

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO – PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO

JOSÉ ELIAS ALVARENGA DE PÁDUA

REGIME JURÍDICO DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

Belo Horizonte

2014

JOSÉ ELIAS ALVARENGA DE PÁDUA

REGIME JURÍDICO DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do grau de mestre em Direito na Área de Concentração em Direito Empresarial, Linha de Pesquisa “A Expressão da Liberdade em Face da Pessoa e da Empresa”, sob a orientação da Professora Moema Augusta Soares de Castro.

Belo Horizonte

2014

P125r Pádua, José Elias Alvarenga de
Regime jurídico das negociações bursáteis / José Elias
Alvarenga de Pádua. - 2014.

Orientadora: Moema Augusta Soares de Castro.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas
Gerais, Faculdade de Direito.

1. Direito comercial - Teses 2. Mercado de capitais 3.
Bolsa de valores 4. Contratos 5. Obrigações I. Título

CDU: 332.6

Dissertação defendida e aprovada, em _____, pela banca
examinadora constituída pelos professores:

Professora Doutora Moema Augusta Soares de Castro - Orientadora

Para minha querida esposa e meu querido filho.

AGRADECIMENTOS

A gratidão é nisso o segredo da amizade, não pelo sentimento de uma dívida, pois nada se deve aos amigos, mas por superabundância de alegria comum, de alegria recíproca, de alegria partilhada¹.

Devo um sincero e fraterno agradecimento às várias pessoas que foram essenciais no mestrado. São elas:

(i) Minha esposa e meu filho, para os quais inclusive dedico este trabalho, por terem compreendido as minhas inevitáveis ausências e por me darem o suporte familiar necessário para viabilizar meus compromissos acadêmicos;

(ii) Meus pais, irmãos, cunhados, sogros e amigos, por terem acompanhado de perto minha trajetória com a confortante e habitual torcida;

(iii) Professores Vinícius Gontijo, Alexandre Zocrato e Fabrício Sabina, cruciais na minha formação profissional e acadêmica na área do Direito Empresarial;

(iv) Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, de quem eu tive o privilégio de ter sido aluno por dois semestres consecutivos em disciplinas isoladas;

(v) Bernardo Vianna Freitas e Adriano Ferraz, amigos e colegas de mestrado;

(vi) Amigos (e não apenas colegas) do Brito & Maia Sociedade de Advogados, em especial Pedro Brito, Eduardo Caixeta, Felipe Maia, Guilherme Capuruço, Bruna Caixeta, Thiago Riccio, Vinícius Marins, Marcela Castro, Marcelo Corrêa, Diogo Lima, Francisco Cortes e Rafael Diniz, porque foram imprescindíveis para esta dissertação, pelo companheirismo nos trabalhos, pelo convívio diário e pelas experiências profissionais e acadêmicas que passamos juntos;

(vii) Todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG que participaram direta ou indiretamente da minha formação, sempre com muita sabedoria e experiência;

(viii) Todos os funcionários da biblioteca e da secretaria do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, sempre muito atenciosos e prestativos no atendimento;

¹ COMTE-SPONVILLE, André. **Pequeno Tratado das Grandes Virtudes**, Martins Fontes: São Paulo, 1995, p. 152.

(ix) Professor Sérgio Mourão Corrêa Lima, responsável pela orientação basilar desta dissertação e pelas perguntas difíceis que deram o alicerce e a estrutura necessária para viabilizar o relatório de pesquisa e as conclusões desta dissertação;

(x) Professores Marcelo Andrade Féres, Leonardo Netto Parentoni e Eduardo Goulart Pimenta, por terem gentilmente aceitado participar da banca examinadora para a defesa desta dissertação; e

(xi) Por fim, e com entusiasmada homenagem, professora Moema Augusta Soares de Castro, que me recebeu de braços abertos na finalização da orientação deste trabalho.

RESUMO

As negociações bursáteis são o eixo de sustentação do mercado de títulos e valores mobiliários, do qual pode emergir o desenvolvimento econômico e social de um país. Porém, apesar de complexas e incertas, são percebidas como simples e seguras pelos investidores, que não demonstram qualquer interesse em conhecer os procedimentos que as viabilizam. O ferramental tecnológico e a confiança recíproca mantida entre seus participantes são responsáveis pelo incentivo e pela redução da complexidade nas negociações bursáteis, mas camuflam as diversas relações jurídicas estabelecidas nesse sistema negocial. Isso dificulta a correta compreensão de seu regime jurídico e permite interpretações equivocadas e aplicação atécnica de seus preceitos jurídicos. O objetivo deste trabalho, nesse contexto, consiste em examinar as negociações bursáteis sob o ponto de vista estritamente jurídico. De forma sistemática e coesa, buscamos identificar e analisar as várias relações jurídicas que se formam nesse sistema negocial para, a partir daí, compreender seu funcionamento e avaliar seus mecanismos de garantia.

PALAVRAS-CHAVE: direito do mercado de capitais, mercado de valores mobiliários, bolsa de valores, negociações bursáteis, BM&FBovespa, contraparte central, câmara de compensação, *clearing house*, sistema contratual, mecanismos de garantia sistêmica, alavancagem financeira, mercado secundário, mercado à vista, mercado a termo, mercado de opções, empréstimo de ações, financiamento para compra de ações, conta margem, margem de garantia, contratos, obrigações.

ABSTRACT

Trading in stock exchange is the key to the Stock Market which can bring a social and economical development to a country. Despite the complexity and uncertainty, investors see stock exchange's trading as a simple and safe deal and they are not interested in knowing the trading's procedures. While technology tools and mutual trust among its participants are responsible for reducing the complexity of trading in stock exchange, contractual system and its legal relationships are hidden and unknown. This hampers the correct understanding of their legal status and allows non-technical uses and misinterpretations of its legal precepts. In this context we intend to examine the trading in stock exchange under a strictly legal point of view. We want to identify and analyze several legal relationships formed in contractual system where the trading in stock exchange happens and understand its operation and safeguard mechanisms.

KEYWORDS: capital market law, securities market, stock exchange, trading in stock exchange, BM&FBovespa, clearing house, contractual system, safeguard mechanisms of stock exchange, financial leverage, secondary market, spot market, forward market, option contract, stock loan, margin account, contracts, obligations.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1: Operações passivas e ativas no Mercado Financeiro Estrito Senso	22
Ilustração 2: Mercado de Capitais (com <i>desintermediação financeira</i>)	23
Ilustração 3: Ilustração extraída do Portal do Investidor	42
Ilustração 4: Grupos dos Investidores	44
Ilustração 5: Representação Gráfica das Negociações Bursáteis	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Subdivisão do Sistema Financeiro Nacional	21
Quadro 2: Classificação das Ofertas Públicas	28
Quadro 3: Cronologia da estrutura patrimonial da BM&FBovespa	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Custo de Capital das Companhias Abertas em relação às Companhias Fechadas	31
Tabela 2: Evolução dos volumes médios diários (em R\$ milhões)	85

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Segmento BM&F – Volume médio diário de HFT (compras + vendas em milhares de contratos)	39
Gráfico 2: Segmento Bovespa – Evolução do volume médio diário por grupo de investidores (R\$ bilhões)	100
Gráfico 3: Segmento Bovespa – Ofertas públicas (R\$ bilhões)	101

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA: Associação Brasileira das Companhias Abertas

ANA: Aviso de Negociação de Ações

BM&FBovespa: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CDC: Código de Defesa do Consumidor, instituído pela Lei nº 8.078/1990

CEMEC: Centro de Estudos de Mercado de Capitais

CMN: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

HFT: *High Frequency Traders* ou operações de alta frequência

STJ: Superior Tribunal de Justiça

TJMG: Tribunal de Justiça de Minas Gerais

TJSC: Tribunal de Justiça de Santa Catarina

TJSP: Tribunal de Justiça de São Paulo

“O risco existe se você não sabe o que está fazendo.”
(*Risk comes from not knowing what you're doing.*)
Warren Buffett

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
2	AS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL ...	20
3	ASPECTOS ECONÔMICOS DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS.....	24
3.1	Origem das negociações bursáteis.....	24
3.2	Captação de recursos pelas companhias no mercado primário	28
3.2.1	Oferta pública inicial de ações	28
3.2.2	Oferta de títulos da dívida privada.....	31
3.3	Circulação de valores mobiliários no mercado secundário	32
3.3.1	Finalidade: Assegurar a liquidez.....	32
3.3.2	Meio: Sistema de formação do preço de valores mobiliários e proteção contra a interferência de fatores individuais	33
3.4	Outras funções econômicas das negociações bursáteis	37
3.4.1	Formação da poupança popular	37
3.4.2	Especulação	37
4	ASPECTOS JURÍDICOS DO SISTEMA DE NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS	41
4.1	Funcionamento do sistema de negociações bursáteis	41
4.2	Principais sujeitos participantes do sistema de negociações bursáteis	43
4.2.1	Investidores	44
4.2.2	Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários	47
4.2.3	Agentes de Compensação	49
4.2.4	Agentes de Custódia	50
4.2.5	Bolsas de Valores.....	52
4.2.6	Câmara de Compensação	55
4.2.7	Companhias emissoras de títulos e valores mobiliários.	57
4.3	Relações jurídicas estabelecidas entre os sujeitos participantes do sistema de negociações bursáteis.....	57
4.3.1	Entre Investidor e Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários	59
4.3.2	Entre Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários e Agente de Compensação	61
4.3.3	Entre Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários e Agente de Custódia	63
4.3.4	Entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação.....	63

4.3.5	Entre Agentes de Custódia e Câmara de Compensação	66
4.3.6	Entre emissores de valores mobiliários e a Câmara de Compensação	70
4.4	Vetor hermenêutico das negociações bursáteis.....	71
4.4.1	Jurisprudência axiológica: enfoque valorativo na interpretação de normas do Direito do Mercado de Capitais	71
4.4.2	Aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor.....	74
4.4.3	A regulação, a autorregulação de base legal e a autorregulação de base voluntária .	79
5	TIPOS PRINCIPAIS DE NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS	82
5.1	Negociações bursáteis sem alavancagem financeira.....	82
5.1.1	Negociações realizadas no mercado “à vista”	82
5.1.2	Negociações a termo com cobertura	85
5.1.3	Mercado de opções com cobertura	87
5.2	Negociações Bursáteis com Alavancagem Financeira.....	88
5.2.1	Negociações a termo sem cobertura	89
5.2.2	Mercado de opções sem cobertura.....	92
5.2.3	Empréstimo de ações	92
5.2.4	Financiamento para compra de ações	94
6	MECANISMOS DE GARANTIA DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS.....	100
6.1	Negociações bursáteis sem alavancagem financeira.....	103
6.1.1	Contexto de inadimplemento e repercussões jurídicas	103
6.1.2	Fundamentos jurídicos desses mecanismos de garantia	107
6.2	Negociações bursáteis com alavancagem financeira	110
6.2.1	Contexto de inadimplemento e repercussões jurídicas	110
6.2.2	Fundamentos jurídicos desses mecanismos de garantia	111
7	CONCLUSÕES	115
8	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	118

1 INTRODUÇÃO

A negociação bursátil² é o eixo de sustentação do mercado de títulos e valores mobiliários, do qual pode emergir o desenvolvimento econômico e social de um país através da formação da poupança popular canalizada para o investimento. A consistência da poupança popular (como reunião de recursos de agentes superavitários) não representa apenas a saúde financeira de uma sociedade precavida, com capacidade de consumo e que tende a demandar cada vez menos do Estado quando sua capacidade produtiva acabar (aposentadoria): representa, também, um potencial de financiamento da atividade produtiva de agentes deficitários³ que tenham a capacidade de gerar emprego, renda, consumo e arrecadação tributária – além de indiretamente emprestar sua contribuição para bens sociais maiores e abstratos, como a redução da criminalidade, aumento do bem-estar social, suprimento da necessidade de seus consumidores diretos e indiretos, etc.

Nessa perspectiva, conservar um ambiente seguro para a realização eficiente de negociações bursáteis significa estimular a poupança popular e o investimento produtivo, imprescindíveis para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna. Esse estímulo, porém, deve ser corretamente direcionado para evitar riscos sistêmicos ou abusos que gerem ganhos pontuais ilícitos ou perdas indesejadas⁴. Essa preocupação ganha mais pertinência quando constatamos que as negociações bursáteis, apesar de complexas e incertas, são percebidas como simples e seguras pelos investidores, que não demonstram qualquer interesse em conhecer os procedimentos que as viabilizam, cuidando apenas de verificar se determinada ordem foi corretamente cumprida pelos intermediadores. Se por um lado o

² O vocábulo bursátil, proveniente do idioma espanhol, é habitualmente utilizado na linguagem econômica para se referir à bolsa. Portanto, a expressão “negociações bursáteis”, especialmente no contexto deste trabalho, deve ser compreendida como aquelas negociações de valores mobiliários realizadas no ambiente da bolsa de valores (Cf. <http://www.wordreference.com/espt/burs%C3%A1til>, acessado em 04/03/2012).

³ Esses agentes deficitários, naturalmente, correspondem aos titulares da *empresa*, “elemento central da economia moderna, caracterizada pelas suas várias facetas: entidade econômica, por ser centro de produção ou de circulação de bens, entidade social, por desenvolver uma verdadeira parceria entre capital e trabalho e, por fim, entidade jurídica, por constituir um complexo de direitos e de obrigações, sujeito de direito que mereceu um tratamento próprio no Código Civil” (WALD, Arnoldo. **A Empresa no Terceiro Milênio**, in WALD, Arnoldo; e FONSECA, Rodrigo Garcia da (Coord.), **A Empresa no Terceiro Milênio: Aspectos Jurídicos**, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 6).

⁴ Quando, por exemplo, investidores tomam decisões baseadas em falsas premissas, com desconhecimento de riscos que deveriam ser conhecidos e informados pelos intermediadores e/ou coibidos pelos reguladores e autorreguladores; quando há falhas no sistema de formação de preços que gerem aumentos ou reduções virtuais nas cotações de valores mobiliárias; ou, então, quando há informações privilegiadas que gerem ganhos pontuais para uns poucos investidores em detrimento de perdas de vários outros.

ferramental tecnológico⁵ e a confiança⁶ recíproca mantida entre os agentes econômicos⁷ reduzem a complexidade das negociações bursáteis com o propósito de incentivá-las, por outro, camuflam as diversas relações jurídicas estabelecidas nesse sistema negocial e dificultam a correta compreensão de seu regime jurídico, permitindo interpretações equivocadas e aplicação atécnica de seus preceitos jurídicos.

Nesse contexto, apesar das cada vez mais proeminentes pesquisas sobre mercado financeiro e de capitais produzidas pelas nossas faculdades de Direito, ainda são raras as obras que desvendam a complexidade técnica das negociações bursáteis de acordo com suas motivações econômicas e, principalmente, com as repercussões jurídicas de seus atos individual e sistematicamente considerados. Na verdade, as negociações bursáteis têm sido objeto de preocupação de outras áreas da ciência desvinculadas do Direito, razão pela qual nos propusemos a examiná-las sob o ponto de vista estritamente jurídico. De forma sistemática e coesa, buscaremos identificar e analisar as várias relações jurídicas que se formam nesse sistema negocial para, a partir daí, compreender seu funcionamento e avaliar seus mecanismos de garantia.

Nossa perspectiva de estudo estará balizada na premissa de que todo contrato possui motivação econômica, em função da qual o Direito deve ser aplicado para prevenir e dar o tratamento jurídico adequado às suas repercussões econômicas e jurídicas⁸. O marco teórico da pesquisa, portanto, parte dessa constatação para que possamos compreender os

⁵ “Através do Home Broker a Bovespa trouxe para o ambiente do pregão todas as facilidades criadas pela Internet. Os investidores podem operar eletronicamente enviando ordens de compra e venda de ações através da Internet. Para utilizar o sistema, o investidor precisa ser cliente de uma corretora membro da Bovespa que possua o sistema Home Broker. A Bovespa fornece a tecnologia necessária para que as corretoras interliguem seus sistemas aos sistemas de negociação da Bovespa. A redução de custos que os sistemas propiciam para as corretoras possibilita que aceitem até ordens de pequenos investidores, que antes não eram economicamente viáveis”. (CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais – O que é, como funciona**. 6 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 86).

⁶ Entre nós, muitos autores se dedicaram a analisar a confiança enquanto elemento essencial nos atos e fatos jurídicos, inspirados em Niklas Luhmann (LUHMANN, Niklas. **Confianza**. Barcelona: Anthropos Editorial, 2005). No contexto do mercado de valores mobiliários, Adriano Ferraz resume bem sua influência e importância: “A confiança pressupõe segurança, real ou sentida, que se tem a respeito de algo. Aquele que confia no mercado de valores mobiliários (e na sua coordenação) estará mais disposto a assumir os riscos a ele inerentes, mesmo com toda a incerteza e complexidade existente”. (FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima).

⁷ Utilizaremos a expressão “agentes econômicos”, no contexto deste trabalho, para se referir, de forma genérica, a todas as pessoas envolvidas nas operações bursáteis. Apesar de não refletir o sentido técnico almejado, a expressão, utilizada rotineiramente de forma atécnica pelo mercado, facilita a generalização dos participantes, a compreensão do texto e evita a identificação técnica de todas as pessoas envolvidas em determinadas operações.

⁸ Cf. ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Trad. COIMBRA, Ana; GOMES, M. Januário C. Coimbra/Portugal: Almedina, 2009, p. 8.

fenômenos econômicos derivados das negociações bursáteis como complexos de relações jurídicas que integram um sistema jurídico próprio.

Apesar de útil, optamos por não utilizar as ferramentas da análise econômica do direito⁹ para o desenvolvimento desta pesquisa. As negociações bursáteis já são naturalmente norteadas pela “eficiência” econômica e o nosso propósito, aqui, não consiste em identificar os incentivos de comportamento dos agentes econômicos, as reações do mercado ou os dilemas regulatórios, mas em examinar juridicamente¹⁰ a maneira pela qual nossos reguladores e autorreguladores as organizam e lhes dão suporte, inclusive quanto ao funcionamento de seus mecanismos de garantia.

Embora haja estreita relação com a economia e finanças, nosso trabalho estará focado em realizar uma análise sob o ponto de vista estritamente jurídico, o que não nos impedirá de identificar os fundamentos econômicos que as motivam. Por isso, para obter uma melhor precisão argumentativa, pode ser que venhamos a utilizar expressões bastante empregadas no mercado (tais como “operações”, “fechamento do negócio”, “ativos”, etc.), sendo certo que priorizaremos, sempre, as expressões técnicas sob o ponto de vista jurídico.

