a re-

lação estabelecida pelos contratantes, conclui-se que os defeitos no fornecimento dos serviços financeiros suscitam a responsabilização objetiva da sociedade corretora como forma de se preservar o equilíbrio do vínculo contratual. Nesse contexto, merece especial atenção o *defeito de informação ou de comercialização* que se verifica sempre que, “havendo o dever de informar, em vista da garantia da segurança do consumidor (a segurança legitimamente esperada), este não é cumprido”<sup>609</sup>.

- vii. *A jurisprudência nacional deve ser uniformizada no sentido de adotar a responsabilidade objetiva das sociedades corretoras* pelos danos causados aos investidores individuais em virtude de defeitos na prestação de seus serviços. Mas, para tanto, é imperioso atentar para as seguintes ponderações:
- a. a responsabilidade sem culpa da sociedade corretora perante o investidor individual decorrerá de *defeito no funcionamento dos serviços financeiros e não de características relacionadas aos ativos* adquiridos por intermédio do contrato de comissão bursátil.
  - b. ante o caráter típico do contrato celebrado para intermediação de valores mobiliários, é necessário diferenciar a responsabilidade da sociedade corretora como comissária do investidor individual daquela incidente devido à sua condição de fornecedora de serviços. Embora ambas dispensem a análise de culpa para serem implementadas, a primeira está disciplinada pelas normas de Direito do Mercado Financeiro e se aplica, por exemplo, nas hipóteses de negociações lastreadas em procurações falsas (art. 11, III da Resolução CMN n. 1.655/89). A segunda é regida pelo Código de Defesa do Consumidor, motivo pelo qual pode ser acompanhada, inclusive, da inversão do ônus da prova

---

<sup>609</sup> “O defeito de informação neste sentir, apresenta-se como falha ao dever de informar. E este tem origem na proteção do interesse legítimo do consumidor, decorrente de modo mediato do princípio da boa-fé objetiva, e imediatamente do direito subjetivo básico do consumidor à informação, consagrado no artigo 6º, III do CDC [...] Trata-se de uma falha ao dever de informar que se traduz, por consequência, em uma falha no dever de segurança, pois apenas a prestação da informação adequada garantiria a segurança do consumidor naquela situação.” (MIRAGEM, Bruno. *Direito do consumidor: fundamentos do direito do consumidor; direito material e processual do consumidor; proteção administrativa do consumidor*. São Paulo: RT, 2008, p. 270.)

nas hipóteses em que o investidor individual, além de vulnerável, afi-gurar-se como hipossuficiente.

- c. prejuízos advindos dos riscos do investimento em valores mobiliários (ex. ações) são insuscetíveis de gerar qualquer responsabilidade imputável à sociedade corretora, seja ela de ordem subjetiva ou objetiva. Se, no entanto, ela extrapolar suas funções de intermediação e, por exemplo, garantir retornos de operações financeiras, ela deverá ser responsabilizada, objetivamente, pelo respectivo defeito de informação na prestação dos seus serviços.
- d. *as instituições intermediárias do mercado de bolsa não detêm natureza bancária, razão pela qual, somente por analogia, lhes são aplicáveis as súmulas 297 e 479 do STJ.* E, embora não exista óbice para que os serviços prestados pelas sociedades corretoras sejam submetidos às regras do CDC, *isso somente deverá ocorrer quando também estejam presentes os demais requisitos determinantes das relações de consumo.*

Com base em todas essas constatações, conclui-se pela confirmação da hipótese levantada no início desta investigação. E isso porque a Teoria do Diálogo das Fontes é capaz de fundamentar a convergência da pluralidade dos instrumentos normativos necessários à disciplina jurídica do contrato de comissão bursátil. Admite-se, com isso, sua regulação simultânea pelo Direito Civil, pelo Direito do Mercado Financeiro e pelo Direito do Consumidor.

Assim, mediante o emprego da aludida técnica hermenêutica, torna-se possível tutelar os interesses dos investidores individuais mediante a responsabilização objetiva das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários em virtude de prejuízos ocasionados por defeitos na prestação de seus serviços de intermediação financeira.

## REFERÊNCIAS

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XL, n. 121, p. 160 a 181, jan.-mar., 2001.

ALMEIDA, José Queirós. Contratos de intermediação financeira enquanto categoria jurídica. *Cadernos do mercado de valores mobiliários*. N. 24, Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2006.

ALMEIDA, Fábio Portela Lopes de. A análise jurídica da economia. *Revista do mestrado em direito (Universidade Católica de Brasília)*. V. 01, n. 01, p. 49 a 101, 2007.

ALONSO, Leonardo. *Crimes contra o mercado de capitais*. São Paulo. 2007. 163 f. Dissertação (Mestrado em Direito Penal). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Disponível em: <[www.teses.usp.br](http://www.teses.usp.br)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

ANTUNES, José A. Engrácia, Os contratos de intermediação financeira. *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*. V. LXXXV, Coimbra, p. 277-319, 2007.

ALVARENGA, Maria Isabel de Almeida. Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Ano XLVII, n. 105, jan.-mar., p. 144 a 157, 1997.

ALVIM NETO, José Manuel de Arruda *et al.* *Código do Consumidor Comentado: legislação correlata*. 2. Ed. São Paulo: RT, 1995.

AMARAL NETO, Francisco dos Santos. Responsabilidade civil-II. *Enciclopédia sarai-va de direito*. v. 65.

ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAÚJO, Fernando. *Teoria econômica do contrato*. Coimbra: Almedina, 2007.

ASCENSÃO, José de Oliveira. PINA, Carlos Costa *et al* (org.). A protecção do investidor. *Direito dos valores mobiliários*. v. 4, Coimbra: Coimbra Editora, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 9. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSIS, Araken de. *Contratos nominados: mandato, comissão, agência e distribuição, corretagem, transporte*. 2. ed., REALE, Miguel; MARTINS-COSTA, Judith. (coord.), São Paulo: RT, 2005.

BACHA, Edmar Lisboa. *Incerteza jurisdicional e créditos de longo Prazo*. Disponível em <[www.iepecdg.com.br/Arquivos/ArtigosBacha/041220ResumoIncertezaLivro.pdf](http://www.iepecdg.com.br/Arquivos/ArtigosBacha/041220ResumoIncertezaLivro.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BACHA, Edmar; ARIDA, Pêrsio; REZENDE, André Lara. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: Conjectures on the case of Brazil. GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago (edit). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience: 1999 to 2003*. Cambridge: MIT Press, 2005.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. Ano 4, n. 12, p. 243 a 266, abr-jun., 2001.

BELO, Fernando. *A questão da especulação financeira*. Disponível em: <<http://sitedeideias.blogspot.com.br/2012/06/questao-da-especulacao-financieira-um.html>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: RT, 2007.

BETTI, Emílio. *Teoria generale del negozio giuridico*. Collan: Università di Camerino, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1994.

BITTAR, Carlos Alberto. BITTAR FILHO, Carlos Alberto (atual.). *Contratos comerciais*. 5. ed., Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008, p. 69.

BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM: aperfeiçoamentos recentes. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

BOITEUX, Fernando Netto. *Contratos mercantis*. São Paulo: Dialética, 2001.

BONNEAU, Thierry; DRUMMOND, France. *Droit des marchés financiers*. Paris: Economica, 2001.

BONFILS, Sébastien; *Le droit des obligations dans l'intermédiation financière*. Paris: L.G.D.J., 2005.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. Belo Horizonte: Forense, 1976.

BRASIL. Ato das Disposições Constitucionais Transitórias de 05 de outubro de 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *BM&FBOVESPA: câmara de ações (antiga CBLIC)*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SPBCBLC>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão-conjunta n. 17 de 2 de março de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/>>

Autorizacao%20para%20que%20as%20sociedades%20distribuidoras%20de%20t%C3%ADtulos%20e%20valores.asp>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Composição do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Relatório da administração 2005*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/reladmbc2005/RelatorioAdmBC2005.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BM&F Bovespa: *Breve histórico da empresa*. Disponível em: <<http://www.econoinfo.com.br/comunicados/BMFBOVESPA/Breve-Historico-da-Empresa/879518466562?p=2>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Compensação e liquidação: sistemas de compensação e liquidação*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br#1>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Compensação e liquidação: como funciona*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/servicos-de-pos-negociacao/compensacao-e-liquidacao/compensacao-e-liquidacao.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Plataforma de negociações de ações, fundos de índice (ETFs) e recibos de ações (BDRs)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Procedimentos operacionais da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Prospecto definitivo de oferta pública inicial de distribuição secundária de ações ordinárias de emissão da BOVESPA Holding S.A.* Disponível em: <[www.hsbc.com.br/1/PA\\_esf-ca-app-content/content/hbbr\\_pws/pt/para-sua-empresa/investimentos/acoes/ofertas-publicas/pdf/prospecto\\_definitivo\\_bovespa.pdf](http://www.hsbc.com.br/1/PA_esf-ca-app-content/content/hbbr_pws/pt/para-sua-empresa/investimentos/acoes/ofertas-publicas/pdf/prospecto_definitivo_bovespa.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da câmara de compensação, liquidação, e gerenciamento de riscos de operações no segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)*. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/RO-CBLC-Completo-110308-Em-vigor.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações da bolsa de valores de São Paulo S. A.* Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento de operações do segmento Bovespa: ações, futuros e derivativos de ações*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0\\_manual\\_regula\\_completo.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Regulamento do participante*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/RegulamentoParticipanteBVSP.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA *Supervisão de mercados: estatuto social*. Disponível em: <<http://www.bsm-autoregulacao.com.br/InstDownload/BSM-Estatuto-Social.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA. *Supervisão de mercados: MRP (como funciona)*. Disponível em: <[www.bovespasupervisaomercado.com.br/MRPCComoFunciona.asp](http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/MRPCComoFunciona.asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. BM&FBOVESPA *Supervisão de Mercados. Septuagésima Primeira Turma. Parecer da Gerência Jurídica no Processo do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo n. 23/2010. Relator: Wladimir Castelo Branco Castro. 16 maio 2012*. Disponível em: <[http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS\\_2310.pdf](http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/MRP/MRPCS_2310.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Banco Central do Brasil. *Decisão Conjunta 17 de 02 de março de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/Port/Atos/DecCon/Bccvm17.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Cadernos da CVM*. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno1(new).asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Caderno CVM: negociações online*. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/protin/caderno5.asp](http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno5.asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Caderno CVM: serviços de custódia e ações escriturais*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno2.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Decisão da Superintendência do Mercado e Intermediários no Processo n. SP 96/0008. Relator: Dr. Roberto Tadeu Antunes. apud OLIVEIRA, Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da Bolsa de Valores. Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, v. 57, p. 427 a 444, 2003.*

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Deliberação 01 de 23 de fevereiro de 1978*. <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli001.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Boletim de proteção do consumidor/investidor*: CVM/Senacon. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/ListaBoletim.html>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Edital de audiência pública nº 06/2007. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic\\_2007-06.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/audi/AudiPublic_2007-06.pdf)>. p. 01. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Atos normativos na esfera da CVM: estrutura normativa do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/atos.asp>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 28 de 23 de novembro de 1983. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst028.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 51 de 9 de junho de 1986. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst051.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 306 de 5 de maio de 1999. Disponível: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst306.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 310, de 09 de julho de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst310.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 380, de 23 de dezembro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/inst/inst380.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 400 de 20 de dezembro de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 409 de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst409 consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst409 consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 461 de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst461 consolid.doc>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 497 de 03 de junho de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Redir.asp?File=inst\inst497consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?File=inst\inst497consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.



BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 505 de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos\\_Re dir.asp?File=\inst\inst505consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Re dir.asp?File=\inst\inst505consolid.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa 506, de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst506.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst506.doc)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM, 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Políticas de divulgação de informações*. Rio de Janeiro: CVM, 1979.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer da PFE/CVM n. 020/2005. 31 ago. 2005. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20\\_2005.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2005/Parecer20_2005.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador 0012/2004. Voto do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. 01 ago. 2006. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg\\_uf=IA &Ano=2004&NumProc=12](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/inqueritos/DetPasAndamento.asp?sg_uf=IA &Ano=2004&NumProc=12)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM SP 2003/0463. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. 25 jan. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4554-0.HTM>>. Acesso em: 14 jan. 2014

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Recurso em processo de fundo de garantia n. SP2006/0106. (Reg. n. 6294 /08). Relator: Diretor Elizeu Martins. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2009-005D03022009.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014

BRASIL. Comissão Nacional de Bolsas. CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. *Mercado de capitais: o que é, como funciona*. 6. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução n. 1.120 de 4 de abril de 1986. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res\\_1120\\_v8\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1986/pdf/res_1120_v8_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução 1.655 de 26 de outubro de 1989. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res\\_1655\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1989/pdf/res_1655_v5_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Conselho Monetário nacional. Resolução 2.690, de 28 de janeiro de 2000. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res\\_2690\\_v4\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2690_v4_P.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Departamento Nacional do Registro do Comércio. Instrução Normativa 99 de 21 de dezembro de 2005. Disponível em: <<http://www.dnrc.gov.br/Legislacao/normativa/in99.htm>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Decreto 417 de 14 de junho de 1845. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:federal:decreto:1845-06-14;417>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Decreto 2.475 de 13 de março de 1897. Disponível em: <<http://www.lexml.gov.br>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014