Para uma melhor abordagem do tema, restringiremos nossa análise às negociações de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas de capital aberto, excluindo todas as demais negociações bursáteis (tais como, por exemplo, as de cotas de fundos de investimento ou de clubes de investimento). Assim, sempre que nos referirmos a “negociações bursáteis” no contexto deste trabalho, estaremos decididamente nos referindo às negociações de valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto realizadas no ambiente de bolsa de valores.

Nosso trabalho é dividido em 5 (cinco) capítulos. No primeiro que se segue a esta introdução (Capítulo 2), buscaremos situar as negociações bursáteis dentro do Sistema Financeiro Nacional para, com isso, contextualizar o tema da pesquisa. No Capítulo 3, apontaremos os aspectos econômicos que motivam as negociações bursáteis. No Capítulo 4, apresentaremos a dinâmica do sistema de negociações bursáteis e a analisaremos juridicamente – o que exigirá da nossa parte uma investigação pautada pelo critério

⁹ POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**, 7th Ed. Aspen, 2007.

¹⁰ Conforme nos demonstra Almir Rogério Gonçalves, “o estudo superficial das estruturas jurídicas, aliado à esperteza de alguns e à opulência econômica de outros, produz um sistema social de antagonismos e exclusão, no qual a distribuição de renda e de direitos é extremamente injusta e desigual. Dentro do caos instalado, somente a Ciência do Direito, através de seus pesquisadores (e não necessariamente *doutrinadores*), pode propor soluções, detectar problemas e gerar os avanços sociais que a sociedade clama do sistema jurídico normativo [...]” (GONÇALVES, Almir Rogério. O Direito, o mercado, o contrato, os riscos e a certeza jurídica. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 139. São Paulo: Malheiros, 2005).

metodológico classificado como jurídico-compreensivo¹¹. Esse capítulo será essencial para alcançarmos os dois últimos que se seguem: o Capítulo 5, que pretende identificar e examinar os tipos específicos de negociações bursáteis, e o Capítulo 6, que examina os correspondentes mecanismos de garantia que as resguardam. Nesses dois últimos capítulos, optamos por subdividi-los entre as negociações realizadas sem alavancagem financeira e as negociações realizadas com alavancagem financeira¹², pois nos parece didático e útil segregar tais modalidades de negociação em função da relevante diferença entre o risco envolvido em ambas. Por fim, apresentaremos as conclusões que alcançamos a partir do relatório de pesquisa desenvolvido.

¹¹ “O tipo jurídico-compreensivo ou jurídico-interpretativo utiliza-se do procedimento analítico de decomposição de um problema jurídico em seus diversos aspectos, relações e níveis. A decomposição de um problema é própria das pesquisas compreensivas e não somente descritivas, que, pela própria denominação, já mostram seus limites. São pesquisas que investigam objetos de maior complexidade e com maior aprofundamento”. (SOUZA, Miracy Barbosa de. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. 3 ed. Belo Horizonte Del Rey, 2010, p. 28-29).

¹² “Em finanças, alavancagem é o termo geral para qualquer técnica aplicada para multiplicar a rentabilidade através de endividamento. O incremento proporcionado através da alavancagem também aumenta os riscos da operação e a exposição à insolvência” (WIKIPEDIA, **Alavancagem Financeira**, disponível em http://pt.wikipedia.org/wiki/Alavancagem_financeira, acessado dia 29 nov 13, às 7h30min).

2 AS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O sistema financeiro, de maneira geral, é um conjunto de instituições públicas e privadas com a função de promover e facilitar a transferência de recursos de agentes econômicos superavitários¹³ (poupadores) para agentes econômicos deficitários (tomadores). Leonardo Faccini¹⁴ o enquadra, ainda, como um “arcabouço jurídico que regula a atuação destas [instituições públicas e privadas], responsáveis pela organização, operacionalização e fiscalização do mercado financeiro”.

Por causa dessa dupla acepção, a doutrina¹⁵ divide o Sistema Financeiro Nacional em dois grupos: (i) a chamada divisão ou subsistema normativo, composta por autoridades monetárias (Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil) e as autoridades de apoio (Comissão de Valores Mobiliários); e (ii) a chamada divisão ou subsistema operacional, composta¹⁶ pelas instituições bancárias, instituições não bancárias, sistema distribuidor de títulos e valores mobiliários e agentes especiais. O Banco Central do Brasil propõe uma subdivisão que nos parece ainda mais adequada, segregando os órgãos normativos das entidades supervisoras:

¹³ Os agentes econômicos superavitários são “aqueles que apresentam desejo de investir inferior à capacidade de poupança, ou seja, possuem recursos em excesso” e podem ser, naturalmente, pessoas físicas, pessoas jurídicas e entes despersonalizados, como fundos de investimento e grupos de consórcio, conforme: ANDREZO, Andrea Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. Introdução ao Mercado Financeiro *in* **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais**. Coord. Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 1.

¹⁴ FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 3.

¹⁵ Como, por exemplo: MELLAGI FILHO, Armando; e ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 116; e CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge yoshio; e RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona**. 6 ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 22-23.

¹⁶ Segundo Armando Mellagi Filho e Sérgio Ishikkawa, são dezoito os agentes operativos, quais sejam: “1. Bancos Comerciais; 2. Caixas Econômicas; 3. Bancos de Desenvolvimento; 4. Cooperativas de Crédito; 5. Bancos de Investimento; 6. Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI) – Financeiras; 7. Sociedades Corretoras; 8. Sociedades Distribuidoras; 9. Sociedades de Arrendamento Mercantil (*leasing*); 10. Associações de Poupança e Empréstimo; 11. Sociedades de Crédito Imobiliário; 12. Fundos Mútuos de Investimento; 13. Entidades Fechadas de Previdência Privada; 14. Seguradoras; 15. Companhias Hipotecárias; 16. Agências de Fomento; 17. Bancos Múltiplos; e 18. Bancos Cooperativos” (MELLAGI FILHO, Armando; e ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 122-123).

Quadro 1: Subdivisão do Sistema Financeiro Nacional

Órgãos Normativos	Entidades Supervisoras	Operadores	
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (Bacen)	Instituições Financeiras Captadoras de Depósitos à vista	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de Mercadorias e Futuros Bolsas de Valores	
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (Susep)	Resseguradores Sociedades Seguradoras Sociedades de Capitalização Entidades Abertas de Previdência Complementar	
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)	

Fonte: Comitê Consultivo de Educação da CVM, 2013¹⁷.

A divisão *operacional* do Sistema Financeiro Nacional, especialmente relacionada com a “coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira”¹⁸, pode ser didaticamente decomposta em quatro mercados de maior expressão, classificados conforme seus respectivos objetos de negociação em¹⁹: (i) mercado financeiro em sentido estrito; (ii) mercado de capitais, no qual se insere (ii.i) o mercado de títulos e valores mobiliários; (iii) mercado de seguros; e (iv) mercado de previdência complementar. Para Nelson Eizirik²⁰ e para o Comitê Consultivo de Educação da CVM²¹, o Sistema Financeiro Nacional pode apresentar uma outra segmentação, também dividida em quatro grandes mercados: (i) Mercado de Capitais; (ii) Mercado Monetário; (iii) Mercado de Câmbio; e (iv) Mercado de Crédito.

As negociações bursáteis, cujo regime jurídico constitui o tema central deste nosso estudo, ocorrem no âmbito do mercado de títulos e valores mobiliários. E será nele, como “subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda

¹⁷ Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 21. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

¹⁸ Cf. **Lei nº 4.595/1964. Art. 17**: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, 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”.

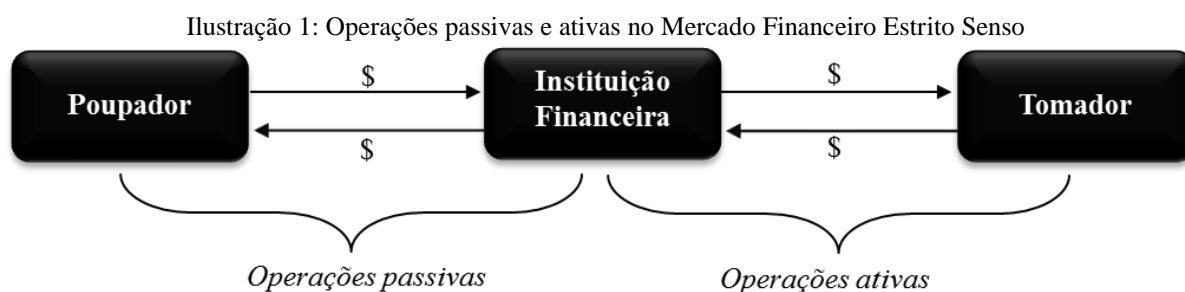
¹⁹ Cf. MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. **Swaps: Uma análise jurídica**, 2012. 327 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima, p. 28.

²⁰ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 161.

²¹ Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas”²², que focaremos o desenvolvimento deste trabalho.

Antes, porém, convém apenas diferenciar o mercado de capitais do mercado financeiro em sentido estrito (ou o mercado de crédito)²³, a fim de melhor situar o contexto no qual as negociações bursáteis estão inseridas. Segundo Roberto Quiroga Mosquera²⁴, a diferença essencial entre ambos os mercados está na intermediação financeira. O mercado financeiro em sentido estrito é o ambiente onde ocorre a atividade bancária por excelência, com as chamadas operações passivas²⁵ e as operações ativas²⁶, graficamente²⁷ representada da seguinte forma:



Fonte: MOSQUEIRA, 1998.

Os dois principais exemplos de operações bancárias passivas são a conta corrente bancária e o depósito. Dentre as operações ativas dos bancos, geralmente vinculadas à relação nuclear da conta corrente, emergem como sendo as principais o empréstimo ou mútuo bancário, “[...] pelos quais o banco coloca valores à disposição de seus clientes contra a

²² PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 9.

²³ Embora o Mercado de Capitais possa ser expressado em mais de um sentido, conforme adverte Rachel Sztajn: “[O Mercado de Capitais] pode significar o mercado de dinheiro, qualquer que seja sua destinação – investimento ou crédito –, compreendendo tanto o mercado financeiro ou bancário, quer dizer, onde há especialização na intermediação entre dinheiro presente por dinheiro futuro, quanto àquela parcela do mercado de dinheiro em que os recursos financeiros são aportados diretamente como aplicação na atividade produtiva. Simplificadamente, o mercado financeiro serve para ajustar interesses de agentes superavitários e deficitários; permite que se reduza a exposição a risco; promove a liquidez dos ativos. [...] por opção do legislador brasileiro, em 1976, o mercado de títulos emitidos pelo governo ficava fora do sistema de valores mobiliários”. (SZTAJN, Rachel. *Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários*. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 139).

²⁴ MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998, pp. 17-24.

²⁵ Operações em que “os bancos funcionam como depositários do dinheiro dos depositantes-correntistas” (LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. **Análise Jurídica da Economia**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 159/160 – jul-dez/2011, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 58).

²⁶ Operações em que os bancos “emprestam recursos aos mutuários-devedores” (LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. **Análise Jurídica da Economia**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 159/160 – jul-dez/2011, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 58).

²⁷ MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998, pp. 17-24.

apresentação de determinadas garantias e a promessa de devolução remunerada do *quantum* emprestado²⁸, além de outras operações, tais como a abertura de crédito, antecipação bancária ou financiamento, desconto bancário, crédito documentário ou crédito confirmado, etc.

Já no mercado de capitais, “as operações são normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e tomadores, de modo que a instituição financeira não atua, em regra²⁹, como parte na operação, mas como interveniente³⁰”:



Fonte: MOSQUEIRA, 1998.

O mercado de capitais, portanto, é o segmento do mercado financeiro onde são criadas as condições para que “as empresas captem recursos diretamente dos investidores, em volume e custos satisfatórios, através da emissão de instrumentos adequados quanto ao retorno, prazo e liquidez³¹. Não por outro motivo, costuma-se identificar o mercado de capitais pelo seu conceito de *desintermediação financeira*³²”.

Em síntese, enquanto no mercado financeiro em estrito senso existe uma efetiva intermediação bancária, com a clara realização de operações passivas e operações ativas (em que o lucro do intermediário corresponde ao *spread* bancário), no mercado de capitais a interveniência dos participantes serve apenas para viabilizar a transferência direta de recursos, dos agentes superavitários para os agentes deficitários (em que o lucro dos intermediadores corresponde à remuneração recebida com o êxito das negociações, justamente por ter facilitado o negócio).

²⁸ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

²⁹ “Em regra” porque, conforme veremos mais adiante, há operações realizadas no âmbito do mercado de capitais em que se verificam operações passivas e operações ativas com intermediação financeira.

³⁰ MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998, pp. 17-24.

³¹ Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 20. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

³² Cf. ANDREZO, Andrea Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. Introdução ao Mercado Financeiro *in* **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais**. Coord. Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 4.

3 ASPECTOS ECONÔMICOS DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

Neste Capítulo 3, buscaremos demonstrar, de forma sucinta para não extrapolar o escopo deste trabalho, as origens das negociações bursáteis e os fundamentos econômicos que as justificam. A compreensão desses aspectos econômicos é fundamental para que possamos avançar no exame das relações jurídicas que emergem das negociações bursáteis e, na sequência, dos mecanismos jurídicos que as garantem.

3.1 Origem das negociações bursáteis

Existe uma ligação necessária, em cada época, entre as estruturas econômicas, o papel do Estado na sociedade e as instituições jurídicas³³. À economia natural (troca *in natura*) sucedeu a economia monetária (moeda como denominador comum de valores), alcançando-se, modernamente, a economia creditícia (ampliando-se a noção de troca). A negociação bursátil, nesse enredo e adaptada à conjuntura histórica, revela-se tão antiga quanto a própria organização econômica da sociedade³⁴. À medida que as pessoas vislumbravam a necessidade de se reunirem num único local para fazer negócios, visando a redução dos custos de transação e a ampliação das oportunidades comerciais, desenvolvia-se a ideia primitiva das bolsas de valores³⁵, ainda que não houvesse propriamente títulos e/ou valores mobiliários a serem negociados. Essa concepção rudimentar de bolsas de valores já se despontava no contexto de economia natural, bem antes do surgimento do sistema monetário, ganhando ênfase e projeção a partir do Século XI, quando os mercadores se encontravam

³³ Cf. MOREIRA, Vital. **A Ordem Jurídica do Capitalismo**. 3a ed. Coimbra, ed. Centelha, 1978.

³⁴ “A origem das bolsas de valores é bastante remota, não havendo uma definição histórica sobre o assunto” (CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy S.; e ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil – Um Enfoque Prático**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000, p. 15).

³⁵ “[...] não será equívocado concluir que as bolsas de valores surgiram do interesse dos operadores de se organizarem, no mercado de capitais, como forma de diminuir os custos de transação, especialmente aqueles custos associados ao acesso às ofertas (com o fim de negociar o melhor preço), ao monitoramento das trocas econômicas, à formalização jurídica e execução (liquidação) dos negócios, à autenticidade dos ativos, à informação sobre os emitentes desses ativos e sobre a maior ou menor probabilidade de serem satisfeitos os direitos subjetivos neles contidos, e assim por diante”. (WARDE JR., Walfrido Jorge. A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 144. São Paulo: Malheiros, 2006. p. 130).

desprovidos das mercadorias comercializadas no momento do fechamento do negócio, criando-se lotes minimamente padronizados de mercadorias, em quantidades que tornariam inviável economicamente seu transporte ao local de negociações³⁶.

Leonardo Faccini³⁷, Marcos Paulo de Almeida Salles³⁸, Francisco Satiro de Souza Júnior³⁹ e Oscar Barreto Filho⁴⁰, para não citar outros autores, contam-nos que a origem do termo *bolsa de valores* está no brasão familiar do senhor Van der Burse, no qual constava um escudo com três bolsas. Era em sua residência, na cidade de Bruges, Bélgica, que vendedores e compradores de títulos e valores mobiliários se encontravam no Século XIII para realizarem negócios. Nessa época, todos os vendedores e compradores eram conhecidos e responsáveis pelo adimplemento das obrigações de dar de pagar assumidas. “Durante toda a Idade Média e até o século XVII, as operações de bolsa restringiram-se à compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos”⁴¹. Os negócios eram claramente limitados pelas dificuldades de comunicação, pela escassez de capitais e pela ausência de crédito.

Os negócios, porém, foram aumentando em quantidade e as operações se sofisticando e exigindo cada vez mais segurança e preparo técnico, razão pela qual esses negócios passavam a ser conduzidos por intermediários especializados – surgindo, portanto, a profissão dos corretores de valores mobiliários. Leonardo Faccini⁴² explica que esses corretores formavam associações civis⁴³ sem fins lucrativos – as bolsas de valores – das quais eram donos com o objetivo mútuo de realizar as negociações em nome de seus clientes.

³⁶ BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica das Bôlsas de Valores, no Direito Brasileiro. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 945-946.

³⁷ FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 125.

³⁸ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, 24-27.

³⁹ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 110.

⁴⁰ BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica das Bôlsas de Valores, no Direito Brasileiro. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

⁴¹ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; e ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um Enfoque Prático**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000, 15.

⁴² FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 125.

⁴³ Há pouco tempo, a própria BM&FBovespa era associação civil, até que sofreu o processo de mutualização, conforme demonstramos no Item 4.2.5 deste trabalho.

A primeira bolsa de caráter internacional, segundo nos noticia José Xavier Carvalho de Mendonça⁴⁴, foi constituída em Antuérpia, no ano de 1531. A organização moderna das bolsas de valores, porém, segundo Oscar Barreto Filho⁴⁵, teve início com:

“a Bôlsa de Londres (1570), que em 1773 se converteu no *Stock Exchange*. As Bôlsas de Paris e Berlim desenvolveram-se mais lentamente, e sòmente nos fins do século XIX adquiriam importância mundial, o que, no século atual [*sic*], sucedeu com a Bôlsa de Nova Iorque”.

No Brasil, a atuação dos intermediários no regime de bolsas recebeu uma primeira regulamentação própria em 1943 e, “embora àquela época já se houvesse começado a centralizar a realização de operações em praças de comércio, a primeira referência oficial a bolsa, ainda que de passagem, data de 1877”⁴⁶. Em 1897, foram regulamentadas as atividades da Bolsa de Valores do Distrito Federal (a futura Bolsa de Valores do Rio de Janeiro) com o Decreto nº 2475/1897, cujos artigos 29 e 30 demonstravam sua organização⁴⁷:

“**Art. 29.** São da exclusiva competencia dos corretores de fundos publicos e sòmente por seu intermedio se poderão realizar:

- a) a compra e venda e a transferencia de quaesquer fundos publicos nacionaes ou estrangeiros admittidos á cotação;
- b) a negociação de letras de cambio e de emprestimos por meio de obrigações;
- c) a de titulos susceptiveis de cotação na Bolsa, de accordo com o boletim da Camara Syndical;
- d) a compra e venda do metaes preciosos amoedados e em barra.

Art. 30. São nullas de pleno direito as negociações dos titulos de que trata o artigo antecedente, quando realizadas por intermediarios extranhos á corporação dos corretores”.

Marcos Paulo de Almeida Salles⁴⁸ pontua que referida regulamentação já expunha a tendência de se organizar os mercados com vistas a alcançar um maior controle na circulação de valores mobiliários, sobretudo a partir da concessão de exclusividade aos

⁴⁴ MENDONÇA, José Xavier Carvalho. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. vol. VI, Livro IV “Das Obrigações, Dos contratos e da Prescrição em Matéria Comerical”, 6 ed., Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A, 1939, p. 280-281.

⁴⁵ BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica das Bôlsas de Valores, no Direito Brasileiro. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 945-946.

⁴⁶ YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 209.

⁴⁷ Decreto nº 2475/1897. Disponível em <http://legis.senado.gov.br/legislacao/ListaTextoIntegral.action?id=58690&norma=74545>, acessado dia 26nov2013, às 10h30min.

⁴⁸ Cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, 24.

corretores de fundo público para a intermediação – o que veio a ser mais tarde ratificado pelo Estado Novo⁴⁹.

Inserido no Mercado de Capitais, a bolsa de valores se apresenta hoje com o mesmo objetivo de seu surgimento, sendo “o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes operações de compra e venda, conforme regras e procedimentos predeterminados”⁵⁰. Naturalmente, com a informatização da negociação bursátil o critério *local de negociação* não é mais físico, pois atualmente os agentes econômicos que dela participam se valem de diversos meios de comunicação – sobretudo os sistemas eletrônicos – para interação e emissão de suas declarações de vontade para efetivação dos negócios⁵¹. É, portanto, segundo Siegfried Kumpel⁵²:

“um sistema de negociação regularmente acessível, com períodos curtos entre o fechamento e abertura para negociação, no qual se possibilita a conclusão de negócios entre os participantes do mercado sobre os objetos nele negociados, com uma fixação neutra e transparente de preço”.

Mais do que um simples local físico ou virtual onde os agentes econômicos se encontram com a finalidade de realizar negócios, as bolsas de valores atuam, também, como entidades autorreguladoras⁵³, “zelando para que sejam preservados elevados padrões éticos nas negociações”⁵⁴ – partindo-se sempre da confiança mútua havida entre os agentes econômicos como elemento necessário para a existência das negociações bursáteis, sobretudo

⁴⁹ **Decreto-lei 1344/1939. Art. 1º.** “As operações sobre títulos de Bolsa serão efetuadas exclusivamente por intermédio dos corretores e em público pregão”.

⁵⁰ YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 204

⁵¹ A esse respeito, Otávio Yazbek nos traz a oportuna ilação de que as distinções tradicionais entre mercado de bolsa e de balcão chegam a se tornar irrelevantes: “[...] a definição de bolsa vem sendo dificultada, nos últimos tempos, por algumas outras transformações ocorridas na forma de operação dos mercados financeiros ao redor do mundo. Assim, por exemplo, o advento de mecanismos eletrônicos de negociação, tanto para negociações de bolsa como para negociações caracterizadas como de balcão, pode levar à obsolescência das estruturas de intermediação mais tradicionais e nublar algumas das distinções tradicionais entre “bolsa” e “balcão”. Nos últimos anos, tais mecanismos vêm se impondo, mostrando-se hábeis para reduzir custos e para promover soluções mais eficientes, “aglutinando a liquidez” dos mercados de determinados ativos”. (YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 205-206)

⁵² KUMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 93.

⁵³ Ver Item 4.4.3 deste trabalho.

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 11.

por reduzir complexidades, gerar incentivos para sua dinâmica e prevalecer a segurança jurídica sentida pelos investidores e pelos demais participantes do mercado.

Os aspectos econômicos que justificam a existência e realização das negociações bursáteis podem ser objetivamente segregados em dois grandes grupos⁵⁵: (i) o da captação de recursos pelas companhias no mercado primário; e (ii) o da negociação de valores mobiliários⁵⁶ no mercado secundário. Esses dois grupos, para ilustrar, situam-se no contexto das ofertas públicas da seguinte forma:

Quadro 2: Classificação das Ofertas Públicas

Ofertas públicas	Oferta Inicial (IPO)	Primária
		Secundária
	Oferta Subsequente	Primária
		Secundária

Fonte: Autoria própria.

3.2 Captação de recursos pelas companhias no mercado primário

3.2.1 Oferta pública inicial de ações

A primeira e mais importante função econômica das negociações bursáteis consiste em viabilizar a captação de recursos pelas companhias através da oferta pública

⁵⁵ “A distinção entre ofertas primárias e secundárias, contudo, é relevante apenas em termos econômicos, tendo em vista as diferentes finalidades por elas visadas. Juridicamente, não há distinção entre estas duas modalidades de ofertas públicas, já que a Lei nº 6.385/1976 e a regulamentação expedida pela CVM (Instrução CVM nº 400/2003) tratam, de maneira uniforme, a oferta de novos valores mobiliários pela companhia emissora e a oferta de valores mobiliários de emissão da companhia já existente por seus titulares” (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. 136).

⁵⁶ “Nos termos do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 com a nova redação dada pela Lei nº 10.303/2001, considera-se que constitui valor mobiliário, quando ofertado publicamente, qualquer título ou contrato de *investimento coletivo*. [...] Ademais, também deverá ser considerado valor mobiliário o título ou contrato em que: a) se caracteriza modalidade de investimento coletivo; b) há fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor; c) há gestão de recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados; d) se trata de um empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente; e) existe uma expectativa de obter lucros [...]; e f) o investidor assume os riscos de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais [...]” (EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova Lei das S/A. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 124, São Paulo: Malheiros, 2001).

primária, inicial⁵⁷ ou subsequente, de distribuição de ações⁵⁸. Significa mobilizar a poupança popular e canalizá-la diretamente para a companhia emissora, para que esta possa, por sua vez, realizar investimentos em sua atividade produtiva, executando novos projetos e/ou adequando seu passivo.

Tratando-se de subscrição de novas ações emitidas pela companhia, os investidores assumem o risco⁵⁹⁻⁶⁰ do empreendimento, o que significa que não poderão reivindicar, da companhia emissora, a devolução do preço de emissão pago na ocasião da emissão pública de distribuição das ações. Por isso, o incentivo para que esse risco seja assumido pelos investidores corresponde ao potencial de lucro a ser eventualmente distribuído no futuro e ao próprio potencial de valorização das ações. Essa contrapartida da assunção do risco recai principalmente sobre os órgãos de administração, que se encarregam de maximizar a riqueza da companhia e, conseqüentemente, de seus acionistas.

Nesse sentido, compete aos órgãos de administração da companhia “definir qual a estrutura ótima de capital para alcançar o objetivo, balanceando convenientemente a presença de recursos próprios e de recursos de terceiros”⁶¹. Essa estrutura ótima de capital depende de diversos fatores, tais como, por exemplo: (i) o custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros; (ii) os índices comparativos setoriais (liquidez, endividamento oneroso, rentabilidade, prazo de maturação de projetos, etc.); (iii) o grau de risco aceito pelo empresário; e (iv) a relevância e conveniência dos investimentos planejados.

⁵⁷ Quando a companhia fechada acessa o mercado pela primeira vez, promovendo a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, diz-se que terá ocorrido a chamada “IPO”, sigla tradicionalmente utilizada no mercado, e que corresponde à expressão no idioma inglês da “Oferta Pública Inicial”, qual seja, “*Initial Public Offering*”.

⁵⁸ “A expressão ação no âmbito das companhias é empregada com 3 (três) significados distintos: (i) fração em que se divide o capital social e que atribui, a seu titular, a qualidade de sócio; (ii) o conjunto de direitos e obrigações do acionista; e (iii) o instrumento que legitima a condição de sócio, isto é, o certificado que representa a ação ou o comprovante do lançamento a crédito do acionista das suas ações pela instituição financeira encarregada de sua escrituração” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 119-120).

⁵⁹ Limitado, obviamente, pelo preço de emissão dos valores mobiliários subscritos e integralizados pelo investidor, consoante disposto no artigo 1º da Lei nº 6.404/1976 e no artigo 1088 da Lei nº 10.496/2002.

⁶⁰ “Há de se distinguir o risco comercial, do risco de investimento. Isto porque, na medida em que todo e qualquer ato ou fato detenha um risco potencial, temos que, não faz parte do mundo dos valores mobiliários o risco comercial, oriundo, por exemplo, do não pagamento de uma duplicata, da emissão de cheque sem suficiente provisões, do não pagamento de uma nota promissória emitida para garantir um empréstimo bancário, etc.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 59, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 44-45).

⁶¹ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; e ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um Enfoque Prático**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000, 39.

Relativamente à opção pela captação de recurso de terceiros via abertura de capital, são várias as vantagens, e também os desafios, para as companhias⁶²:

(i) o valor do bloco de ações de controle da sociedade é maximizado, o que exige melhores práticas de governança corporativa;

(ii) o desenvolvimento da governança corporativa acaba por impactar diretamente a qualidade de gestão, melhorando-a;

(iii) os conflitos internos tendem a ser solucionados de formas alternativas e mais eficazes, principalmente porque fica mais propensa a tensão entre acionistas x administração⁶³, ao invés de majoritários x minoritários;

(iv) a sociedade tende a se tornar perene⁶⁴ e menos susceptível a incertezas de mercado;

(v) o valor de mercado da companhia se torna facilmente apurado, bastando verificar o valor de cotação de suas ações na bolsa de valores; etc.

A Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca) revela, ainda, outra vantagem nem sempre muito clara: a redução do custo de capital, inclusive de mútuos bancários, que as companhias abertas conquistam quando comparadas às companhias fechadas, já que o risco de inadimplemento tende a se reduzir, consoante os dados estatísticos coletados pelo Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC)⁶⁵:

⁶² Cf. YASBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 89.

⁶³ Cf. BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Trad. AZEVEDO, Dinah de Abreu. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988. Tradução de **The Modern Corporation and Private Property**. Revised Edition. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1968.

⁶⁴ “O verdadeiro privilégio concedido pelo Estado é o da entidade sociedade anônima – o direito de manter o empreendimento com seu próprio nome, de processar e ser processado em interesse próprio, independente dos indivíduos; de ter sucessão perpétua, isto é, de perdurar enquanto entidade, embora mudem os indivíduos que a compõem” (BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Trad. AZEVEDO, Dinah de Abreu. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988. Tradução de **The Modern Corporation and Private Property**. Revised Edition. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1968).

⁶⁵ Valores consolidados pela Abrasca a partir dos indicadores desenvolvidos pela CEMEC, disponível em http://www.cemec.ibmec.org.br/cemec/estudos_relatorios_apresentacoes/indicadores_cemec.aspx, acessado dia 26nov2013, às 21h.

Tabela 1: Custo de Capital das Companhias Abertas em relação às Companhias Fechadas.

Linhas do Exigível	Juros	Cias Abertas		Empresas Fechadas	
		% Composição	Taxa	% Composição	Taxa
BNDES	6,80%	16,8%	1,1%	30,1%	2,0%
Bancário recursos livres	19,2%	20,0%	3,8%	43,9%	8,4%
Bancário outros	9,8%	12,2%	1,2%	2,2%	0,2%
Mercado de Capitais	9,1%	27,8%	2,5%	13,7%	1,3%
Fontes Atreladas ao Câmbio	18,1%	23,2%	4,2%	10,1%	1,8%
Taxa do Exigível		100,0%	12,9%	100,0%	13,8%

Fonte: CEMEC, 2013⁶⁶

Por esses e outros fatores, o modelo de financiamento das atividades empresariais baseado no mercado de valores mobiliários (Mercado de Capitais, portanto) tende a ser mais incentivado em detrimento do modelo de financiamento bancário (Mercado Financeiro em estrito senso).

3.2.2 Oferta de títulos da dívida privada

As ações certamente são os principais valores mobiliários negociados⁶⁷ pelas companhias no ambiente das bolsas de valores, mas não são os únicos. Fruto de “processos inovativos recentes e da necessidade de administrar a exposição dos agentes a riscos diversos”⁶⁸, as companhias podem adotar a estratégia de captar recursos do público investidor via emissão de títulos da dívida privada.

A importância desses títulos de dívida baseia-se fundamentalmente na garantia e nos elementos implícitos do crédito, quais sejam, confiança e tempo. “Confiança de quem aceita [...] a promessa de pagamento futuro; e tempo entre a prestação presente e atual e a prestação futura”⁶⁹. Assim, com o crédito (confiança e tempo) e a garantia (ainda que baseada na facilidade de negociação e na redução do risco de companhias listadas nas Bolsas de

⁶⁶ CASTRO, Antônio Duarte Carvalho. **A ABRASCA e o suporte às empresas de capital aberto**. Palestra proferida no Seminário “Atração e Retenção de Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro”, realizado pelo Instituto Mineiro do Mercado de Capitais (IMMC), Belo Horizonte, 18out2013.

⁶⁷ Observe-se que a lei se refere genericamente aos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas, sendo que o que as define abertas ou fechadas é a forma como são colocadas no mercado. É importante que se tenha em vista que “tanto as sociedades abertas como as sociedades fechadas emitem valores mobiliários”. (Cf. REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 2º vol. 21ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 63-64).

⁶⁸ YASBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 94.

⁶⁹ FERNANDES, Jean Carlos. **Títulos de crédito: uma análise das principais disposições do novo código civil**. Revista de Direito Mercantil. v. 133. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 151.

Valores), esses valores mobiliários podem ser livremente negociados no ambiente da bolsa de valores.

São exemplos desses títulos da dívida privada emitidos por agentes econômicos não-financeiros: as debêntures⁷⁰ (simples ou conversíveis), as debêntures de infraestrutura⁷¹, notas promissórias comerciais (as chamadas *commercial papers*)⁷², os bônus de subscrição⁷³ e as notas perpétuas⁷⁴. Paralelamente à possibilidade de emissão desses títulos de dívida, o “empresário poderá fazer uso da securitização, conjugando cessão e emissão de valores mobiliários, antecipando o recebimento de crédito”⁷⁵.

3.3 Circulação de valores mobiliários no mercado secundário

3.3.1 Finalidade: Assegurar a liquidez

Como vimos, a principal função do mercado de capitais consiste em canalizar recursos financeiros para as companhias abertas através do sistema de vasos comunicantes do mercado de valores mobiliários⁷⁶. Os investidores, que antes detinham os recursos financeiros, passam a ser titulares de ações emitidas pelas companhias e alimentam a expectativa de serem recompensados com a distribuição de dividendos decorrente do esperado aumento do resultado do exercício social das respectivas companhias.

⁷⁰ **Lei nº 6.404/1976. Art. 52.** “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

⁷¹ **Lei nº 12.431/2011. Art. 2º.** [...] “§1º-A. “As debêntures objeto de distribuição pública, emitidas por concessionária, permissionária, autorizatária ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações, para captar recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal também fazem jus aos benefícios dispostos no caput, respeitado o disposto no §1º”.

⁷² **Instrução CVM nº 134/1990. Art. 1º.** “As companhias poderão emitir, para colocação pública, notas promissórias que conferirão a seus titulares direito de crédito contra a emitente”.

⁷³ **Lei nº 6.404/1976. Art. 75.** “A companhia poderá emitir, dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto (artigo 168), títulos negociáveis denominados “Bônus de Subscrição”. Parágrafo único. Os bônus de subscrição conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social, que será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações”.

⁷⁴ Notas promissórias sem prazo de vencimento.

⁷⁵ CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial: Securitização de Crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 14.

⁷⁶ Cf. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**. 5ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p. 14.

Como as ações não consubstanciam dívida exigível contra a companhia, o que impede os investidores de “devolverem” as ações, surge a necessidade de se viabilizar a negociação dessas ações pelos investidores – afinal, sem essa possibilidade, os investidores não teriam incentivo para investir nas companhias no mercado primário. Encontra-se aí, portanto, o fundamento do mercado secundário de valores mobiliários: viabilizar a liquidez dos títulos e valores mobiliários detidos pelos investidores. Conforme nos explica Raquel Sztajn⁷⁷:

“Sem correção das falhas de mercado, notadamente no secundário, o desenvolvimento do mercado primário fica comprometido. Se naquele se quer liquidez e eficiência, é preciso lembrar que as operações não carregam recursos para as sociedades, que dependem da emissão de novas ações para tanto. Contudo, se o investidor não contar com mecanismos de saída, não participará do mercado”.

Com efeito, assegurar a liquidez dos valores mobiliários representa a segunda função básica do Mercado de Valores Mobiliários – a primeira, como vimos, é capitalizar as companhias. Com as advertências de John Cassidy, ressaltamos que não é possível alcançar a liquidez de investimento para todos os investidores, “seja qual for a classe dos ativos – ações, obrigações, imóveis, qualquer coisa -, [pois] se todo mundo tenta vender ao mesmo tempo os preços desabam e o mercado ficará paralisado⁷⁸. Portanto, assegurar a liquidez não significa implementar a liquidez, mas tão somente conservar um ambiente confiável e juridicamente seguro que permita a saída dos investidores pela via da negociação bursátil no mercado secundário.

3.3.2 Meio: Sistema de formação do preço de valores mobiliários e proteção contra a interferência de fatores individuais

O sistema de formação do preço de valores mobiliários no ambiente de Bolsas de Valores tem de ser transparente, imparcial e neutro⁷⁹. Evitando-se a manipulação dos preços,

⁷⁷ SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 147.

⁷⁸ CASSIDY, John. **Como os mercados quebram: a lógica das catástrofes econômicas**. Trad. Berilo Vargas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011, p. 305.

⁷⁹ Cf. KUMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais: Do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 81-92.

deve-se procurar alcançar o nível mais próximo possível da concorrência perfeita⁸⁰, onde predominam as regras emergentes da relação oferta-procura, simetria informacional e o menor custo de transação possível⁸¹. Por isso, esses ‘preços de mercado’ dos valores mobiliários não trazem equivalência direta com os seus respectivos valores patrimoniais, sendo uma tradução das expectativas dos agentes econômicos em relação às perspectivas de mercado, em nível micro e macro econômico, e do destino de seus emissores. Conforme Leandro Bittencourt Adiers⁸²:

“Sendo flutuantes as cotações dos ativos, a única *referência* de preço que se pode pretender numa compra e venda ou cessão onerosa é com a cotação de mercado para quantidade idêntica de ações de mesma companhia e de igual natureza, na mesma data, horário e mercado em que se deu a operação em contraste. Não há comutatividade segura e nem tampouco há a obrigatoriedade de contratar se não houver convergência de critérios e interesses. É a lei da oferta e da procura que vai ditar as regras e os agentes econômicos vão se posicionar, dentro destas regras, de acordo com suas conveniências”.