BRASIL. Lei 556 de 25 de junho de 1850. Código Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l0556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l0556-1850.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 6.024 de 13 de março de 1974. Disponível em: <[www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6024.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6024.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 7.913 de 7 de dezembro de 1989. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7913.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7913.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406\\_compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406_compilada.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Procuradoria Jurídica da União. Consultoria Jurídica. Parecer CVM/PJU n. 001 de 27 jan. 2003. Interessada: Superintendência Geral da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2003/Parecer01\\_2003.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/2003/Parecer01_2003.pdf)>. Acesso em: 16 mar. 2013.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula 297. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/sumulas>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula 479. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/SCON/sumulas>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 60.693-4-SP. Relator: Ruy Rosado de Aguiar. 20 jun. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500067412&dt\\_publicacao=14-08-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500067412&dt_publicacao=14-08-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 70.608/SP. Relator: Min. Ruy Rosado Aguiar. 31 out. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500365847&dt\\_publicacao=18-12-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500365847&dt_publicacao=18-12-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial n. 1.251.746/SP. Relatora: Min. Maria Isabel Galotti. 01 set. 2011 Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=1085933&sReg=201100844860&sData=20110909&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=1085933&sReg=201100844860&sData=20110909&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 70.608/SP. Relator: Min. Ruy Rosado Aguiar. 31 out. 1995. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199500365847&dt\\_publicacao=18-12-1995&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199500365847&dt_publicacao=18-12-1995&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n. 214.281/SP. Relator: Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira. 15 maio 2003. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=400007&sReg=199900420110&sData=20030812&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=400007&sReg=199900420110&sData=20030812&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso especial n. 780.504/MG. Relator: Min. João Otávio De Noronha. 08 fev. 2010. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=927399&sReg=200501351706&sData=20100208&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=927399&sReg=200501351706&sData=20100208&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial n. 106.888/PR. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. 28 mar. 2001. Disponível em: <<https://ww2.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/IMG?seq=3034&nreg=199600563446&dt=20020805&formato=PDF>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial n. 107.3595 (2008/0150187-7 - 29/04/2011). Relatora: Min. Nancy Andrighi. 23 mar. 2011. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=843530&sReg=200801501877&sData=20110429&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial n. 586.316/MG. Relator: Min. Antônio Herman de Vasconcellos e Benjamin. Brasília, DF, 17 abril 2007. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=683195&sReg=200301612085&sData=20090319&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014).

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Especial: STJ aplica, caso a caso, CDC em relações de consumo intermediário. *Notícias*. 19 nov. 2010. Disponível em: <[http://www.stj.jus.br/portal\\_stj/publicacao/engine.wsp?tmp.area=398&tmp.texto=99044](http://www.stj.jus.br/portal_stj/publicacao/engine.wsp?tmp.area=398&tmp.texto=99044)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 1.003.893-RJ. Relator: Min. Massami Uyeda Araújo. 10 ago. 2010. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=991809&sReg=200702591700&sData=20100908&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=991809&sReg=200702591700&sData=20100908&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 58.117. Relator: Min. Ari Pargendler. 15 jun. 1999. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num\\_registro=199400389485&dt\\_publicacao=17-04-2000&cod\\_tipo\\_documento=>](https://ww2.stj.jus.br/processo/jsp/ita/abreDocumento.jsp?num_registro=199400389485&dt_publicacao=17-04-2000&cod_tipo_documento=>)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso especial n. 521.120/RS. Relatora: Nancy Andrichi. 19 fev. 2008. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=753712&sReg=200300676644&sData=20080305&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=753712&sReg=200300676644&sData=20080305&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento n. 552.959. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília, DF, 06 abril 2004. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=465966&sReg=200301748094&sData=20040517&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=465966&sReg=200301748094&sData=20040517&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 645.081/RJ. Relator: Min. Paulo Furtado (Desembargador convocado do TJBA). Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=987154&sReg=200400301623&sData=20100820&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=987154&sReg=200400301623&sData=20100820&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso especial n. 1.131.073/MG. Relatora: Min. Nancy Andrichi. 05 abril 2011. Disponível em: <[https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre\\_Documento.asp?sSeq=1029987&sReg=200900582025&sData=20110613&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=1029987&sReg=200900582025&sData=20110613&formato=PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Recurso Extraordinário 86.771-6/RJ. Relator Min. Antônio Neder. 16 nov. 1978. Disponível em: <<http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=180780>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da Terceira Região. Arguição de Inconstitucionalidade na Apelação em Mandado de Segurança n. 36.325 (90.03.32177-9). Relator Des. Americo Lacombe. D.O.E, 15.04.91.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da Terceira Região. Quinta Turma. Apelação Criminal n. 0005123-26.2009.4.03.6181/SP. Des. Luiz Stefanini. 04 fev. 2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/acordaos/Acordao/BuscarDocumentoGedpro/2520776>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 44, n. 138, p. 35-52, abril-jun., 2005.

BULGARELLI, Waldirio. *Contratos mercantis*. 13 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BULGARELLI, Waldirio. *Questões contratuais no código de defesa do consumidor*. São Paulo: Atlas, 1999.

CAHALI, Yussef Sahid. Culpa (direito civil). *Enciclopédia saraiva de direito*. V. 22.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004.

CALABRESI, Guido. Some thoughts on risk distributions and the law of torts. *The Yale law journal*. Yale: The Yale Law Journal Company, v. 70, n. 4, mar., 1961

CALABRESI, Guido. Does the fault system optimally control primary accident costs? *Law and contemporary problems*. V. 33, n. 3, p. 429-463, 2002.

CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970 *apud* COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito civil: responsabilidade civil*. v. 2, 3. ed., São Paulo: Saraiva, 2009.

CALABRESI, Guido. *The cost of accidents: a legal and economic analysis*. New Haven: Yale University Press, 1970.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHO, Tomás Lima de. *Análise econômica do mercado de valores mobiliários*. Disponível em: <[http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise\\_mercado\\_imob.pdf](http://www.elcioreis.com.br/publicacoes/analise_mercado_imob.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. *Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático*. 4. ed., São Paulo: Atlas, 2010.

CASES, José Maria Trepas; AZEVEDO, Álvaro Villaça (coord.). *Código Civil Comentado: várias espécies de contrato (artigos 693 a 817)*. v. VIII. São, 2003, 2003.

CASTRO, Marcus Faro de. A função social como objeto da análise jurídica da política econômica. *Notícia do Direito Brasileiro*. Brasília: Universidade de Brasília, 2007.

CASTRO, Marcus Faro de. Julgar a economia. *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Brasília, v. 68, n. 1, p. 190-203, jan.-mar., 2002.

CATEB, Alexandre Bueno; GALLO, José Alberto Albeny. Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos. Paper 050107-4. Latin American and Caribbean Law and Economics Association – ALACDE. *Annual papers*. Berkeley Program in Law & Economics, Berkeley: UC, 01 maio 2007. Disponível em: <<http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/050107-4>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

CAUSSE, Hervé. De la notion de consommateur. *Après le Code de la consommation: grands problèmes choisis*. Actes de colloque, Direction J. Calais-Auloy et Hervé Causse, Paris: Librairie de la Cour de Cassation, 1995, p. 24 *apud* PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006.

CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed., São Paulo: Malheiros, 2004.

CESARINO, Paula de Oliveira. *Contratos relacionais*. Nova Lima. 2007. 122 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito Milton Campos, Centro Educacional de Formação, Nova Lima, 2007.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: Securitização de crédito*. Belo Horizonte, Ed. Del Rey, 2006.

COASE, Ronald Harry. ALVES, Francisco Kümmel F.; CAOVIOLA, Renato Vieira (trad.). PORTO, Antônio José Maristrello; LENNERTZ, Marcelo (rev.). O problema do custo social. *The latin american and caribbean journal of legal studies*. Berkeley: Universidade de Chicago, v. 3, n. 1, artigo 9, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*, v. 1., 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. v. 2, 10. ed., São Paulo: Saraiva, 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. V. 3, 8. ed., São Paulo, Saraiva, 2008.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Ano 22, v. 49, p. 56 a 73, jan.-mar., 1983.

CORDEIRO, Antônio Menezes. Introdução. CANARIS, Claus-Wilhelm; CORDEIRO, Antônio Menezes (trad.). *Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989.

*Correio Web*. Disponível em: <<http://200.252.14.133/index.php?area=2 &id no ti cia=33387>>. Acesso em 14 jan. 2001.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade anônima*. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão. Análise jurídica da economia. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano L, v. 158/159, p. 53 a 86, jul.-dez., 2011.

CRANSTON, Ross. *Principles of banking law*. Oxford, Clarendon Press, 1997, pag. 164 *apud* CRANSTON, Ross. *Principles of banking law*. Oxford, Clarendon Press, 1997, pag. 164 *apud* TIMM, Luciano Benetti. O CDC e os serviços bancários no Brasil. *Revista da Faculdade de Direito da UFRGS*. Porto Alegre: UFRGS, v. 19, p. 225-236, mar. 2001.

DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

DINIZ, Maria Helena. *Dicionário jurídico*. V. 1, São Paulo: Saraiva, 1998.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. V. 7, São Paulo: Saraiva, 2009.

EIZIRIK, Nelson. Insider trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta. *Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro*. São Paulo, n. 50, p. 42 a 56, abril-jun., 1983.

EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Ano XXI, n. 48, out.-dez., p. 48 a 59, São Paulo: RT, 1982.

EIZIRIK, Nelson Laks. Responsabilidade com ou sem culpa: novo Código Civil e Código do Consumidor não se aplicam à atividade do *underwriter*. *Revista capital aberto*. Ano 3, n. 25, p. 58 a 59, set., 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

Estados Unidos da América. *Sarbanes-Oxley Act*. Disponível em: <<http://www.soxlaw.com>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. *Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil*. Brasília, 2010.

FAMA, Eugene; MACBETH, J. Risk, Return and Equilibrium empirical tests. *Journal of political economy*. n. 71, maio-jun. 1973.

FAZZIO JUNIOR, Waldo. *Manual de direito comercial: atualizado de acordo com a nova lei de falências*. 7 ed., São Paulo: Atlas, 2006.

FÉRES, Marcelo de Andrade. A rede empresarial: pelo correto conhecimento dos prepostos e dos administradores das sociedades anônimas. WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FERRAZ, Adriano. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Belo Horizonte. 2012. 164f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

FERREIRA, Eduardo Paz. Informação e mercado de valores mobiliários. *Revista da banca*. Lisboa: Associação Portuguesa de Bancos, n. 50, jul.-dez., 2000.

FERREIRA, Luiz Eduardo Martins Ferreira; HORTA, Luciana Simões Rebello Horta; FERREIRA, Fabiano de Melo. Responsabilidade das sociedades corretoras em prejuízos no mercado secundário de valores mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, Ano L, n. 158, p. 243 a 249, abril, 2011.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. v. 11, São Paulo: Saraiva, 1963.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. v. 11, São Paulo: Saraiva, 1981, p. 225 *apud* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de direitos do consumidor*. 11 ed., São Paulo: Atlas, 2012.

FIÚZA, César. *Direito civil: curso completo*. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

FONSECA, Herculano Borges da. *As instituições financeiras do Brasil*. Rio de Janeiro: Crown – Editôres Internacionais, 1970.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da. Análise econômica do direito e direito da concorrência brasileiro. *Revista brasileira de estudos políticos*. Belo Horizonte, n. 98, p. 231 a 256, jul.-dez., 2008.

FORGIONI, Paula Andréa. Análise econômica do direito (AED): paranóia ou mistificação? *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLIV, n. 139, p. 242 a 256, jul.-set., 2005.



FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FRANCISCO, José Carlos. *Função regulamentar e regulamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FRANCO, Vera Helena Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 3. ed., São Paulo: RT, 2012.

FURLANI, José Reynaldo de Almeida. *Como funciona o Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <[www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/Como%20Funciona%20o%20Sistema%20Financeiro%20Nacional%20%5BModo%20de%20Compatibilidade%5D.pdf](http://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/Como%20Funciona%20o%20Sistema%20Financeiro%20Nacional%20%5BModo%20de%20Compatibilidade%5D.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

GALLIZZI, Gustavo Oliva; REIS, Nilson. *Entre o investidor e a companhia aberta: formas de investimento, regulação, intermediação e negociação*. Texto estudado na disciplina: Direito do Mercado Financeiro: Análise Jurídica da Economia, da pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, 2011.

GARCEZ NETO, Martinho. *Prática da responsabilidade civil*. 2. ed., 1972, p. 128 *apud* CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 5. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

GARCIA, Basileu. *Instituições de direito penal*. 4. ed., São Paulo: Max. Limonad, 1970.

GICO JÚNIOR, Ivo. *Introdução ao direito e economia*. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012.

GOETZ, Charles J.; SCOTT, Robert E. Principles of relational contracts. *Virginia law review*. n. 67, p. 1089 a 1150, 1981, p. 1091 *apud* HVIID, Morten. *Long term contracts and relational contracts*. 1999, p. 53. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/4200book.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

GOMES, Orlando. AZEVEDO, Antônio Junqueira de; CRESCENZO, Francisco Paulo de. BRITO, Edvaldo (coord.). *Contratos*. 26. ed., São Paulo: Forense Universitária, 2007.

GOMES, Orlando. THEODORO JÚNIOR, Humberto (atual.). *Contratos*. 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1998.

GOODHART, Charles A. E. *Money, information and uncertainty*. Cambridge: The MIT Press, 1989, p. 104 e ss. *apud* YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sobre o poder disciplinar da CVM*. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. n. 43, p. 64 a 78, jul. set. 1981.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*. São Paulo: RT, 1990.

GRAU, Eros Roberto. GRAU, Eros Roberto. *Planejamento econômico e regra jurídica*. São Paulo: RT, 1978.

GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 1996.

GROSSI, Antônio Alberto Fernandes. *O Sistema Financeiro Nacional comentado: instituições supervisoras e operadoras do SFN & políticas econômicas, operações financeiras e administração de risco*. São Paulo: Saraiva, 2006.