Armínio Fraga Neto⁸³, por oportuno, já dizia que “mercados oscilam entre extremos de ganância e medo [...]. Nos momentos de medo, o financiamento via mercado de ações se retrai. Mas o medo passa e o canal sempre reabre”. Nessa perspectiva, o sistema de formação de preços dos valores mobiliários viabiliza a realização de negociações bursáteis através de intermediários especializados que conhecem os movimentos e as tendências do mercado, e que agem para que elas sempre aconteçam, mesmo que contrários aos melhores preços praticados pelo mercado. A premissa é simples: os vendedores devem sempre vender para o comprador que ofertar o preço mais alto e os compradores devem sempre comprar do vendedor que ofertar o preço mais baixo⁸⁴, fazendo prevalecer a regência das negociações

⁸⁰ “[...] há um outro aspecto, mais crucial, que ajuda na diferenciação entre operações de bolsa e de balcão: o mecanismo de formação de preços que permite (ou que tenta permitir), aos sistemas de bolsa, a recriação de um mercado eficiente à imagem daquele preconizado pelo modelo econômico neoclássico (de concorrência perfeita)”. (YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 206)

⁸¹ **Instrução CVM nº 461/2003. Art. 73. [...] Parágrafo único.** “Quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral, a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento”.

⁸² ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. VIII. Arnoldo Wald (Org.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 230.

⁸³ FRAGA NETO, Armínio. O mercado de capitais como alavanca do desenvolvimento no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Ano II, v. 41. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

⁸⁴ YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 206.

pelas regras da oferta e da procura. Para Eduardo Fortuna⁸⁵, a eficiência desse sistema de formação de preços pode ser atribuída ao fim do pregão viva-voz da Bovespa:

“O fim do pregão viva-voz da Bovespa marcou o início de uma nova era do mercado de capitais: o da agilidade; maior transparência; preços mais competitivos; e custos menores. Isso graças à migração integral dos negócios para o sistema eletrônico. Para os grandes investidores, a mudança pode ser tênue, já que sempre tiveram acesso direto ao melhor serviço oferecido pelas mesas de operações das corretoras. No caso dos pequenos investidores, foi um divisor de águas, pois no sistema eletrônico as ordens de compra e venda ~so tratadas igualmente, não importando o tamanho da operação. Se não fosse o desenvolvimento do eletrônico, não seria possível também a criação do *home broker* – negociação via internet – que começou em 1999. O principal impacto do fim definitivo do pregão viva-voz para o bolso do investidor está no preço das ações. Com a existência de um pregão viva-voz e um sistema eletrônico, sempre existia uma diferença de cotação de papéis, por menor que fosse, já que a Bovespa limitava o intervalo a 2%. Ou seja, dependendo de onde operasse, o investidor poderia comprar um ação mais cara ou vender mais barato do que estaria no outro sistema. Outro fator importante para a melhor formação de preços é o fato de o eletrônico, batizado de Megabolsa, “procurar” a melhor oferta. Se alguém quer comprar uma ação e há dois vendedores, um por R\$1,10, por exemplo, e outro a R\$1,12, o sistema fecha o negócio com a cotação mais baixa e procura outro comprador disposto a pagar mais ao vendedor a R\$1,12. A existência apenas do eletrônico também significa regras mais claras no fechamento dos negócios. Entre duas ofertas para uma determinada ação – ambas com o mesmo preço –, leva a melhor aquela que entrou antes no sistema, muito diferente do pregão, em que executa a operação quem gritar mais alto. Muitas vezes o operador fechava negócio com outro operador, seu amigo, e que não necessariamente era a melhor oferta. O operador do pregão também levava uma certa vantagem, pois poderia comprar ou vender uma ação no eletrônico, caso a oferta fosse mais interessante. No entanto, o contrário era proibido”.

A eficiência do sistema de formação de preços dos valores mobiliários deve extrapolar fronteiras para reduzir ou eliminar as possibilidades de arbitramento (ou arbitragem) – que, nas negociações bursáteis, possuem significado completamente diferente daquele significado jurídico. Conforme nos explica Francisco Satiro de Souza Júnior⁸⁶, “prática arbitragem aquele que realiza negócios simultâneos, em dois ou mais mercados, com o objetivo de realizar lucros sem risco de mercado e sem investimentos”. Para facilitar a compreensão, ele nos traz o seguinte exemplo hipotético: suponhamos que uma mesma ação seja negociada em duas bolsas de valores distintas pela cotação de \$100,00. Se, num determinado momento, essa ação está negociada na bolsa “A” por \$102, surgiria para o investidor atento a possibilidade de comprar essa mesma ação na bolsa “B” por \$100 e imediatamente vendê-la na bolsa “A” por \$102, auferindo um lucro de \$2 (desconsiderando-

⁸⁵ FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008, p. 586.

⁸⁶ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 18-19.

se, para efeito de exemplo, a ausência de custo de transação e de câmbio). Porém, essa possibilidade de lucro “fácil” não passa de uma aparência: funcionando corretamente o sistema de formação de preços, a atuação do arbitrador numa bolsa influencia a cotação da ação em seu desfavor, ou seja, a compra da ação na bolsa “B” por \$100, no caso do exemplo acima, causa imediato aumento da procura e, conseqüentemente, o aumento do preço, de modo que os mercados de ambas as bolsas tendem a se ajustar sempre, igualando as cotações⁸⁷.

Para proporcionar o funcionamento desse sistema, Leonardo Faccini⁸⁸ pontua que cada ordem de negociação, a partir da qual os intermediários formalizam as ofertas irrevogáveis e irretroatáveis de negócio bursátil⁸⁹, deve conter o tipo de operação (se compra ou venda); a identificação do emissor da ação; a quantidade de ações; e, por fim, a especificação do preço desejado para o negócio.

Com isso, consolidam-se as bases do sistema de formação de preços inseridos no modelo de mercado, as quais, de acordo com Raquel Sztajn⁹⁰, podem ser assim sintetizadas:

“O modelo [de mercado] foi concebido sobre as seguintes bases: a) impossibilidade de que qualquer dos participantes, isoladamente ou em combinação com alguns outros, possa atuar sobre a oferta ou a demanda; b) bens razoavelmente substitutos entre si, de forma que a mudança de preço de um deles possa afetar a produção/consumo do outro; c) informação amplamente disseminada entre os participantes para que possam livremente escolher”.

Para contribuir para o sistema de formação de preços, existem, ainda, os Formadores de Mercado, instituídos e regulados pela Instrução CVM nº 384/2003. Além de garantir a liquidez mínima, trabalham para garantir referência de preço para ativos previamente credenciados, prestando grande auxílio para a eficiência do Mercado de Capitais. Essa função pode ser desempenhada por corretoras, distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteiras de investimentos, os quais assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas firmes de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e conhecida por todos.

⁸⁷ Cf. SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 18-19.

⁸⁸ Cf. FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 159-161.

⁸⁹ Ver Item 5.1.1 deste trabalho.

⁹⁰ SZTAJN, Rachel. **Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários**. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 135, São Paulo: Malheiros, 2004).

3.4 Outras funções econômicas das negociações bursáteis

3.4.1 Formação da poupança popular

As negociações bursáteis incentivam a formação da poupança popular. Dentre as várias aplicações financeiras⁹¹ disponíveis aos investidores, a compra de valores mobiliários negociados no ambiente de bolsa de valores deve sempre surgir como alternativa atrativa e rentável. Para Jairo Saddi⁹², a legislação que trata do sistema financeiro não traz o conceito de poupança popular, sendo mesmo necessário, por aproximação, adotar o conceito trazido pela legislação penal, quando se refere à “economia popular” na Lei nº 1.521/1951. Para o objeto deste estudo, porém, interessa apenas compreender a poupança popular como uma modalidade genérica de reunião de recursos dispersos no sistema econômico para concentração e posterior aplicação, não necessariamente através de intermediação financeira, mas também via Mercado de Capitais.

3.4.2 Especulação

Por fim, temos a especulação dentre as funções econômicas das negociações bursáteis. Longe de ser o desprezível Agente Econômico que manipula preços e que aufer

⁹¹ “As aplicações financeiras são instrumentos criados e idealizados por pessoas jurídicas financeiras (instituições financeiras propriamente ditas e demais sociedade equiparadas), para serem utilizadas por outras pessoas (não financeiras), com intuito de proteção, especulação, financiamento etc. (...) para efetivar determinada aplicação financeira, deve a coletividade dirigir-se ao mercado financeiro e de capitais e, por intermédio das pessoas autorizadas por lei, fazer sua opção quanto ao instrumento financeiro que melhor lhe convier e interessar. (...) para determinada operação se conceituar como uma aplicação financeira não basta, apenas e tão somente, que ela tenha conteúdo ou cunho financeiro. É imperativo que o regime jurídico incidente sobre o respectivo fato seja aquele que rege o mercado de capitais e financeiro, onde sempre estará presente a figura da pessoa jurídica financeira como interveniente da operação ou como parte da própria operação, como é o caso da captação de recursos junto ao público. (...) Enfim, o que se extrai da análise conjunta dos dispositivos constantes das Leis nº 8.981/95 e Lei nº 9.532/97 é que a expressão ‘aplicações financeiras’, pode ser definida como negócios jurídicos, nos quais: a) há a presença de uma pessoa jurídica financeira como interveniente ou parte na operação; b) o regime jurídico aplicável é o do direito do mercado financeiro e de capitais”. (MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998, pp. 151/152).

⁹² SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: Uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ganhos ilícitos, conforme notabilizado pela literatura e pelo cinema, o especulador assume especial relevância no contexto das negociações bursáteis, sendo essencial para garantir a liquidez dos valores mobiliários, conforme ressaltado por Leandro Bittencourt Adiers⁹³ em artigo dedicado ao tema da especulação:

“O especulador é figura presente em qualquer mercado e, sob certos aspectos, até importante para sua liquidez, diz uma nota de esclarecimento da CVM – Roberto Teixeira da Costa, nota de esclarecimento da CVM no caso Petrobrás -. E acrescenta: Ele compra e vende ações em um horizonte temporal claramente definido (pode comprar e vender no mesmo dia, como pode reter por uma semana ou um mês) na expectativa de emergência de fatores que na sua concepção farão as ações subirem ou descerem de cotação, quando realiza sua posição (é evidente que às vezes com prejuízo). Em tese, o especulador atua principalmente com base nas análises técnicas de mercado (gráfico de barra, ponto-figura) ou na sua intuição. Portanto, o especulador é protagonista ativo do mercado, porém ele não forja o mercado, criando condições artificiais que venham facilitar o objetivo de realização de lucros a curto prazo. Muito embora, a níveis exagerados, a especulação possa ser criticada, pois torna o mercado extremamente sensível, ela não se reveste de qualquer ilegalidade, quando praticada dentro das regras do jogo. Especulação não é e nem deve ser confundida com manipulação. No Brasil, no entanto, o especulador tem sido visto normalmente com maus olhos, especialmente quando se trata de especulação em Bolsa. O problema é que se associa, muitas vezes erradamente, a especulação ao ato de manipulação. Além disso, quando se trata de ações e o lucro auferido é grande, temos a mania de achar que houve algo ilícito. No entanto, quando se trata do mercado imobiliário, por exemplo, ganhos enormes em apenas um ano são aceitos como normais para a maioria das pessoas”.

O risco assumido pelo especulador, em última instância, legitima os lucros que vierem a ser auferidos, principalmente porque “nestas operações de alto risco, onde pode haver variação negativa ou perda do principal aplicado, margens grandes de lucro se justificam, e, até mesmo, se fazem necessárias para gerar motivação no investidor”⁹⁴. Essa motivação, como não poderia deixar de ser, deve ser lícita e baseada em informações simétricas largamente conhecidas pelos demais agentes de mercado. Deve, acima de tudo, promover a liquidez sem prejuízo do transparente, imparcial e neutro sistema de formação dos preços dos valores mobiliários. Conforme Rachel Sztajn⁹⁵:

“A especulação promove a eficiência alocativa, aumenta o bem-estar, melhora a estimação do preço no mercado, o que favorece a presença do especulador, mas também se percebe as acentuadas diferenças entre as expectativas individuais dos

⁹³ ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. VIII. Arnoldo Wald (Org.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 212.

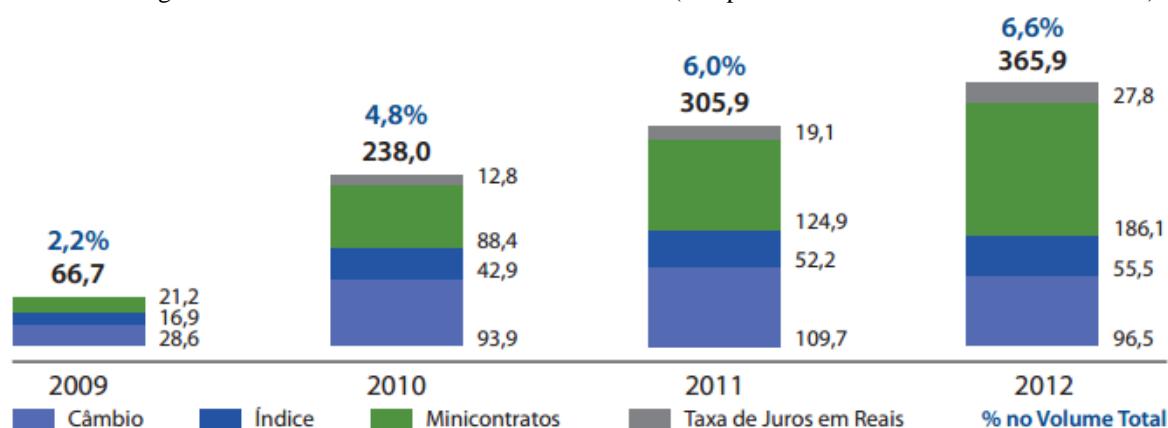
⁹⁴ ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. VIII. Arnoldo Wald (Org.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 212.

⁹⁵ SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 144.

agentes no mercado, o que induz supor que a especulação pode não ser menos benéfica do que se apregoa, uma vez que a grande assimetria informacional distorce os benefícios gerados pela arbitragem”.

Ou seja, a atuação dos especuladores não pode amplificar a volatilidade do preço dos valores mobiliários. Essa preocupação fica evidenciada, por exemplo, quando vemos o volume médio diário das chamadas HFT (*High Frequency Traders* ou operações de alta frequência) aumentarem a cada ano:

Gráfico 1: Segmento BM&F – Volume médio diário de HFT (compras + vendas em milhares de contratos)



Fonte: BM&FBovespa (Relatório Anual), 2012⁹⁶

HFT são “técnicas de modelagem mais sofisticadas de operações de compra e venda sequenciais de valores mobiliários, normalmente realizadas em frações de segundo”⁹⁷. Por considerarem-na excessivamente especulativa e prejudicial para o regular funcionamento do Mercado de Valores Mobiliários, Estados Unidos e Europa, por exemplo, já estudam formas de conter o avanço das negociações em alta frequência⁹⁸. Para Kirilenko, Kyle, Samadi e Tuzun⁹⁹, essas operações amplifcam volatilidade dos preços e geram um desestímulo aos investimentos de longo prazo:

⁹⁶ Relatório Anual da BM&FBovespa de 2012. Disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013.

⁹⁷ Cf. Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 349. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

⁹⁸ Cf. THOMAZ, Danilo. Velocidade Controversa. Revista **Capital Aberto**, ed. 104/fevereiro 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 29.

⁹⁹ Tradução nossa de: “[...] we believe that High Frequency Traders exhibit trading patterns inconsistent with the traditional definition of market making. Specifically, High Frequency Traders aggressively trade in the direction of price changes. This activity comprises a large percentage of total trading volume, but does not result in a significant accumulation of inventory. As a result, whether under normal market conditions or during periods of high volatility, High Frequency Traders are not willing to accumulate large positions or absorb large losses. Moreover, their contribution to higher trading volumes may be mistaken for liquidity by Fundamental Traders. Finally, when rebalancing their positions, High Frequency Traders may compete for

“Acreditamos que investidores de alta frequência apresentam padrões comerciais incompatíveis com a definição tradicional de criação de mercado. Especificamente, os investidores de alta frequência negociam agressivamente na direção de mudanças de preço. Esta atividade compreende uma grande porcentagem do volume total negociado, mas não resulta em um acúmulo significativo de riqueza. Como resultado, em condições normais de mercado ou durante períodos de alta volatilidade, investidores de alta frequência não estão dispostos a acumular grandes posições ou absorver grandes perdas. Além disso, a sua contribuição para os volumes de negociação mais elevados podem ser confundidos com liquidez por investidores tradicionais. Finalmente, quando balanceiam suas posições, investidores de alta frequência podem competir pela liquidez e amplificar a volatilidade dos preços. Consequentemente, acreditamos que, independentemente da tecnologia, os mercados podem se tornar frágeis quando desequilíbrios surgem como resultado de grandes investidores que pretendam comprar ou vender quantidades maiores do que os intermediários estão dispostos a reter temporariamente, e, simultaneamente, retiram incentivos para os investidores de longo prazo. Acreditamos que a inovação tecnológica é fundamental para o desenvolvimento do mercado. No entanto, como os mercados mudam, as salvaguardas apropriadas devem ser implementadas para manter o ritmo com as práticas comerciais criadas com os avanços na tecnologia”.

Além de proteger o mercado das *fleeting orders*¹⁰⁰ (apenas um dos desvios anômalos dos HFT), as Bolsas de Valores precisam acompanhar de perto as operações HFT para impedir aumento ou diminuição artificial do preço dos valores mobiliários.

Independentemente de sua prática eventualmente excessiva e adversa, porém, não podemos deixar de reconhecer a especulação como uma função econômica importante e essencial das negociações bursáteis.

liquidity and amplify price volatility. Consequently, we believe, that irrespective of technology, markets can become fragile when imbalances arise as a result of large traders seeking to buy or sell quantities larger than intermediaries are willing to temporarily hold, and simultaneously long-term suppliers of liquidity are not forthcoming even if significant price concessions are offered. We believe that technological innovation is critical for market development. However, as markets change, appropriate safeguards must be implemented to keep pace with trading practices enabled by advances in technology” (KIRILENKO, Andrei; KYLE, Albert S.; SAMADI, Mehrdad; e TUZUN, Tugkan. **The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1686004>, acessado no dia 19/07/2013, às 20h).

¹⁰⁰ “Trapaças comumente utilizada pelos operadores de HFT, em que várias ordens de compra e venda são enviadas e canceladas logo em seguida para diminuir ou aumentar artificialmente o valor de um ativo” (THOMAZ, Danilo. Velocidade Controversa. Revista **Capital Aberto**, ed. 104/fevereiro, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 29).

4 ASPECTOS JURÍDICOS DO SISTEMA DE NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

As negociações bursáteis não devem ser analisadas como relações jurídicas isoladas, mas inseridas dentro de um sistema contratual complexo e interdependente de outras relações jurídicas. Ao longo deste Capítulo 4, apresentaremos a dinâmica das negociações bursáteis a partir de sua análise estritamente jurídica, demonstrando-se o funcionamento do sistema, os sujeitos participantes, a representação gráfica e a natureza jurídica das relações jurídicas individualmente consideradas dentro do sistema contratual, além de uma breve abordagem da regulação e autorregulação responsáveis pela organização dos mercados e das negociações bursáteis.

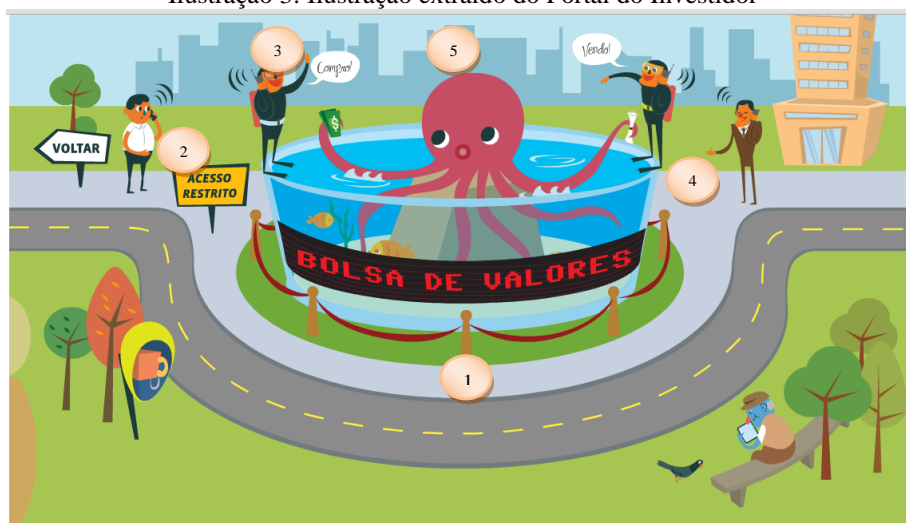
4.1 Funcionamento do sistema de negociações bursáteis

Apesar das advertências de Jose Xavier Carvalho de Mendonça¹⁰¹, segundo o qual “o estudo das operações de bolsa sob o ponto de vista jurídico [...] supõe conhecida a prática desses contratos”, parece-nos conveniente fazer referência ao Portal do Investidor¹⁰², sítio na *internet* de educação financeira e de divulgação de informações relativas ao mercado de capitais, desenvolvido e mantido pela CVM, que explica de forma lúdica o funcionamento das negociações bursáteis da seguinte forma:

¹⁰¹ MENDONÇA, José Xavier Carvalho. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. vol. VI, Livro IV “Das Obrigações, Dos contratos e da Prescrição em Matéria Comerical”, 6 ed., Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A, 1961, p. 337.

¹⁰² <http://www.portaldoinvestidor.gov.br>, acessado em 25/02/2013, às 7h.

Ilustração 3: Ilustração extraído do Portal do Investidor



Fonte: Portal do Investidor, 2013.

[Onde]:

1. As Bolsas de Valores são centros de negociação de valores mobiliários, e devem proporcionar um ambiente transparente e líquido, utilizando sistemas eletrônicos de negociação para efetuar compras e vendas desses valores. No Brasil, a BM&FBovespa S/A – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F Bovespa) é a principal bolsa de valores.
2. As decisões de compra ou venda de determinado ativo terão que ser tomadas, sempre, pelo investidor. É dele que parte a ordem de compra e é a corretora que executa a operação.
3. Somente os intermediários autorizados a operar na bolsa têm acesso aos sistemas de negociação. Por isso, qualquer operação só pode ser realizada por intermédio deles.
4. Para que a transação aconteça, é necessário que exista outra ordem do mesmo ativo na parte vendedora.
5. A câmara de compensação, liquidação e gerenciamento de riscos de operações do segmento Bovespa atua como contraparte central das negociações. Após receber as informações sobre as compras e as vendas, o sistema processa o cálculo das posições devedoras e credoras de cada participante, tanto em relação aos ativos quanto em relação aos valores mobiliários, e chega à posição líquida de cada um deles. Esse processo é chamado no mercado de “compensação multilateral”. Em seguida, na liquidação, os títulos são entregues ao comprador, e o dinheiro da venda será creditado ao vendedor.

O investidor, portanto, contrata a sociedade corretora de valores mobiliários, para quem emana ordens de negociação a serem executadas no ambiente da bolsa de valores. A execução dessas ordens de negociação consiste, como veremos mais a frente, em proposta destinada ao mercado à vista, a termo ou de opções; e que somente ocorrerão no momento em que a proposta vier a ser aceita por outro investidor. A efetivação da negociação, por fim, ocorre no âmbito de uma Câmara de Liquidação¹⁰³ (*clearing house*), que assume a função de contraparte central¹⁰⁴.

¹⁰³ Para os fins deste trabalho, adotou-se a expressão “Câmara de Liquidação” ao invés de “*clearing house*” (expressão esta mais usual no mercado) assim como o fez Francisco Satiro de Souza Júnior em sua tese de doutorado (SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de

O funcionamento desse sistema de negociações revela um ambiente marcado pelo informalismo¹⁰⁵ característico do espírito do direito comercial, e que sempre propiciou a percepção de segurança aos agentes econômicos para que os negócios jurídicos empresariais fossem realizados, sobretudo no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, respeitando a estabilidade, equidade e equilíbrio¹⁰⁶ dos mercados. Porém, como veremos a seguir, essa informalidade encontra-se inserida num complexo sistema jurídico contratual, cuja compreensão depende da identificação dos principais sujeitos participantes.

4.2 Principais sujeitos participantes do sistema de negociações bursáteis

A partir do funcionamento das negociações bursáteis, conseguimos identificar os principais sujeitos com participação ativa¹⁰⁷ nesse sistema como sendo: (i) os Investidores; (ii) as Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários; (iii) os Agentes de Compensação; (iv) as Bolsas de Valores; (v) as Câmaras de Compensação; e (vi) as companhias emissoras de títulos e valores mobiliários.

Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli). Esse mesmo autor ainda cita outras expressões em português para se referir à essas entidades, tais como “Companhias” ou “Caixas” de “Liquidação” ou de “Compensação”. Essas expressões poderão aparecer neste trabalho em citações de outros autores, sendo certo que o significado será exatamente o mesmo de “Câmara de Liquidação”.

¹⁰⁴ A função de contraparte central, conforme veremos mais à frente, é assumida pela Câmaras de Liquidação que, hoje, foi integralmente absorvida pela BM&FBovespa com a incorporação societária da CBLC.

¹⁰⁵ Rubens Requião, ao descrever o espírito do direito comercial, aponta como características o cosmopolitismo, o individualismo, a onerosidade, o informalismo, o fragmentarismo e a solidariedade presumida. A propósito do “informalismo”, ele nos informa o seguinte: “Em fase da técnica própria do direito comercial, e de seu objetivo de regular operações em massa, em que a rapidez da contratação é elemento substancial, forçou-se a supressão do formalismo. Em compensação, boa fé impera nos contratos comerciais, impondo-se meios de provas mais simples e numerosos do que no direito civil. Tivemos oportunidade de observar [...] que modernamente o Estado impõe, para segurança de terceiros, como na emissão dos títulos de crédito ou na constituição de sociedades por ações, regras solenes e extremamente formalistas. Mas, uma vez cumprida a formalidade inicial, a negociabilidade torna-se extremamente simplificada, como nas ações ao portador [que, conforme sabemos, foram extintas pela Lei nº 8.021/90, que deu nova redação ao art. 20 da Lei nº 6.404/76]” (REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. v. 1, 23 ed. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 32).

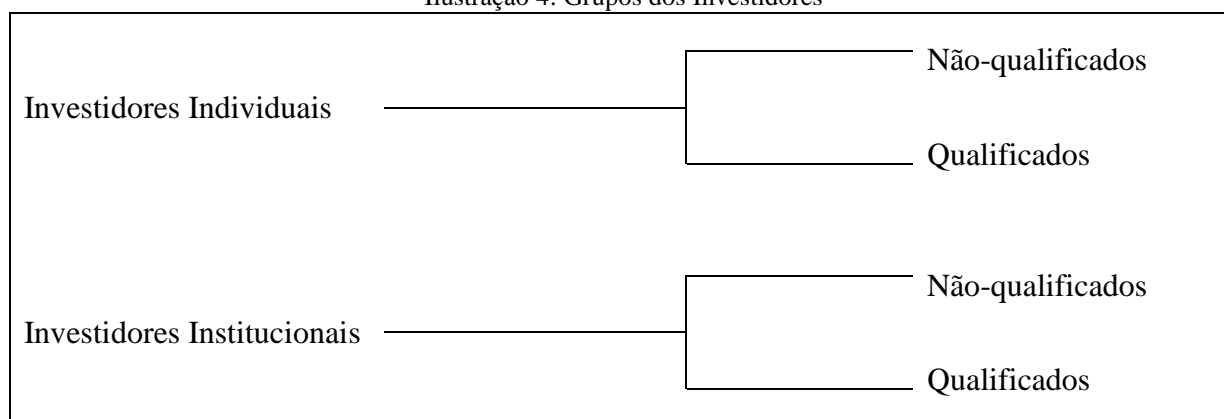
¹⁰⁶ Que se constituem os principais valores estabelecidos do Sistema Financeiro Nacional, conforme “SADDI, Jairo. **Temas de Regulação Financeira**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 33”.

¹⁰⁷ Consideraremos aqui apenas aqueles agentes econômicos que participam ativamente das negociações bursáteis. Não incluiremos em nossa análise os agentes econômicos responsáveis pela regulação e supervisão, igualmente relevantes no sistema de negociações bursáteis, mas que escapam do objetivo deste trabalho.

4.2.1 Investidores

Coexistem no Mercado de Valores Mobiliários o grupo dos investidores individuais¹⁰⁸ e o grupo dos investidos institucionais¹⁰⁹. Categoricamente, em cada um desses grupos encontram-se os investidores qualificados e os investidores não-qualificados:

Ilustração 4: Grupos dos Investidores



Fonte: Autoria própria.

Os investidores individuais são toda e qualquer pessoa física ou jurídica que, em nome próprio e com recursos próprios, abre uma conta junto a uma corretora ou distribuidora de valores mobiliários para comprar e vender, a termo ou a prazo, valores mobiliários no ambiente de Bolsas de Valores. O CMN e demais agentes supervisores de mercado os diferenciam entre residentes e não residentes, tendo em vista que os procedimentos operacionais exigidos destes¹¹⁰ para investimento são mais burocráticos; juridicamente, no entanto, encontram-se equiparados e inseridos dentro do grupo dos investidores individuais. Importa apenas situar que a popularização da participação do público investidor individual é fenômeno ainda recente¹¹¹ e em desenvolvimento, comparativamente com o mercado norte-

¹⁰⁸ São exemplos de investidores individuais as pessoas físicas e as pessoas jurídicas não consideradas institucionais, incluindo as instituições financeiras bancárias.

¹⁰⁹ São exemplos dos investidores institucionais as Entidades Abertas de Previdência Complementar, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Fundos de Pensão), as Seguradoras e os Fundos de Investimento.

¹¹⁰ Resolução CMN nº 2689/2000, que dispõe sobre as aplicações de investidor não residente nos mercados financeiros e de capitais.

¹¹¹ Pode-se dizer que somente a partir de 2007, depois do IPO da Bovespa, o pequeno investidor assumiu especial relevância em volume de negociações em nossa Bolsa de Valores.

americano¹¹², onde as companhias se caracterizam por ter o capital altamente pulverizado e o investimento em bolsas de valores por já fazer parte da cultura naquele país.

Os critérios de conceituação dos investidores institucionais não são facilmente identificados, ou pelos menos a doutrina especializada ainda não os consolidou, conforme constataram Márcia Carla Pereira Ribeiro e Eduardo Oliveira Agostinho em artigo especialmente elaborado para tratar dessa espécie de investidor¹¹³. Segundo eles, a essência dos investidores institucionais está na gestão de recursos advindos da poupança popular, em atividade assemelhada com a de intermediação financeira:

“[...] é possível e pertinente conceituar juridicamente os investidores institucionais como (i) instituições que exercem, como atividade econômica profissional, (ii) a captação de recursos junto à poupança popular por outras formas que não o depósito à vista (iii) e a sua gestão, no seu próprio interesse ou naquele de quem os confiou, (iv) com a obrigatoriedade de realizar investimentos no Mercado de Capitais”.

Conforme Eduardo Fortuna¹¹⁴, “a atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado, pois, pelo seu peso, no contexto, eles garantem o nível de estabilidade do mercado”.

Os investidores qualificados, individuais ou institucionais, são aqueles que possuem, presumivelmente ou mediante atestado próprio, habilidades especiais para realizar negociações bursáteis, não lhes sendo essenciais as normas de proteção aos investidores no Mercado de Capitais. Pela dificuldade de se fixarem critérios gerais para a identificação precisa dos investidores qualificados, a CVM optou por enumerá-los na tentativa de aumentar a segurança jurídica, consoante disposto no artigo 109 da Instrução CVM nº 409/2004:

IN CVM 409/2004.

Art. 109 “Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

- I - instituições financeiras;
- II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- III - entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

¹¹² Segundo David Charny (CHARNY, David. **The German Corporate Governance System**, disponível em <http://ssrn.com/abstract=125188>, acessado dia 10.02.2010, às 13h), o modelo norte-americano de negociação de ações possui as seguintes características: a) Grande número de empresas com ações negociadas; b) retorno contínuo de ações negociadas em pequenas quantidades; c) mercado para o controle criado pela oportunidade de adquirir grandes blocos de ações e, principalmente; d) ação difundida entre indivíduos e instituições.

¹¹³ RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; e AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**, in WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 375-400.

¹¹⁴ FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008, p. 584.

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, de acordo com o Anexo I;

V - fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios”.

Os investidores não qualificados são identificados por exclusão, ou seja, são aqueles que não se enquadram na definição de investidores qualificados. São exemplos, dentre os investidores individuais, as pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros inferior a R\$300.000,00 (trezentos mil reais) ou, então, que não estejam atestadas; e dentre os investidores institucionais, os fundos de investimento destinados à participação do público em geral.

A diferenciação dos investidores entre qualificados e não-qualificados serve para definir o grau de suficiência econômica, jurídica e financeira nas relações estabelecidas dentro do Mercado de Capitais. Há casos, por exemplo, em que as companhias emitentes de valores mobiliários ficam dispensadas de cumprir obrigações relevantes (tais como a divulgação de prospecto) quando os destinatários dos valores mobiliários forem investidores qualificados¹¹⁵. Com isso, essa diferenciação chega a criar reservas para os mercados de riscos mais relevantes, já que os investidores qualificados estão presumidamente aptos para uma completa compreensão e avaliação dos riscos envolvidos:

“Esse conhecimento acerca do mercado de capitais que é o fator determinante na desnecessidade de medidas protetivas aos investidores qualificados e a respectiva exclusão dos mesmos na aplicação do CDC, pois não há hipossuficiência, estando os investidores qualificados em posição de igualdade em relação aos demais intervenientes do mercado”¹¹⁶.

Independentemente da classificação do investidor, é certo que sua atuação no Mercado de Capitais deve obedecer ao perfil de risco no qual se enquadra. Esse perfil de risco pretende adequar o investidor a um padrão comportamental geralmente definido a partir do nível de tolerância e de aversão ao risco¹¹⁷ e, também, do objetivo do investimento. A

¹¹⁵ Como ocorre, por exemplo, na oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos, conforme regulado pela Instrução CVM nº 476/2009.

¹¹⁶ TEIXEIRA, Felipe Canabarro. **Da Corretagem On-Line: Os Deveres de Informação e Educação das Corretoras em Relação aos Investidores. O caso especial do Brasil**. 2009. 192 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade de Lisboa - Faculdade de Direito, Lisboa-PT. Orientadora: Paula Costa e Silva, p. 56.

¹¹⁷ “Tolerância ao risco é a disposição do investidor a aceitar riscos mais altos para obter retornos esperados mais altos”, enquanto que a “Aversão ao risco é a relutância do investidor a aceitar os riscos” (ZVI, Bodi. **Fundamentos de investimentos**. Trad. TAYLOR, Robert Brian. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2000, p. 131).

adequabilidade do investidor (o chamado *suitability*¹¹⁸) é tão relevante que a CVM publicou recentemente a Instrução CVM nº 539/2013 para dispor sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, determinando 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”¹¹⁹.

4.2.2 *Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários*

As sociedades corretoras de valores mobiliários são as instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil¹²⁰ e pela CVM e supervisionadas pelas Bolsas de Valores, CVM e Banco Central do Brasil¹²¹. A constituição, organização e funcionamento das corretoras de valores mobiliários são disciplinadas pelo Regulamento aprovado pela Resolução nº 1655/1989 do CMN:

Resolução nº 1655/1989 do CMN. Regulamento Anexo.

“**Art. 1º:** A sociedade corretora de títulos e valores mobiliários é instituição habilitada à prática das atividades que lhe são atribuídas pelas leis nº 4.728, de 14.07.65, 6.385, de 07.12.76, e regulamentação aplicável.

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

- I - operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores;
- II - subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões e títulos e valores mobiliários para revenda;
- III - intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado;
- IV - comprar e vender títulos e valores mobiliários por contra própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência;
- V - incumbir-se da subscrição de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;

¹¹⁸ O termo *suitability* é vastamente utilizado no mercado e sua tradução literal seria “adequabilidade”. Na medida em que todo investidor pretende ganhar, mas nem todos estão dispostos a perder, foram desenvolvidas várias classificações para adequar o investidor às várias estratégias de investimento disponíveis, sendo que as mais comuns, e genéricas, classificam os investidores em “conservadores”, “moderados” e “agressivos”, cada qual com suas intermináveis variações.