G20 LEADER'S SUMMIT, 6, 2012, Los Cabos. *G20 leaders declaration*. Los Cabos: México G2012, 2012, p. 2. Disponível em: <[http://www.g20mexico.org/images/stories/docs/g20/conclu/G20\\_Leaders\\_Declaration\\_2012.pdf](http://www.g20mexico.org/images/stories/docs/g20/conclu/G20_Leaders_Declaration_2012.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

HÁFEZ, Andréa. *Amigo da corte*. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/Amigo\\_da\\_Corte.PDF](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/entrevistas/Arquivos/Amigo_da_Corte.PDF)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

HAMMEN, Horst. Consumidores, investidores privados e não profissionais: cem anos de proteção dos mais fracos no direito alemão. *Revista de direito do consumidor*. São Paulo: RT, v. 72, p. 263 a 282, out.-dez. 2009.

HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Responsabilidade pressuposta*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

HAY, Jonathan; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Toward a theory of legal reform. *European economic review*. V. 40, n. 3 a 5, abril 1996.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Compilation guide on financial soundness indicators*. IMF: Washington DC, 2004.

JAFFE, Jeffrey F; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

JOST, Mariana Silveira Martins. *Insider trading: uma análise crítica*. 2008. 74f. Monografia (Graduação em Direito). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro (uma introdução)*. São Paulo: Renovar, 2007.

LARA, Fabiano Teodoro de Rezende. *E-civitas revista científica do departamento de ciências jurídicas, políticas e gerenciais do UNI-BH*. Belo Horizonte, vol. I, n. 1, nov-2008.

LARENZ, Karl. BRITZ, Jaime Santos (trad.). *Derecho de obligaciones*. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. As sociedades corretoras como comissárias *del credere*: crédito com privilégio especial em liquidação extrajudicial. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES FILHO, Luis Gastão. Derivatives suitability. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 102, p. 59 a 71, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Garantia e responsabilidade nas operações a termo. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989.

LIMA, Alvino. *Culpa e risco*. São Paulo: RT, 1964.

LEVY, Maria Bárbara. *História da bolsa de valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os valores mobiliários. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. Ano 10, n. 36, p. 27 a 42, abril a jun. 2007

LOPES, José Reinaldo de Lima. Consumidor e Sistema Financeiro. *Revista de direito do consumidor*. São Paulo: RT, n. 22, p. 87-101, abril-jun. 1997.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. 7. ed., São Paulo: Atlas, 1998.

LUCCA, Newton de. *Das corretoras de títulos e valores mobiliários* (roteiro de apresentação). Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton\\_De\\_Lucca\\_JurisprudAAnciaFinal.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-interativas/Newton_De_Lucca_JurisprudAAnciaFinal.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MADEIRA, José Maria Pinheiro. *Administração pública centralizada e descentralizada*. São Paulo: América Jurídica, 2. ed., 2005.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. *Mecanismo de garantia de depósitos e investimentos no mercado financeiro brasileiro: análise jurídica do FGC*. 2013. 192 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

MARINS, James. *Responsabilidade da empresa pelo fato do produto: os acidentes do consumo no Código de Proteção e Defesa do Consumidor*. São Paulo: RT, 1993.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 6. ed., São Paulo: RT, 2011.

MARQUES, Cláudia Lima. Relações de consumo na pós-modernidade: em defesa de uma interpretação finalista dos Artigos 2º e 29 do CDC. *Revista da Faculdade de Direi-*

*to de Campos*. Rio de Janeiro: Campos dos Goytacazes, v. 1, n. 1, p. 81 a 143, jan.-jun. 2000.

MARQUES, Cláudia Lima. Superação das antinomias pelo diálogo das fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002. *Revista da ESMESE*. n. 7, Aracaju: ESMESE/TJ, 2004.

MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIM, Antônio Herman de Vasconcellos e; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. 3. ed., São Paulo: RT, 2010.

MARTINS, Fran. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina (atual.). *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MARTINS, Plínio Lacerda. *Anotações ao Código de Defesa do Consumidor*. 3 ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. A natureza jurídica das atividades das bolsas de valores. *Revista de administração de empresas*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, n. 26., jan.-mar., 1986.

MAZZILLI, Hugo Nigro. *A defesa dos interesses difusos em juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 27. ed., São Paulo: Editora Malheiros, 2002.

MELO, José Tarcizio de Almeida. *Direito constitucional do Brasil*. Belo Horizonte: Del Rey, 2008.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. II, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1953.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. VI, 2. parte, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos S.A., 1956.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. VI, 3. Parte, 5. ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos S.A., 1956.

MENDONÇA, Manuel Inácio Carvalho de. *Contratos no direito civil brasileiro*. V. 1, 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1957.

MENDONÇA, Manuel Inácio Carvalho de. *Doutrina e prática das obrigações*. vol. 2, 4. ed., Rio de Janeiro: Revista Forense, 1956.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Oitava Câmara Cível. Apelação Cível 1.0024.10.292476-8/001. Relator: Des. Corrêa Camargo 30 out. 2012. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Sétima Câmara Cível. Apelação Cível 1.0702.07.359049-0/001. Relator: Des. Luciano Pinto. 14 jun. 2012. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara Cível. Apelação Cível 1.0024.06.002041-9/001. Relator: Des. Luiz Carlos Gomes da Mata. 03 mar. 2011. Disponível em: <<http://www5.tjmg.jus.br/jurisprudencia/pesquisaNumeroCNJEspelhoAcordao.do?&numeroRegistro=1&totalLinhas=2&paginaNumero=1&linhasPorPagina=1&numeroUnico=0020419-25.2006.8.13.0024&pesquisaNumeroCNJ=Pesquisar&>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MINAS GERAIS. Tribunal de Alçada. Quinta Câmara Cível. Apelação n. 360.566-7. Relator: Des. Eduardo Mariné da Cunha. 09 maio 2002. Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/5779327/200000036056670001-mg-2000000360566-7-000-1-tjmg>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MIRAGEM, Bruno. *Direito do consumidor: fundamentos do direito do consumidor; direito material e processual do consumidor; proteção administrativa do consumidor; direito penal do consumidor*. São Paulo: RT, 2008.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado: parte especial*. Tomo XLIII, 2. ed., Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1963.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1991.

MOREIRA, Egon Bockmann. Agências administrativas, poder regulamentar e o sistema financeiro nacional. *Revista diálogo jurídico*. Salvador: Centro de Atualização Jurídica. V. I, n. 7, out., 2001. Disponível em: <[www.direitopublico.com.br/pdf\\_7/DIALOGO-JURIDICO-07-OUTUBRO-2001-EGON-MOREIRA.pdf](http://www.direitopublico.com.br/pdf_7/DIALOGO-JURIDICO-07-OUTUBRO-2001-EGON-MOREIRA.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

MORONE, José Oswaldo Fernandes Caldas. *A indústria de fundos de investimento: o poder regulamentar como garantia ao investidor e a responsabilidade civil do administrador de fundos*. São Paulo. 937f. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

NEVES, Rubia Carneiro. Repressão ao *insider trading*: uma expressão de democracia. *Anais do XX encontro nacional do CONPEDI*. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2011.