¹¹⁹ Artigo 1º da Instrução CVM nº 539/2013.

¹²⁰ **Lei nº 4.728/1965. Art. 3º.** “Compete ao Banco Central: [...] II - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores (arts. 8º e 9º) e das sociedades de investimento”.

¹²¹ **Resolução nº 1655/1989 do CMN. Regulamento Anexo. Art. 18:** “A sociedade corretora está sujeita à permanente fiscalização da Bolsa de Valores e, no âmbito das respectivas competências, às do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários”.

- VI - incumbir-se da administração, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;
- VII - exercer funções de agente fiduciário;
- VIII - instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento;
- IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;
- X - exercer as funções de agente emissora de certificados e manter serviços de ações escriturais;
- XI - emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures;
- XII - intermediar operações de câmbio;
- XIII - praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes;
- XIV - praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;
- XV - realizar operações compromissadas;
- XVI - praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil;
- XVII - operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas competências;
- XVIII - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiros e de capitais;
- XIX - exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários”.

As sociedades corretoras, até 02/03/2009, eram as únicas entidades habilitadas a negociar nas bolsas de valores. Em razão da decisão-conjunta BCB CVM nº 17/2009, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários passaram a ser autorizadas a operar diretamente nas Bolsas de Valores. A constituição, organização e funcionamento dessas sociedades distribuidoras de valores mobiliários são disciplinados pelo Regulamento aprovado pela Resolução nº 1120/1986 do CMN:

Resolução nº 1120/1986 do CMN. Regulamento Anexo:

Art. 1. A sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários é instituição habilitada à prática das atividades que lhe são atribuídas pelas Leis nº 4.728, de 14.07.65, 6.385, de 07.12.76, e regulamentação aplicável.

Art. 2. 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 a colocação de emissões de títulos e valores mobiliários no mercado;
- III - comprar e vender títulos e valores mobiliários, por conta própria ou de terceiros;
- 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, do desdobramento de cautelas, do recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários;
- VI - exercer funções de agente fiduciários;
- VII - operar em contas correntes com seus clientes, não movimentáveis por cheques;
- VIII - instituir, organizar e administrar fundos mútuos e clubes de investimento;
- IX - constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários;

X - prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, administrativa e comercial em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais, atuar como interveniente sacadora de letras de câmbio em operações das sociedades de crédito, financiamento e investimento, bem como agir como correspondente de outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

XI - conceder a seus clientes financiamento para a compra de valores mobiliários, bem como emprestar valores mobiliários para venda (conta margem), observada a regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, ouvido previamente o Banco Central do Brasil;

XII - realizar operações compromissadas;

XIII - praticar operações de compra e venda, no mercado físico, de metais preciosos, por conta própria ou de terceiros;

XIV - operar em bolsas de futuros, por conta própria ou de terceiros;

XV - intermediar oferta pública de valores mobiliários;

XVI - exercer outras atividades expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 3. A constituição e o funcionamento de sociedade distribuidora dependem de autorização do Banco Central do Brasil.

Parágrafo único. O exercício de atividades de sociedade distribuidora no mercado de valores mobiliários depende de prévia e expressa autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

As sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários¹²², que podem ser constituídas na forma de sociedade anônima ou limitada, exercem “o papel de unificadores do mercado, dando segurança e liquidez aos títulos transacionados”¹²³, pois assumem a função de aproximar compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, sendo imprescindíveis para que as negociações bursáteis ocorram da maneira mais eficiente possível.

4.2.3 Agentes de Compensação

Nos termos do inciso IV do artigo 1º da Instrução CVM nº 505/2011, o Membro de Compensação ou Agente de Compensação é a:

“a instituição financeira ou 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”.

¹²² A rigor, sociedades corretoras e distribuidoras são autorizadas a realizar o mesmo tipo de atividades.

¹²³ PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 20.

É, portanto, o participante da negociação bursátil que de fato se relaciona diretamente com a Câmara de Compensação e efetiva o “fechamento” do negócio. As corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários podem assumir cumulativamente a função de agentes de compensação, sendo permitida a coexistência das duas funções numa única pessoa. Quando não assumem, ficam obrigadas a subcontratar a comissão com um Agente de Compensação¹²⁴ para que possam efetivamente realizar negócios bursáteis.

A BM&FBovespa classifica os Agentes de Compensação em: (i) Agente de Compensação Próprio e (ii) Agente de Compensação Pleno. Para cada enquadramento, a BM&FBovespa exige requisitos mínimos de patrimônio líquido e folga de immobilizações, impondo-lhes limites operacionais. Os valores variam, ainda, se os Agentes de Compensação são “instituições bancárias” ou “instituições não-bancárias”. Cada um dos Agentes de Compensação, por sua vez, adota critérios próprios de avaliação para redistribuir o limite recebido da Câmara de Compensação entre as corretoras a eles vinculadas¹²⁵. Ou seja, o Agente de Compensação responde pessoal e diretamente perante a Câmara de Compensação pelo adimplemento do investidor e da corretora ou distribuidora de valores mobiliários que representar.

4.2.4 Agentes de Custódia

O Membro de Custódia ou Agente de Custódia é o participante que se relaciona diretamente com a Câmara de Compensação a fim de representar o investidor nos eventos de custódia. Celebra com a Câmara de Compensação o “Contrato de Prestação de Serviços de Depositária de Ativos”¹²⁶.

¹²⁴ Em consulta ao sítio da BM&FBovespa na internet (disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Agentes/agentes.aspx?idioma=pt-br>, acessado no dia 28nov2013, às 8h), verificamos que, no dia 22/11/2013, estão habilitados 48 (quarenta e oito) Agentes de Compensação.

¹²⁵ **Item 23.4.1.** “As Sociedades Corretoras quando atuarem como Agente de Compensação de terceiros, deverão cumprir os Regulamentos da CBLC e especialmente zelar pela integridade e capacidade financeira daqueles para os quais liquidam as operações, podendo exigir do interessado, a seu exclusivo critério, todas as informações, documentos e garantias julgadas necessárias”. (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, acessado dia 28nov2013, às 7h30min).

¹²⁶ Consoante disposto no Item 2.4 dos “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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h.

As corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários podem assumir cumulativamente a função de Agentes de Custódia, sendo permitida a coexistência dessa função com a função de Agente de Compensação numa única pessoa. Quando não assumem, as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários ficam obrigadas a subcontratarem a comissão com um Agente de Custódia¹²⁷ para se responsabilizar pela legitimidade dos valores mobiliários apresentados para depósito¹²⁸ e para que os eventos de custódia sejam aproveitados pelo investidor.

A BM&FBovespa classifica os Agentes de Custódia em: (i) Agente de Compensação Próprio¹²⁹, (ii) Agente de Compensação Pleno¹³⁰ e (iii) Agente Especial de

¹²⁷ Em consulta ao sítio da BM&FBovespa na internet (disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Agentes/agentes.aspx?idioma=pt-br>, acessado no dia 28nov2013, às 8h), verificamos que, no dia 22/11/2013, estão habilitados 186 Agentes de Custódia.

¹²⁸ Item 2, do Capítulo II, do “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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h.

¹²⁹ **Item 3.2.2.** “As instituições que exerçam a atividade de Agente de Custódia Próprio deverão possuir Patrimônio Líquido superior a R\$1,5 milhão. Os Agentes de Custódia Próprios que possuam Patrimônio Líquido superior a R\$1,5 milhão e inferior a R\$5 milhões deverão atender às seguintes regras: • Respeitar o Limite de Custódia correspondente ao valor do patrimônio líquido multiplicado por um índice igual a 10; e • Respeitar o Limite de Custódia correspondente ao valor custodiado de R\$20 milhões para o conjunto de clubes de investimento e investidores institucionais para os quais prestem serviço de custódia. Os Agentes de Custódia Próprios que possuam Patrimônio Líquido igual ou superior a R\$5 milhões e inferior a R\$10 milhões deverão respeitar o Limite de Custódia correspondente ao valor custodiado de R\$20 milhões para o conjunto de clubes de investimento e investidores institucionais para os quais prestem serviço de custódia. O valor do Patrimônio Líquido referido será aquele consolidado considerando valor constante dos demonstrativos financeiros do Agente de Custódia e empresas integrantes do grupo econômico de que faça parte. Para efeito do disposto neste item, será considerado como grupo econômico aquele constituído por acionistas controladores e empresas filiadas, entendendo-se como empresa filiada aquela que controle, ou seja, direta ou indiretamente controlada pelo Agente de Custódia. O índice a que se refere o Limite de Custódia poderá ser alterado pela CBLC, a qualquer tempo, e deverá ser comunicado aos Agentes de Custódia. Não será considerado para adequação ao Limite de Custódia o valor dos Ativos: • Da conta própria do Agente de Custódia; • Da Conta de Custódia de Investidores pessoas físicas ou jurídicas que façam parte do mesmo grupo econômico do Agente de Custódia; • Objeto de colocação primária em processo de liquidação mantidos em Contas de Custódia de Investidor que tenha, formalmente, dispensado toda e qualquer reivindicação ou pleito reparatório sobre mecanismos de proteção de investidor mantidos pela CBLC ou por quaisquer Ambientes de Negociação para os quais a CBLC preste serviço; • Da Conta de Custódia de Investidor, detentor de posição superior a R\$1 milhão, que tenha, formalmente, dispensado toda e qualquer reivindicação ou pleito reparatório sobre mecanismos de proteção de investidor mantidos pela CBLC ou por quaisquer Ambientes de Negociação para os quais a CBLC preste serviço”. (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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h).

¹³⁰ **Item 3.2.1.** “As instituições que exerçam a atividade de Agente de Custódia Pleno devem possuir Patrimônio Líquido superior a R\$10 milhões. Os Agentes de Custódia Plenos podem custodiar Ativos junto à Depositária sem limite pré-estabelecido. A CBLC poderá, a qualquer momento, estabelecer Limites de Custódia para os Agentes de Custódia Plenos” (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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h).

Custódia¹³¹. Para cada enquadramento, a BM&FBovespa exige requisitos mínimos de patrimônio líquido, impondo-lhes limites operacionais.

4.2.5 Bolsas de Valores

A bolsa de valores, como vimos, é o ambiente onde ocorrem as negociações de valores mobiliários, mas não só. Conforme ressalta Otávio Yazbek¹³², a expressão bolsa de valores comporta várias acepções, podendo significar:

- “(i) o local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores para a apresentar suas ofertas e fechar as operações;
- (ii) a instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas;
- (iii) o mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo; ou, mais informalmente; e
- (iv) o estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que a bolsa passa por uma “alta” ou por uma “baixa”, por exemplo)”.

Na qualidade de participante ativo das negociações bursáteis, trataremos aqui da bolsa de valores na condição de instituição que administra o local e o sistema de negociações.

A Lei nº 4.728/1965, responsável por organizar o Mercado de Capitais brasileiro, definiu que as Bolsas de Valores seriam entidades que, dispendo de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, viriam a compor o quadro do sistema de distribuição de valores no mercado de capitais, operando sob a supervisão do Banco Central do Brasil e se organizando e se disciplinando de acordo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional. O inciso I do artigo 72 dessa lei atribuiu ao Conselho Monetário Nacional a competência para fixar as normas relativas à constituição e extinção das Bolsas de Valores, assim como aos seus órgãos de administração, inclusive forma jurídica. Com base nisso, o

¹³¹ **Item 3.2.3.** “Os Agentes Especiais de Custódia podem custodiar Ativos junto à Depositária única e exclusivamente para Conta de Custódia própria sem requisito mínimo de patrimônio líquido e Limite de Custódia pré-estabelecidos. A CBLC poderá, a qualquer momento, estabelecer Limites de Custódia para o Agente Especial de Custódia” (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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h).

¹³² YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 205-206.

Conselho Monetário Nacional baixou a Resolução nº 39/1966, cujo artigo 1º definiu as Bolsas de Valores como “associações civis, sem finalidade lucrativa”, ficando expressamente estabelecida a natureza jurídica das bolsas de valores, em nosso sistema legal, como entidades de direito privado que exercem um serviço público¹³³. A Lei nº 6.385/1976, que transferiu à CVM os serviços relativos ao mercado de valores mobiliários, conceituou as Bolsas de Valores em seu artigo 17 como “órgãos auxiliares da CVM, dispondo de autonomia administrativa, financeira e patrimonial”. A Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 922/1984, revogando a Resolução nº 39/1966, repetiu em seu artigo 1º o preceito da resolução anterior, no sentido de que as Bolsas de Valores são constituídas como associações civis, sem finalidade lucrativa. Até que, em 2000, motivado pelo processo de desmutualização¹³⁴ da BM&F e da Bovespa, o Conselho Monetário Nacional aprovou a Resolução nº 2690/2000, constituindo o que hoje pode ser considerado o diploma regulamentador das atividades das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras, definindo em seu artigo 1º o conceito, a natureza jurídica e o objeto das Bolsas de Valores:

Resolução CMN nº 2690/2000.

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

I - manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes;

II - dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações;

III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários;

IV - criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens;

V - efetuar registro das operações;

VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores;

¹³³ COMPARATO, Fábio Konder; MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza jurídica das Bolsas de Valores e delimitação do seu objeto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico**. Vol. 60, out/dez 1985, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

¹³⁴ Entende-se por desmutualização o processo que implementa a tendência mundial “[...] de conversão das bolsas de associações, cujos membros são os corretores de valores mobiliários, para sociedades anônimas de capital aberto, cujos membros são acionistas, o que leva a mudança das entidades de associações sem fins lucrativos para sociedades com finalidade de lucro” (FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima, p. 105).

VII - divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes;
VIII - conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observado o que a respeito dispuser a legislação aplicável; e

IX - exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. As bolsas de valores que se constituírem como associações civis, sem finalidade lucrativa, não podem distribuir a sociedades membros parcela de patrimônio ou resultado, exceto se houver expressa autorização da Comissão de Valores Mobiliários”.

No Brasil, a única¹³⁵ bolsa de valores atualmente em operação é a BM&FBovespa, resultado de um processo de desmutualização da Bovespa e da BM&F. A CVM, em seu livro de educação financeira publicado na internet¹³⁶, relacionou a cronologia patrimonial da BM&FBovespa de forma bastante objetiva e direta:

Quadro 3: Cronologia da estrutura patrimonial da BM&FBovespa

Ano	Evento
1934	Transforma-se em Bolsa Oficial de Valores de São Paulo, entidade oficial corporativa vinculada à Secretaria de Finanças do Estado de São Paulo, com corretores oficiais de fundos públicos nomeados pelo governo.
1967	Deixa de ser oficial, passa a chamar-se Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, e corretores oficiais se transformam em sociedades corretoras (ou empresas individuais com o mesmo objeto social).
1986	Cria-se a BM&F – Bolsa Mercantil e de Futuros, com a Bovespa como instituidora.
1991	Acordo entre a BM&F e a BBF – Bolsa Brasileira de Futuros, do Rio de Janeiro.
1999	Unificação das operações de pregão com as demais bolsas de valores do país
2007	Desmutualização da Bovespa e da BM&F
2008	Integração das bolsas que passam a chamar-se BM&FBovespa

Fonte: Comitê Consultivo de Educação da CVM, 2013¹³⁷.

¹³⁵ Em 2012, foi noticiado que as bolsas norte-americanas Bats e Direct Edge teriam manifestado o desejo de abrir uma plataforma de negociação de ações no Brasil e, com isso, romper o monopólio da Bolsa de Valores no Brasil. Porém, o cenário apresenta ainda muitas incertezas e inseguranças para os potenciais concorrentes, conforme podemos constatar na reportagem publicada na revista Capital Aberto (MAIA, Bruna. “Torcida Recolhida: Ao colocar os custos no papel, intermediadores e investidores se empolgam menos com a ideia de ter bolsas concorrentes à BM&FBovespa”, Revista **Capital Aberto**. ed. 107/maio, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 14-18).

¹³⁶ Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 223. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

¹³⁷ Comitê Consultivo de Educação da Comissão de Valores Mobiliários. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 223. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

A BM&FBovespa, além de exercer a função de fomentar o Mercado de Capitais brasileiro proporcionando um ambiente transparente, líquido, seguro e adequado à realização de negócios com títulos e valores mobiliários, desempenha também atividades de gerenciamento de riscos, absorvendo as funções das chamadas *clearing houses* ou Câmaras de Compensação, conforme veremos a seguir.

4.2.6 Câmara de Compensação

A função de liquidação de operações financeiras entre duas partes (bilaterais) existe desde a Idade Média, com registros de que essa atividade ocorria nas grandes feiras de Lion¹³⁸. No Século XVIII, surgiu a ideia de compensação multilateral, originando-se, com isso, a câmara de compensação – cuja implementação, à época, “encontrou as dificuldades que a atipicidade da atividade perante o código civil francês de então impunha”¹³⁹. Hoje, no Brasil, a compensação multilateral recebeu definição pela Lei nº 10.214/2001 como sendo o “procedimento destinado à apuração da soma dos resultados bilaterais devedores e credores de cada participante em relação aos demais”. As Câmaras de Compensação servem, portanto, para garantir o cumprimento das negociações bursáteis em compensação multilateral, sendo que seu objeto, para Marcos Paulo de Almeida Salles¹⁴⁰, pode ser assim descrito:

“[...] prestação da compensação de negócios a termo, e portanto também futuros, ou seja: administração de contratos de bolsa, com prestação ou execução diferida, de modo a receber as margens e proceder aos ajustes diários; sem prejuízo da prática das compensações também dos negócios à vista, uma vez que elas são responsáveis pelo acompanhamento de todas as operações, elencando-as em relação a cada um dos comissários (ou sociedades corretoras) que entre si têm posições sempre credoras e devedoras em razão das vendas e compras efetuadas em um mesmo dia”.

Outra função igualmente importante da Câmara de Compensação consiste na custódia (depósito), em favor dos investidores, dos valores mobiliários negociados no

¹³⁸ VAUPLANE, Hubert de; e BORNET, Jean Pierre. **Droit de la Bourse**, Litec: Paris, 1994 *apud* SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 120.

¹³⁹ Cf. VAUPLANE, Hubert de; e BORNET, Jean Pierre. **Droit de la Bourse**, Litec: Paris, 1994 *apud* SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 120.

¹⁴⁰ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, 62.

ambiente de bolsa de valores¹⁴¹. Isso significa que o patrimônio da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários não se confunde com o patrimônio do investidor, razão pela qual, na hipótese de falência ou de impedimento da corretora de operar no mercado de capitais, seus títulos e valores mobiliários continuariam preservados, sem risco de perda. Bastaria ao investidor escolher uma nova corretora para intermediá-lo nas operações bursáteis. Antes da CBLC (hoje incorporada pela BM&FBovespa), a corretora de valores mobiliários era quem custodiava as ações, razão pela qual, na hipótese de falência da corretora, competiria ao investidor propor ação de restituição das ações custodiadas ou, alternativamente, a cotação das ações do dia da decretação de liquidação da sociedade corretora, conforme entendimentos jurisprudenciais da época¹⁴²⁻¹⁴³.

As Câmaras de Compensação podem ser constituídas através de sociedades empresárias autônomas ou, então, ser setores ou departamentos dentro de uma bolsa ou entidade de mercado. No Brasil, a função de Câmara de Compensação, que até 2008 era exercida pela CBLC, foi completamente absorvida pela BM&FBovespa¹⁴⁴ no ato de incorporação societária, consoante Assembleia Geral Extraordinária realizada em

¹⁴¹ **Lei nº 6.385/1966. Art. 24.** “Compete à Comissão autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado. **Parágrafo Único.** Considera-se custódia de valores mobiliários o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortizações ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas”.

¹⁴² “Falência. Restituição. Ações custodiadas. Atendimento com as ações ou, na impossibilidade, de seu valor em dinheiro. Cotação do dia da liquidação e não do dia da quebra”. (Apelação Cível nº 251.317, j. em 11.6.1976, rel. Des. Sousa Lima – RJTJSP 41/74).

¹⁴³ “Falência. Ações custodiadas. Restituição. Na impossibilidade de entrega das próprias ações, equivalente em dinheiro deve ser apurado pela cotação do dia da liquidação da corretora de valores mobiliários falida. Adoção da cotação à época da representação da habilitação de crédito. Inadmissibilidade. Falta de amparo legal. Decisão mantida. Recurso desprovido”. (TJSP. AI 0417311-90.2010.826.0000, Rel. Des. Rui Cascardi. J. 29.03.2011)

¹⁴⁴ “A partir de 2002, com a implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (o SPB) e suportada pela Lei nº 10.214, de 27.03.2001, a BM&F alargou suas atividades de *clearing* de modo a abarcar, além da liquidação de operações com derivativos, também a liquidação de operações no mercado de câmbio interbancário (em princípio não relacionadas a atividades bursáteis) e, posteriormente, a liquidação de operações com títulos públicos. Para o suporte a tais atividades foi criado, ainda, como subsidiária integral da BM&F, um banco liquidante – o Banco BM&F e Serviços de Liquidação e Custódia S.A. -, nos termos e para os fins da Resolução CMN 3.165, de 29.01.2004. No que tange ao desenvolvimento de novos sistemas de negociação, também a partir de 2002, com base em um novo acordo operacional, a BM&F adquiriu da DVRJ os direitos sobre o já referido Sixbex (havendo adquirido, na mesma ocasião, títulos de emissão da BVRJ). Em 2006, iniciam-se as negociações, no pregão viva-voz, de operações de câmbio no mercado interbancário (a vista). Além disso, da mesma forma que a Bovespa, também a BM&F vem desenvolvendo novos sistemas de negociação, inclusive em meio eletrônico”. (YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 212).

28/11/2008¹⁴⁵. Analisaremos mais à frente a relação jurídica que a Câmara de Compensação estabelece com os Agentes de Compensação e com os Agentes de Custódia.

4.2.7 *Companhias emissoras de títulos e valores mobiliários.*

As companhias emissoras de títulos e valores mobiliários são as pessoas jurídicas, constituídas sob a forma de sociedades por ações com o registro inicial de companhia aberta perante a CVM¹⁴⁶⁻¹⁴⁷ e que tenham, adicionalmente, efetuado o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários¹⁴⁸⁻¹⁴⁹. Ambos os registros, efetivados perante a CVM, são complementares, sendo que o segundo registro (de distribuição de oferta pública de valores mobiliários) somente é apreciado pela CVM para as companhias abertas que já tenham o primeiro registro atualizado. Consoante frisado por Eizirik, Parente e Henriques¹⁵⁰, “os registros da companhia e da distribuição pública estão inseridos no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas [...]”.

4.3 **Relações jurídicas estabelecidas entre os sujeitos participantes do sistema de negociações bursáteis**

¹⁴⁵ Ata disponível no portal de relações com investidor da BM&FBovespa, em <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/940/AtaAGEBMFBOVESPAfinalsite.html/AtaAGEBMFBOVESPAfinalsite.html>, acessado dia 01/12/2013, às 8h.

¹⁴⁶ **Instrução CVM nº 202/1993. Art. 1º** “A negociação de valores mobiliários, emitidos por sociedade por ações, em Bolsas de Valores ou mercado de balcão, depende de prévio registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de acordo com as normas previstas na presente Instrução”.

¹⁴⁷ **Lei nº 6.385/1976. Art. 21.** “A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19: I – o registro para negociação na Bolsa; II – o registro para negociação no mercado de Balcão, organizado ou não. § 1º Somente os valores mobiliários emitido por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na Bolsa e no mercado de balcão”.

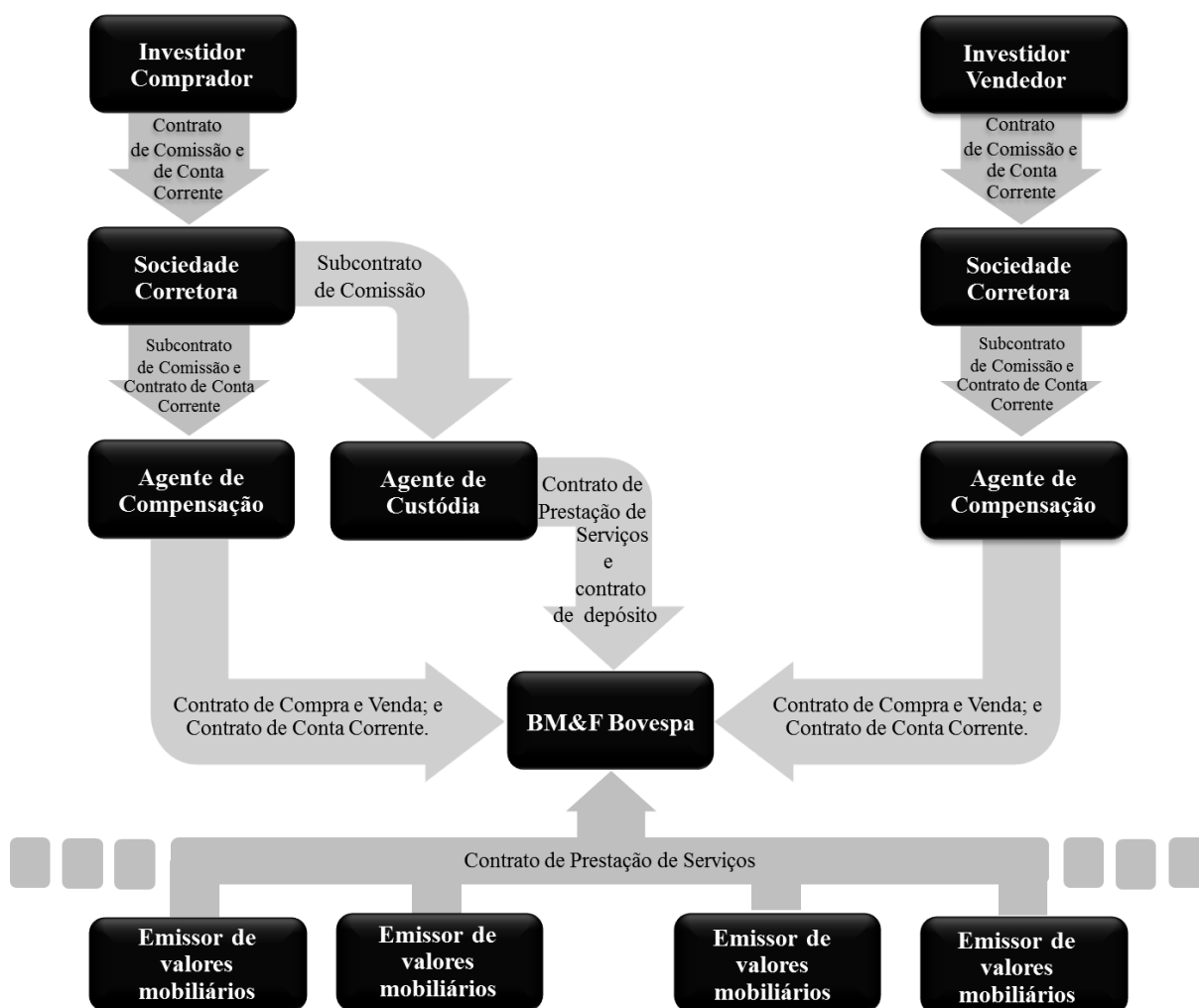
¹⁴⁸ **Lei nº 6.385/1976. Art. 19.** “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

¹⁴⁹ **Lei nº 6.404/1976. Art. 4º.** [...] §2º. “Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários”.

¹⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico.** 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 138.

A compreensão do funcionamento das negociações bursáteis sob seus aspectos práticos, conjugada com a compreensão da função de cada um dos participantes envolvidos nas negociações, permite-nos identificar a existência de várias relações jurídicas sistematicamente dependentes e interligadas. Fica fácil perceber quando as representamos graficamente:

Ilustração 5: Representação Gráfica das Negociações Bursáteis



Fonte: Autoria própria.

Ao longo deste Item 4.3, buscaremos desvendar os elementos econômicos e jurídicos que deram suporte à celebração de cada contrato, examinando cada uma das relações jurídicas que compõem o sistema com o propósito de enquadrá-las¹⁵¹ em algum contrato

¹⁵¹ Naturalmente, desconsiderando-se eventuais desvios volitivos que possa vir a acontecer de forma isolada no mundo dos fatos. Partiremos, portanto, da premissa de que todas as relações jurídicas estabelecidas no contexto das negociações bursáteis são diretas na relação entre causa fática e negócio jurídico dela derivado, pois “[...] a partir do momento em que as partes recorrem ao negócio indireto, a causa concreta fática não

típico¹⁵² ou nominado.

4.3.1 *Entre Investidor e Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários*

Como vimos, os investidores, quaisquer deles, não têm acesso direto ao ambiente da bolsa de valores para realizar negócios. Precisam do intermédio de uma sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, com a qual estabelece uma relação jurídica formalizada através de um contrato de comissão¹⁵³, regulado pelos artigos 693-709 do Código Civil. Na medida em que as sociedades corretoras ou distribuidoras (que assumem a qualidade de comissárias na relação jurídica contratual) representam os investidores (que assumem a qualidade de comitentes) no mercado de valores mobiliários, o contrato traz consigo elementos de mandato¹⁵⁴, cujas regras também se aplicam supletivamente a essa relação jurídica¹⁵⁵.

Aplicando-se as regras de comissão e de mandato, emergem como elementos essenciais dessa relação jurídica: (i) a fidúcia entre os contratantes; (ii) a prevalência dos interesses do comitente; e (iii) a assunção de riscos, pelo comissário, dos eventuais danos causados por ato ilícito seu ao mandante¹⁵⁶, tal como prescrevem os artigos 653 e 667 do Código Civil. As sociedades corretoras ou distribuidoras assumem, perante o investidor-comitente, a obrigação de cumprir fielmente o contrato segundo as ordens e instruções recebidas; e, naturalmente, de prestar contas sobre os atos praticados. A esse respeito,

coincidirá com a causa concreta pretensamente existente em todo contrato típico ou nominado. O contrato não corresponderá à causa específica de determinada operação, que deve ser tomada em relação ao seu direcionamento particular dado pelas partes (ou ao menos por uma delas), desviando-se do padrão estereotipado”. (VERÇOSA, Haroldo M. D., **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos – O código Civil de 2002 e a Crise do Contrato**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 193)

¹⁵² Adotaremos o conceito mais simplório e mais aceito pela doutrina acerca da tipicidade do contrato, qual seja, o contrato é considerado típico se tiver regras jurídicas próprias e denominação estipulada em lei; e atípico ou inominados se ainda não estiverem regulados em lei (Cf. MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 86).

¹⁵³ **Código Civil. Art. 693.** “O contrato de comissão tem por objeto a aquisição ou a venda de bens pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente”.

¹⁵⁴ “Celebra-se [o mandato] essencialmente *intuito personae*, isto é, em consideração ao mandatário, destacando-se como pressuposto fundamental a confiança entre as partes. Daí classificar-se entre os contratos fiduciários, justamente por ser determinada a celebração pelo elemento subjetivo da confiança, que leva alguém a conceder poderes a outra pessoa com a finalidade de praticar negócios jurídicos ou administrar interesses” (RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 680).

¹⁵⁵ **Código Civil. Art. 709.** “São aplicáveis à comissão, no que couber, as regras sobre mandato”.

¹⁵⁶ **Código Civil. Art. 667.** “O mandatário é obrigado a aplicar toda sua diligência habitual na execução do mandato, e a indenizar qualquer prejuízo causado por culpa sua ou daquele a quem substabelecer, sem autorização, poderes que devia exercer pessoalmente”.

observamos que o investidor-comitente deve receber periodicamente das sociedades corretoras ou distribuidoras as notas de corretagem e os extratos mensais de custódia¹⁵⁷ (que informam as operações realizadas em nome do investidor); e, da bolsa de valores, os ANA's (Aviso de Negociação de Ações), encaminhados quinzenalmente.

Mesmo atuando em nome próprio, as sociedades corretoras são obrigadas a identificar os investidores, consoante disposto no artigo 22 da Instrução CVM nº 505: “O intermediário deve identificar o comitente final em todas as: I – ordens que transmita ou repasse; II – ofertas que coloque; e III – operações que execute ou registre”.

Os contratos de comissão celebrados entre investidores e sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários devem conter, ainda, a chamada cláusula *del credere*, conforme determina a Resolução nº 1655/1989 do Conselho Monetário Nacional¹⁵⁸. Essa cláusula, em linhas gerais, determina que as comissárias devam assumir, perante terceiros, a solvência do investidor-comitente, consoante nos explica Fran Martins¹⁵⁹:

“*Del credere* é a operação segundo a qual uma pessoa assume perante outra a responsabilidade pela solvência de um terceiro. No contrato de comissão é onde mais aparece o *del credere*. O comissário, simples intermediário entre o vendedor e o comprador, se bem que, agindo perante o terceiro, não em nome do comitente, mas no seu próprio, pode assumir, perante o comitente, responsabilidade pela solvência do terceiro, para tanto cobrando uma remuneração. Em tais condições, o comissário deixa de ser um simples intermediário para se tornar garante da solvabilidade do terceiro, tendo essa garantia o nome de *del credere*”.

Luis Gastão Paes de Leães¹⁶⁰, tratando das sociedades corretoras de valores mobiliários, alcança entendimento nesse mesmo sentido:

“[...] nas operações realizadas pelos corretores de Bolsa, as suas funções são agravadas pela responsabilidade quanto à execução, até final liquidação, das operações em que interferir, por força do privilégio que lhes confere a legislação de acesso exclusivo aos recintos da Bolsa; [...] Essa responsabilidade dos corretores pela execução, até final liquidação, dos negócios que intermediarem, lhes dá a característica de comissários *del credere*, isto é, os constitui “garantes solidários” para com os comitentes e para com os outros corretores, com os quais opera, da execução do contrato – “pela entrega dos títulos vendidos e pelo pagamento dos que houver comprado”, embora tenha agido sempre *por conta do comitente*, a que, na

¹⁵⁷ **Instrução CVM 505. Art. 32.** O Intermediário deve: [...] VIII – “suprir seus clientes com informações e documentos relativos aos negócios realizados na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas”.

¹⁵⁸ **Resolução nº 1655/1989 do CMN. Art. 11.** “A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando: **I** - por sua liquidação; **II** - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues; **III** - pela autenticidade dos endossos em valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documentos necessários para a transferência de valores mobiliários”.

¹⁵⁹ MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 403-404.

¹⁶⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **Pareceres**. v. 1. São Paulo: Singular, 2004, p. 336-337.

realidade, caberia fornecer os fundos, na compra, ou colocar à disposição a coisa, na venda [...] Assim sendo, a função do comissário não é apenas a de mero intermediário, aproximando pessoas que desejam contratar, posto que o comissário celebra, ele próprio, os contratos, e assume a responsabilidade por sua execução; [...] possui o comissário o de exigir do comitente os fundos necessários para a realização do negócios de que foi incumbido, assim como a faculdade de reter os bens pertencentes ao comitente, para “indenização e embolso de todas as despesas, adiantamentos que tiver feito, comissões vencidas e juros respectivos, no caso de falência do comitente”¹⁶¹;

A comissão não se resume às negociações bursáteis, estendendo-a também à custódia e aos decorrentes eventos de custódia. Com efeito, conforme demonstramos no Item 4.2.6 deste trabalho, a custódia de valores mobiliários é atividade privativa das Câmaras de Compensação e das instituições financeiras, sendo que aqueles valores mobiliários negociados em bolsa acham-se atualmente, todos eles, custodiados pela Câmara de Compensação mantida pela BM&FBovespa. Como os investidores não se relacionam diretamente com a Câmara de Compensação, mas por intermédio das sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, compete a estas a função de também lhes representar em todo e qualquer evento relacionado com os títulos e valores mobiliários não decorrente do pregão (que não impliquem transferência de propriedade), nos chamados “eventos de custódia”¹⁶². Por esse motivo, os contratos de comissão celebrados entre os investidores e as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários são também chamados de “contratos de subcustódia”.

Finalmente, existe também entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários um contrato de conta corrente¹⁶³, consoante estipulado no artigo 14¹⁶⁴ da Resolução CMN nº 1655/1964.

4.3.2 Entre Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários e Agente de Compensação

¹⁶¹ **Código Civil, Art. 707.** “O crédito do comissário, relativo a comissões e despesas feitas, goza de privilégio geral, no caso de falência ou insolvência do comitente”.

¹⁶² Ver Item 4.3.5 deste trabalho.

¹⁶³ Sobre o contrato de conta corrente, ver o Item 4.3.4 deste trabalho, onde trataremos desse contrato que também existe entre o Agente de Compensação e a Câmara de Compensação. O que abordaremos no referido item aplica-se para o contrato de conta corrente existente entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

¹⁶⁴ **Resolução CMN nº 1655/1964. Art. 14.** “A sociedade corretora deverá manter sistema de conta corrente, não movimentável por cheque, para efeito de registro das operações por conta de seus clientes”.