NEVES, Rui de Oliveira. Fiscalização e proteção do investidor: alguns problemas do governo societário. DUARTE, Rui Pinto (coord.); VASCONCELOS, Pedro Pais de;

ABREU, J. Coutinho de. *I congresso direito das sociedades em revista*. Lisboa: Almedina, 2011.

NORTH, Douglass Cecil. Transaction costs, institutions, and economic performance. *Occasional papers*. São Francisco: Centro Internacional para o Crescimento Econômico, n. 30, 1992.

OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. CVM – Comissão de Valores Mobiliários e mercado de capitais. *Revista de direito público*. São Paulo: RT, v. 22, n. 89, p. 256 a 262, jan.-mar., 1989.

OLIVEIRA, Fernando Antônio Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. 1989. 221 f. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1989.

OLIVEIRA, Gilson; PACHECO, Marcelo. *Mercado financeiro: objetivo e profissional*. Fundamento Educacional: São Paulo, 2011.

OLIVEIRA, Renato Ayres Martins de. Infiel execução de ordem na alienação de valores mobiliários e a responsabilidade ilimitada do fundo de garantia da bolsa de valores. *Revista de direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Jurídicos, v. 57, p. 427-444, 2003.

PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Primeira Câmara Cível. Apelação Cível n. 658.091-0. Relator: Des. Luiz Antônio Barry. 05 maio 2010. Disponível em: <[http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra\\_1951506](http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra_1951506)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PARANÁ. Tribunal de Justiça. Décima Segunda Câmara Cível. Apelação Cível n. 965124-1. Relator: Des. João Domingos Küster Puppi. 28 nov. 2012. Disponível em: <<http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/j/11392979/Acórdão-965124-1>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PARANÁ. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara Cível. Apelação Cível n. 935.938-6. Relator: Victor Martin Batschke. 27 nov. 2012. Disponível em: <[http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra\\_11388736](http://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/publico/pesquisa.do?actionType=visualizar#integra_11388736)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PASTOR, Fernando Zunzunegui. Una aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores. CHACÓN, Rafael Arturo Acosta *et al* (coord). *Temas de derecho financiero contemporáneo*. Bogotá: Centro Editorial Rosarista, 2006.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. V. 1, 19. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999.

PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil*. v. 2, 18. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. v. 3, 10. ed., Rio de Janeiro: Forense, 1999.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. v. 3, 13 ed., Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento. *Revista de direito do consumidor*. São Paulo: RT, v. 16, n. 61, p. 190-202, jan./mar., 2007.

PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. *Direito administrativo*. 14. ed., São Paulo, Atlas, 2002.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Direito societário e contratos relacionais: a eficiência econômica e o papel do Código Civil no preenchimento das lacunas contratuais das sociedades limitadas. *Latin american and caribbean law and economics association (ALACDE) annual papers*. Berkeley: CA, n. 043007-1, 30 abril 2007. Disponível em: <<http://repositories.cdlib.org/bple/alacde/043007-1>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PIMENTA, Eduardo Goulart. *Recuperação de empresas: um estudo sistematizado da nova lei de falências*. São Paulo: IOB Thomson, 2006.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Teoria da empresa em direito e economia. *Revista de direito público da economia*. Belo Horizonte, ano 4, n. 14, p. 55 a 74, abril-jun., 2006.

PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA, Henrique Avelino R. P. Análise econômica do direito e sua relação com o Direito Civil. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*. Belo Horizonte, n. 57, p. 85-138, jul./dez. 2010.

PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. O princípio da preservação da empresa em crise econômico-financeira em direito & economia. *Revista da Faculdade Mineira de Direito*. v. 11, n. 21, p. 97 a 120, 1. sem./jan., 2008.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2005.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2. ed., Rio de Janeiro, Forense, 1982.

PORTO, Antônio José Maristrello. Análise econômica da responsabilidade civil. TIMM, Luciano Benetti (org.). *Direito e economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012.

PORTUGAL. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Código do Mercado de Valores Mobiliários. Disponível em: <[www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/)>

diplomas%20revogados/codigomvm/pages/codigo\_titulo1.aspx>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PORTUGAL. Decreto-Lei 222 de 22 de junho de 1999. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Legislacao%20Complementar/Investidores/Pages/DLn222\\_1999.aspx?nrmode=unpublished](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Legislacao%20Complementar/Investidores/Pages/DLn222_1999.aspx?nrmode=unpublished)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PORTUGAL. Decreto-Lei 357-A, de 31 de Outubro de 2007. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm\\_titulo1.aspx](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobiliarios/pages/cvm_titulo1.aspx)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

PORTUGAL. Decreto-Lei 486 de 13 de novembro de 1999. Código dos Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao\\_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobi](http://www.cmvm.pt/cmvm/legislacao_regulamentos/codigo%20dos%20valores%20mobi)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

POSNER, Richard. *Economic analysis of law*. 5 ed., Nova York: Aspen Law & Business, 1998.

POSNER, Richard Allen. *Maximización de la riqueza y tort law: una investigación filosófica*. Disponível em: <[www.eumed.net/cursecon/textos/posner-tort.pdf](http://www.eumed.net/cursecon/textos/posner-tort.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

POSNER, Richard. The law and economics of contractual interpretation. *Texas law review*, v. 83, n. 06, 2005.

PRATA, Ana. *Contrato de adesão e cláusulas contratuais gerais*. Coimbra: Almedina, 2010.

RASSIER, Leandro Hirt. *Entenda o mercado de ações: faça da crise uma oportunidade*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

REQUIÃO, Rubens. *Aspectos jurídicos da representação comercial*. Curitiba, 1950. 64 f. Dissertação (Livre Docência). Faculdade de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 1950.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. v. 2, São Paulo: Saraiva, 1995.

REQUIÃO, Rubens. *Do representante comercial*. Rio de Janeiro: Forense, 1968.

REQUIÃO, Rubens. O Contrato de concessão de venda com exclusividade (Concessão Comercial). *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros. n. 7, 1972.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Décima Oitava Câmara Cível. Apelação Cível n. 2009.001.15820. Relatora: Des. Jacqueline Lima Montenegro. 09 jun. 2009. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=000367C9DBEB5805862CBC8D65E5C149C2B992C4021F215C>>. Acesso em: 14 jan. 2014.



RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara Cível. Agravo de instrumento n. 0051016-13.2008.8.19.0000. Relator: Des. Nametala Machado Jorge. 14 jan. 2009. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=00038DE471323564301AB654E7584E5E8757B4C402163A41>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara Cível. Apelação Cível n. 24.729/2007. Relator: Joaquim Alves de Brito. 30 out. 2007. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=00038CD1F0A121B8597A0C2A1E658056003A7CF3C3542A1B>>. Acesso em: 14 jan. 2014

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara Cível. Apelação Cível n. 185.508-51.1999.8.19.0001. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. 28 maio 2011. Disponível em: <<http://srv85.tjrj.jus.br/ConsultaDocGedWeb/faces/ResourceLoader.jsp?idDocumento=000359977DC01EBE0280964B1B41BB918051CCC403080C08>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação 2008.001.18099. Relator: Antônio Saldanha Palheiro. 24 abril 2008. Disponível em: <<http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=0003944D9E05A786B253594B4D1F0319BF58D9C40202104F>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara Cível. Apelação Cível n. 3163/90. Relator: Des. Hilário Alencar. 20 abril 1990. Disponível em: <<http://srv85.tjrj.jus.br/ConsultaDocGedWeb/faces/ResourceLoader.jsp?idDocumento=0003FB09A804793D881656CDAE7EAD45948C65C402450550>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Décima Câmara Cível. Apelação Cível n. 70011465333. Relator: Luiz Ary Vessini de Lima. 06 out. 2005. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento.php?codigo=315806&ano=2005](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento.php?codigo=315806&ano=2005)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Oitava Câmara Cível. Apelação Cível n. 591034061. Relator: Clarindo Favretto. 26 set. 1991. Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 590088381. Relator: Des. Ruy Rosado Aguiar. 28 mar. 1991. Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca/?tb=jurisnova>>. Acesso em: 14 jan. 2014

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Décima Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 70033001033. Relator: Otávio Augusto de Freitas Barcellos. 09 jun. 2010. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2010&codigo=1024477](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2010&codigo=1024477)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Primeira Turma Recursal Cível n. 71001519941. Recurso Cível. Relator: Des. Ricardo Torres Hermann. 27 mar. 2008.

Disponível em: <<http://www.tjrs.jus.br/busca/?q=71001519941&tb=jurisnova>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Embargos de Declaração n. 70032894016. Relator: Jorge Luiz Lopes do Canto. 16 dez. 2009. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2009&codigo=2170812](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2009&codigo=2170812)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara Cível. Apelação Cível n. 70030701866. Relator: Des. Luiz Lopes do Canto. 14 out. 2009. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento.php?codigo=1726996&ano=2009](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento.php?codigo=1726996&ano=2009)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RIO GRANDE DO SUL. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara Cível. Apelação Cível n. 70029522232. Relator: Des. Carlos Cini Marchionatti. 28 nov. 2012. Disponível em: <[http://www1.tjrs.jus.br/site\\_php/consulta/download/exibe\\_documento\\_att.php?ano=2012&codigo=2216895](http://www1.tjrs.jus.br/site_php/consulta/download/exibe_documento_att.php?ano=2012&codigo=2216895)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

ROBBINS, Lionel. *An essay on the nature and significance of economic science*. 2. ed., London: Macmillan and Co., Limited., 1945, p. 16. Disponível em: <[www.mises.org/books/robbinsessay2.pdf](http://www.mises.org/books/robbinsessay2.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

ROCHA, Bolivar B. M. O poder normativo de órgãos da administração: O caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XLVII, n. 64, out.-dez., p. 47 a 70, 1986.

RODRIGUES, Pedro Miguel S. M. *A intermediação financeira: em especial os deveres de informação do intermediário perante o cliente*. Coimbra. 2011. 57 f. Dissertação (Mestrado Científico em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Coimbra, 2011. Disponível em: <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A protecção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001.

ROQUE, Sebastião José. *Os contratos de agência e de distribuição são autônomos, sem vinculações com outros*. Disponível em: <[http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os\\_contratos\\_de\\_agencia\\_e\\_de\\_distribuicao\\_sao\\_autonomos\\_sem\\_vinculacoes\\_com\\_outros](http://uj.novaprolink.com.br/doutrina/7649/os_contratos_de_agencia_e_de_distribuicao_sao_autonomos_sem_vinculacoes_com_outros)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

ROSEVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2007.

ROSEVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. *Direito dos contratos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

SADDI, Jairo. *O mercado de crédito só irá se desenvolver com um Judiciário coerente*. Entrevista concedida a Andréa Háfez. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070813NotA.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/070813NotA.asp)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SADDI, Jairo. *Por quê é preciso combinar eficiência com equidade no judiciário*. Carta Forense, 11 jan. 2006.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O contrato futuro*. São Paulo: Cultura, 2000.

SAMPAIO, Gustavo José Marrone de Castro. *O Estado regulador*. São Paulo. 2007. 129f. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SANTA CATARINA. Tribunal de Justiça. Quarta Câmara de Direito Comercial. Conflito de competência n. 2009.040530-0. Relator: José Carlos Carstens Köhler. 01 set. 2009. Disponível: <<http://app.tjsc.jus.br/jurisprudencia>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SANTA CATARINA. Tribunal de Justiça. Segunda Câmara de Direito Civil. Apelação Cível n. 2006.031372-3. Relator: Des. Sérgio Izidoro Heil. 29 abril 2010. Disponível em: <<http://app6.tjsc.jus.br/cposg/servlet/ServletArquivo?cdProcesso=010008P0Z0000&nuSeqProcessoMv=null&tipoDocumento=D&cdAcordaoDoc=null&nuDocumento=2379287&pdf=true>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SANTOS, Theophilo de Azeredo. *Manual de títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Cia Editora Americana, 1971.

SANTOS, Gonçalo André Castilho dos. *A responsabilidade civil do intermediário financeiro perante o cliente*. Coimbra: Almedina, 2008.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Décima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0137693-08.2009.8.26.0100. Relator: Des. Cauduro Padin. 03 ago. 2011. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5299852>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Ministério Público. Conflito de atribuições (Protocolo n. 61212/00). Procurador de Justiça: José Geraldo Brito Filomeno. 26 set. 2000. Disponível em: [http://www.mp.sp.gov.br/portal/page/portal/cao\\_consumidor/conflitos\\_atribuicao/ca\\_razao\\_materia/rela%C3%A7%C3%A3o%20entre%20investidores%20e%20corretoras.htm](http://www.mp.sp.gov.br/portal/page/portal/cao_consumidor/conflitos_atribuicao/ca_razao_materia/rela%C3%A7%C3%A3o%20entre%20investidores%20e%20corretoras.htm)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Segundo Tribunal de Alçada Civil. Quarta Câmara. Apelação n. 589.730-00/9. Relator: Juiz Celso Pimentel. 20 mar. 2001. Disponível em: <<http://brasildo.com/tribunal-de-justica/parana/2011-09-13/p-2034>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Quarta Câmara Cível. Apelação Cível nº 102.653-1. Relator: Des. Alves Braga. 16 fev. 1989.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Quarta Câmara de Direito Privado. Apelação Cível n. 321.059.4/4-00. Relator: Francisco Loureiro. 20 abril 2006. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=1973334>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9098593-38.2005.8.26.0000. Relator: Des. Oscarlino Moeller. 27 jan. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4301859>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Nona Câmara de Direito Privado. Apelação Cível n. 9196910-03.2007.8.26.0000. Relator: Des. Antonio Vilenilson. 7 ago. 2012. Disponível em: <[http://www.jusbrasil.com.br/filedown/dev6/files/JUS2/TJSP/IT/APL\\_9196910032007826\\_SP\\_1345932780949.pdf](http://www.jusbrasil.com.br/filedown/dev6/files/JUS2/TJSP/IT/APL_9196910032007826_SP_1345932780949.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara de Direito Privado. Agravo de Instrumento n 994.09.290207-6. Relator: Des. Dimas Carneiro. 03 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4308263>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sétima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 1880375620108260100. Relator: Des. Mendes Pereira. 19 set. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6201081>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9001329-79.2010.8.26.0506. Relator: Des. Alexandre Lazzarini. 27 set. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6230656>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação cível n. 9001329-79.2010.8.26.0506. Relatora: Des. Alexandre Lazzarini. 10 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6230656>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Sexta Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9095755-83.2009.8.26.0000. Relator: Des. Paulo Alcides. 17 jul. 2011. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5256628>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Câmara da Seção de Direito Privado. Apelação n. 992.05.134283-8. Relator: Des. Edgard Rosa. São Paulo, SP, 10 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4316643>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 992.05.134283-8. Relator: Des. Edgard Rosa. 10 fev. 2010. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=4316643>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 2087548920108260100 SP 0208754-89.2010.8.26.0100. Relator: Des. Marcos Ramos. 04 out. 2012. Disponível em: <<http://esaj.tj.sp.gov.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6242926>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Quinta Câmara de Direito Privado. Apelação com revisão n. 0126136-87.2010.8.26.0100. Relator: Mendes Gomes. 01 out. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6233978>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Trigésima Sexta Turma. Apelação n. 0369266-55.2010.8.26.0000. Relator: Des. Edgard Rosa. 08 mar. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5740228>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0087921-85.2009.8.26.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 07 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5902990>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9202094-03.2008.8.26.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 18 jun. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6022544>> Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Quarta Câmara de Direito Privado. Apelação cível n. 9170711-75.2006.8.26.0000. Relatora: Des. Maria Lúcia Pizzotti. 10 maio 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5963285>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação Cível n. 0397973-82.2009.8.26.0577. Relator: Luiz Antônio Rizzatto Nunes. 20 jun. 2012. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6104009>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Sétima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0010541-55.2001.8.26.0100. Relatora: Des. Berenice Marcondes Cesar. 05 fev. 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6503562>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0123209-89.2012.8.26.0000. Vigésima Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Álvaro Torres Junior. 25 jun. 2012. <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=5996141>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Oitava Câmara de Direito Privado. Apelação com revisão n. 992729002. Relator: César Lacerda. 26 maio 2009. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=3703385>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Vigésima Terceira Câmara de Direito Privado. Apelação n. 0309741-45.2010.8.26.0000 Relator: Des. Paulo Roberto de Santana. 20 mar. 2013. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=6668996>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de direito civil*. v. 5, 2 ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961.

SILVA, Clóvis do Couto e. *A obrigação como processo*. São Paulo: FGV, 2006.

SILVA, Plínio Marcos de Sousa. *Mercado de capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores*. Ribeirão Preto. 2008. 165f. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito “Laudo de Camargo”, Universidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2008.

SIMON, Herbert A. *Rational decision-making in business organizations*. Nobel Memorial Lecture. 1978, p. 356. Disponível em: <[http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1978/simon-lecture.pdf](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1978/simon-lecture.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil: responsabilidade civil e sua interpretação doutrinária e jurisprudencial*. 5. ed., São Paulo: RT, 2001.

SZTAJN, Rachel. Law & Economics. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito & economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

SZTAJN, Rachel; AGUIRRE, Basília. Mudanças institucionais. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; AZEVEDO, Paulo Furquim. Economia dos contratos. ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TEIXEIRA, Felipe Canabarro. Os deveres de informação dos intermediários financeiros em relação a seus clientes e sua responsabilidade civil. *Cadernos do mercado de valores mobiliários*. N. 31, dez., p. 50 a 87, Lisboa: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2008.

TEPEDINO, Gustavo, BODIN DE MORAES, Maria Celina e BARBOZA, Heloísa Helena. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

TEPEDINO, Gustavo. TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo de (Coord.). *Comentários ao novo Código Civil: das várias espécies de contrato, do mandato, da comissão, da agência e distribuição, da corretagem, do transporte*. V. X, Rio de Janeiro: Forense, 2008.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Comentários ao novo Código Civil*. v. III, t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de agência e distribuição no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 812, p. 22 a 40, jun. 2003.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. Do contrato de comissão no novo Código Civil. *Revista dos tribunais*. São Paulo: RT, v. 92, n. 814, p. 26 a 43, ago., 2003.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais. SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e autorregulação no Brasil e a crise internacional*. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo\\_MarceloTrindade.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf)>. Acesso em 22 mai. 2011.

UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 39 de 14 de janeiro de 2004. Disponível em: <[http://www.europarl.europa.eu/commonpositions/2004/pdf/c5-0015-04-part.2\\_pt.pdf](http://www.europarl.europa.eu/commonpositions/2004/pdf/c5-0015-04-part.2_pt.pdf)>. Acesso em: 14 jan. 2014.

UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 65 de 23 de setembro de 2002. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=oj:l:2002:271:0016:0024:pt:pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

UNIÃO EUROPÉIA. Diretiva 31 de 08 de junho de 2000. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2000:178:0001:0001:PT:PDF>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos mercantis e a teoria geral dos contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VIANA, Octávio. *Minoritários vs. qualificados: Acordo de defesa e voto*. Disponível em: <<http://www.associacaodeinvestidores.com/index.php/artigos-e-teses/63-artigos/136-minoritarios-vs-qualificados-acordo-de-defesa-e-voto>>. Acesso em: 14 jan. 2014.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. Milão: Casa Editorial Doutor Francesco Vallardi, 1928.

YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futures e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, n. 34, p. 198 a 218, out-dez, 2006.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WALD, Arnoldo. A caracterização da corretora de câmbio e títulos como instituição financeira e seu regime legal. *Revista de informação legislativa*. Brasília: Senado Federal, ano 17, n. 65, p. 249 a 256, jan.-mar., 1980.

WALD, Arnoldo. Entrevista. *Informativo IASP*. N. 72, abril-maio, 2005.

WALD, Arnaldo. *Revista da CVM*. n. 35, abril, 2002.

WALD, Arnaldo. O direito do consumidor e suas repercussões em relação as instituições financeiras. *Revista de informação legislativa*. v.28, nº 111, p. 295 a 312, jul./set. de 1991.

WALD, Arnaldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *Revista de direito bancário e do e do mercado de capitais*. São Paulo: RT, ano 9, n. 32, p.15-34, abril-jun., 2006.

ZETTEL, Fabiano Campos. *Os efeitos da affectio societatis nas sociedades de capitais e nos acordos de acionistas*. Belo Horizonte, 2004. 98 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2004.