Não são todas as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários que podem, isoladamente, executar o contrato de comissão em favor dos investidores-comitentes perante a Câmara de Compensação. Quando não acumulam a função de Agente de Compensação, as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários ficam obrigadas a subcontratar¹⁶⁵ a comissão para entidades habilitadas para assumirem a qualidade de Agentes de Compensação.

Com a interposição de uma nova pessoa via subcontratação, “as cláusulas e obrigações desse primeiro contrato são *reproduzidas, em essência*, na relação jurídica seguinte, constituída entre um Intermediário e um Membro de Compensação”¹⁶⁶. Na prática, o Agente de Compensação acaba por executar a ordem do investidor como se fosse a sociedade corretora ou distribuidora que com ele celebrou o primeiro contrato de comissão. Conforme pontua Eduardo Augusto Caixeta Menezes¹⁶⁷:

“Evidência disso é o fato de que, perante a BM&F, quando esta funciona como contraparte central, o Membro de Compensação responde por todas as obrigações em nome próprio, sem qualquer menção ao Intermediário com o qual contrata. A situação não se confunde com uma *cessão de crédito*, já que há formação de novo contrato, e o que é mais peculiar, sem a participação direta do Comitente”.

A subcontratação exigida pela BM&FBovespa tem a finalidade de interpor um Agente Econômico com mais garantia e solidez financeira (e, portanto, com menor risco de inadimplemento) para efetivar a negociação bursátil perante a Câmara de Compensação, visando reduzir o risco sistêmico. Dessa subcontratação, surge necessariamente entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e Agente de Compensação um contrato de conta corrente¹⁶⁸, consoante estipulado no artigo 14¹⁶⁹ da Resolução CMN nº 1655/1964.

¹⁶⁵ “No subcontrato, não há, como na cessão da posição contratual, a substituição de uma das partes por outra, mas sim a formação de um outro contrato derivado do principal. Nele, o subcontratante não ingressa na relação jurídica principal, na qual permanecem os contratantes originários. Um deles, porém, com amparo na relação principal, celebra um outro ajuste com terceiro – o subcontratante. O subcontrato, portanto, é dependente do principal. [...] O subcontrato não altera o contrato principal – que subsiste entre as mesmas partes, o que não se verifica com a cessão – que provoca a substituição de um dos contratantes do contrato original” (BDINE JÚNIOR, Hmid Charaf. **Cessão da posição contratual**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 92-93).

¹⁶⁶ MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. **Swaps: Uma análise jurídica**, 2012. 327 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima, p. 279-280.

¹⁶⁷ MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. **Swaps: Uma análise jurídica**, 2012. 327 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima, p. 279-280.

¹⁶⁸ Sobre o contrato de conta corrente, ver o Item 4.3.4 deste trabalho, onde trataremos desse contrato que também existe entre o Agente de Compensação e a Câmara de Compensação. O que abordaremos no referido

4.3.3 *Entre Sociedade Corretora ou Distribuidora de Valores Mobiliários e Agente de Custódia*

As sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, quando não forem habilitadas para funcionar como Agentes de Custódia, devem igualmente subcontratar a comissão para os Agentes de Custódias. Conforme Siegfried Kümpel¹⁷⁰:

“As corretoras também têm de manter os valores mobiliários pertencentes aos seus clientes depositados em contas de custódia individualizadas, sempre em nome do investidor, sendo o agente de custódia o único responsável pelas movimentações em conta de custódia”.

Os agentes de custódia funcionam perante a bolsa de valores para garantir a ocorrência dos chamados eventos de custódia, tais quais, por exemplo, a distribuição de dividendos, pagamento de juros sobre o capital próprio, direito de subscrição de novas ações a serem emitidas pela companhia, bonificação (distribuição de novas ações aos acionais em função de aumento do capital social por conversão de lucros sociais da companhia), e os desdobramentos (*Split*) e agrupamentos (*Implit*) de ações¹⁷¹.

Esses eventos de custódia são desdobramentos do contrato de custódia (depósito irregular) existente entre o Agente de Custódia e a Câmara de Compensação¹⁷².

4.3.4 *Entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação*

item aplica-se para o contrato de conta corrente existente entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

¹⁶⁹ **Resolução CMN nº 1655/1964, Art. 14.** “A sociedade corretora deverá manter sistema de conta corrente, não movimentável por cheque, para efeito de registro das operações por conta de seus clientes”.

¹⁷⁰ KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 188.

¹⁷¹ Conforme se infere do Parágrafo Único do artigo 24 da Lei nº 6.385/1976 e dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)”, BM&FBovespa, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 01/12/2013, às 10h.

¹⁷² Ver Item 4.3.5 deste trabalho.

As negociações bursáteis se consolidam efetivamente entre o Agente de Compensação e a Câmara de Compensação, que assume a função chamada de “contraparte central”, ou seja, a Câmara de Compensação assume a função de “compradora” perante o Agente de Compensação que representa o investidor vendedor; e de “vendedora” perante o Agente de Compensação que representa o investidor comprador. É como se cada relação contratual fosse cortada ao meio, conforme Carlos Augusto de Silveira Lobo¹⁷³:

“O mecanismo de *clearing* atua como se estivesse cortando ao meio cada relação contratual que se fecha nos pregões. Desta forma, cortada ao meio a relação contratual, a *Clearing House* se introduz no lugar do vendedor em face do comprador e no lugar do comprador em face do vendedor, quando da liquidação da operação. É a *Clearing House*, então, que cumprirá a obrigação, sendo a insolvência das partes irrelevante para a boa liquidação das operações do mercado”.

Luis Gastão Paes de Barros Leães¹⁷⁴ também nos explica essa subrogação simétrica nos contratos de compra e venda:

“Com o início das negociações de um contrato em pregão, uma vez realizada a cessão de uma das partes contratuais, ocorre a simétrica sub-rogação no contrato por parte da Caixa, que assume, a partir daí, a posição de contraparte, ou seja, a de comprador perante o vendedor, e vice-versa. Esse ingresso, em caráter permanente, da Caixa nos contratos em curso, por força de cláusula constante do texto-padrão, dá uma forte guinada nesses contratos, como que os lançados no mercado, sem contudo inovar o vínculo negocial original. Daí em diante, tudo se passa, em suma, como se a Caixa tivesse comprado, ao final de cada pregão, todas as posições de “vendidos” nesse dia, e tivesse vendido todas as posições de “comprado” nesse mesmo dia, ficando, por consequência, em situação de equilíbrio relativamente aos direitos e obrigações de todos os ‘comprados’ e de todos os ‘vendidos’”.

Almir Rogério Gonçalves¹⁷⁵ acrescenta, ainda, que na relação jurídica entre a Câmara e Agente de Compensação opera-se novação subjetiva de obrigações:

“A única forma de evitar risco sistêmico seria fazer com que as câmaras assumissem a condição de devedora na hipótese de não cumprimento por qualquer participante. Essa assunção se opera através de novação subjetiva de obrigações, nesse caso, imposta por ato político com força de lei. A câmara assume a posição de parte nos direitos e deveres oriundos do negócio jurídico”.

¹⁷³ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Mercados de Futuros. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 124. São Paulo: Malheiros, 2001. p. 149.

¹⁷⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Estrutura Jurídica do Mercado de Futuros. **Pareceres**. v. 1. São Paulo: Singular, 2004, p. 19.

¹⁷⁵ GONÇALVES, Almir Rogério. O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 127. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 125.

Como vemos, o investidor emana uma ordem de negociação à sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários com a qual mantém contrato de comissão; esta, se não for habilitada perante a Câmara de Compensação, subcontrata a comissão para um Agente de Compensação que, em nome próprio, celebra com a Câmara de Compensação o contrato específico da negociação bursátil¹⁷⁶, quando o sistema da bolsa de valores identificar a oferta de venda dos valores mobiliários pretendidos. A Câmara de Compensação, por sua vez, celebra outro contrato específico da negociação bursátil relativamente aos mesmos valores mobiliários, simultaneamente, com o Agente de Compensação que representa outro investidor que tenha emanado a ordem contraposta identificada pelo sistema da bolsa de valores. Conforme Francisco Satiro Souza Júnior¹⁷⁷:

“A definição da caixa de liquidação como contraparte de todos os negócios realizados em bolsa facilita a administração dos seus riscos e sua liquidação pois permite ‘visualizá-los’ não como relações bilaterais mas como posições individuais, que podem ser gerenciadas em conjunto com todas as demais posições similares sobre os mesmos ativos ou produtos financeiros”

Para Marcos Paulo de Almeida Salles¹⁷⁸, dessa relação jurídica entre o Agente de Compensação e a Câmara de Compensação surge também um contrato de conta corrente:

“[...] a relação jurídica que se trava entre a caixa de liquidação e o comissário é de um contrato de conta corrente, sobre o qual estão autorizadas todas as compensações, assim como os débitos decorrentes das liquidações eventualmente inadimplidas no seus termos. Assiste ainda às caixas de liquidação o direito de adquirir no mercado a coisa eventualmente não entregue pelo comissário na data da liquidação, por conta deste último e a débito de sua conta corrente. O ajuste desta conta corrente é diário, mediante o pagamento do saldo pela parte devedora”.

E, de fato, referido contrato de conta corrente¹⁷⁹⁻¹⁸⁰ existe, pois num único dia o Agente de Compensação pode celebrar inúmeros contratos de compra e venda com a Câmara

¹⁷⁶ Que pode ser, por exemplo, compra e venda ou mútuo, conforme abordaremos no Capítulo 5 deste trabalho.

¹⁷⁷ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 124.

¹⁷⁸ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, 63.

¹⁷⁹ “Conta corrente é o contrato segundo o qual duas pessoas convencionam fazer remessas recíprocas de valores – sejam bens, títulos ou dinheiro –, anotando os créditos daí resultantes em uma conta para posterior verificação do saldo exigível, mediante balanço. As partes contratantes têm o nome de *correntistas* ou *correspondentes*; desses correntistas denomina-se *remetente* em favor de quem é lançado o crédito; *recipiente* é aquele que recebe o crédito e o lança, na conta a seu débito. As *remessas* são as operações praticadas pelos correntistas para alimentar a conta. Podem constar essas remessas de dinheiro, bens ou títulos de crédito; deverão, sempre, ter um valor determinado, para que possam servir de base aos lançamentos que são feitos na conta.” (MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 366).

de Compensação, em vários dos quais atuando enquanto representante de investidores vendedores de valores mobiliários e em vários outros atuando como representante de investidores compradores. Após a compensação de bens fungíveis (dinheiro e valores mobiliários de mesma espécie), compete à Câmara de Compensação e/ou ao Agente de Compensação pagar, uma para a outra, os saldos devedores (que pode ser recíproco)¹⁸¹. Existindo conta corrente, as remessas de valores ou de valores mobiliários caracterizam-se pela irrevogabilidade, tornando a massa de débitos e créditos que forma a conta corrente indivisível. Como consequência dessa indivisibilidade, segundo Fran Martins¹⁸²: (i) nenhum dos correntistas pode retirar da conta uma das remessas, destinando-lhe fim especial (pois constitui partida do crédito para apuração final do saldo); (ii) as remessas não podem produzir compensação imediata, pois devem ser contabilizadas para se apurar o saldo ao final; e (iii) as remessas não operam novação. O contrato de conta corrente, frisa-se, não está especificamente regulado no Código Civil.

4.3.5 *Entre Agentes de Custódia e Câmara de Compensação*

Encerra-se entre o Agente de Custódia¹⁸³ e a Câmara de Compensação o contrato de custódia de títulos e valores mobiliários previsto no artigo 41¹⁸⁴ da Lei nº 6.404/1976. Segundo Osmar Brina Corrêa-Lima¹⁸⁵:

¹⁸⁰ José Xavier Carvalho de Mendonça também já tratava desse tipo contratual ainda em incipiente: “A abertura de crédito é o contrato mediante o qual um dos contratantes (o creditor) se obriga a pôr à disposição do outro (o creditado) fundos até determinado limite, durante certa época, sob cláusulas previamente convencionadas, obrigando-se êste último a restituí-los no vencimento com juros, eventuais comissões e despesas” (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. L. IV, vol. VI. 6 ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961. p. 190).

¹⁸¹ Liquidação é o processo final de uma operação de compra e venda, no nosso caso, realizada no âmbito dos mercados financeiros e de capitais. A liquidação pode ser por entrega, por compensação ou financeira. (GONÇALVES, Almir Rogério. O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 127. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 110-111).

¹⁸² MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 371-372.

¹⁸³ Que pode ser a própria sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, como vimos no Item 4.2.3.

¹⁸⁴ **Lei nº 6.404/1976**. “A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações”.

¹⁸⁵ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina, **Sociedade Anônima**. 3ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005. p. 80.

“Uma visão compreensiva do art. 41 e seus parágrafos [da Lei nº 6.404/76] revela a possibilidade de existência de contratos e contratantes distintos: 1. *Contrato Base*: Contrato de prestação de serviços. *Partes*: a companhia – de um lado – e uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários de outro. *Objeto*: a escrituração e a guarda dos livros de registro e transferência de ações e a emissão dos certificados de propriedade das ações nominativas da companhia (art. 27). Este mesmo contrato de prestação de serviços também poderá prever a custódia (o depósito) de ações da companhia pela instituição financeira como “valores fungíveis” (art. 41); esta última previsão possível visa a facilitar a custódia de grandes conjuntos de ações e a sua administração por meio de sistema informatizados. 2. *Contrato Ancilar*, vinculado ao anterior: Contrato de depósito. *Partes*: a instituição financeira contratada pela companhia – de um lado – e o acionista da companhia – de outro. *Objeto*: a custódia (o depósito) das ações”.

A custódia de valores mobiliários, legalmente conceituada pelo parágrafo único¹⁸⁶ do artigo 24 da Lei nº 6.385/1976, invoca os mesmos riscos e responsabilidades do depósito irregular¹⁸⁷ previsto no artigo 645¹⁸⁸ do Código Civil que, por sua vez, é regido pelas normas do mútuo, conforme aponta Fran Martins¹⁸⁹:

“O que caracteriza, pois, o depósito *irregular* é o fato de não serem os mesmos objetos depositados aqueles que devem ser restituídos; e tanto esse depósito pode versar sobre dinheiro como sobre mercadorias, desde que essas sejam fungíveis ou consumíveis. [...] O *depósito irregular* [...] deve reger-se pelas normas que regulam o mútuo, se bem que não se confunda com esse contrato”.

A controversa fungibilidade das ações foi detidamente analisada pela Natália Cristina Chaves¹⁹⁰ que, após revisar a literatura sobre o tema, alcançou a conclusão de que a fungibilidade jurídica das ações estaria limitada exclusivamente às suas respectivas custódias pelas instituições financeiras, sendo que, “antes do depósito ou depois de devolvidas aos efetivos acionistas, as ações mantêm o caráter infungível”¹⁹¹.

¹⁸⁶ **Lei nº 6.385/1976. Art. 24. [...] Parágrafo Único.** “o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas”

¹⁸⁷ Em que pese a existência de opinião contrária, de que a custódia de ações seria depósito regular, conforme, por exemplo, a de Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas, 1º volume: artigos 1º a 74**, 5 ed., São Paulo: Saraiva, 2007, p. 398).

¹⁸⁸ **Código Civil. Art. 645.** “O depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo”.

¹⁸⁹ MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 353.

¹⁹⁰ CHAVES, Natália Cristina. O Empréstimo de Ações e a Noção de “Fungibilidade”. in WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 239-257.

¹⁹¹ CHAVES, Natália Cristina. O Empréstimo de Ações e a Noção de “Fungibilidade”. in WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 256.

A custódia de valores mobiliários está prevista no artigo 24 da Lei nº 6.385/1976¹⁹² e regulamentada na Instrução CVM nº 115/1990, e só pode ser prestada pelas instituições financeiras e pelas entidades de compensação e liquidação expressamente autorizadas pela CVM¹⁹³.

A recente Lei nº 12.810/2013, de 15 de maio de 2013, atribuiu ao Banco Central do Brasil e à CVM a competência para autorizar e supervisionar o exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, bem como para estabelecer as condições para o exercício dessa atividade. Reforçando e ampliando o disposto no artigo 41 da Lei nº 6.404/1976, os artigos 23, 24 e 25 da Lei nº 12.810/2013 encerram a definição de guarda e custódia dos valores mobiliários e, principalmente, ratificam a propriedade fiduciária, deixando expresso que os títulos e valores mobiliários depositados na Câmara de Compensação (chamada pela lei de depositária central) não se comunicam com os respectivos patrimônio geral ou patrimônios especiais, não sendo passíveis de constituição de garantia em favor da Câmara de Compensação, evidentemente, não respondendo pelas suas obrigações:

Lei nº 12.810/2013

“Art. 23. O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos.

Parágrafo único. As entidades referidas no caput são responsáveis pela integridade dos sistemas por elas mantidos e dos registros correspondentes aos ativos financeiros e valores mobiliários sob sua guarda centralizada.

Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central.

§ 1º A constituição e a extinção da titularidade fiduciária em favor do depositário central serão realizadas, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente com a inclusão e a baixa dos ativos financeiros e valores mobiliários nos controles de titularidade da entidade.

§ 2º Os registros do emissor ou do escriturador dos ativos financeiros e dos valores mobiliários devem refletir fielmente os controles de titularidade do depositário central.

§ 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput:

I - não se comunicarão com o patrimônio geral ou com outros patrimônios especiais das entidades qualificadas como depositário central;

II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e

¹⁹² **Lei nº 6.385/1976. Art. 24.** “Compete à Comissão autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado. [...]”.

¹⁹³ **Lei nº 6.385/1976. Art. 24.** “Compete à Comissão autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras e das entidades de compensação e liquidação”.

III - não são passíveis de constituição de garantia pelas entidades qualificadas como depositários centrais e não respondem pelas suas obrigações.

§ 4º O depositário central não pode dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária e fica obrigado a restituí-los ao seu titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, ao seu representante, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado.

Art. 25. A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central.

Parágrafo único. A transferência dos ativos financeiros e dos valores mobiliários de que trata o caput dá-se exclusivamente em conformidade com instruções recebidas”.

A Lei nº 11.101/2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, já afastava as regras da execução concursal para as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira¹⁹⁴.

Com efeito, a formalização do contrato de custódia entre Câmara de Compensação e investidor representado pelo seu Agente de Compensação revela-se um negócio jurídico fiduciário. A Câmara de Compensação adquire a propriedade dos valores mobiliários para, única e exclusivamente, preservar o ambiente de negociações bursáteis e efetivar os eventos chamados de custódia e de compensação em favor do investidor. Resulta da conjugação de um ato de eficácia real, pois a Câmara de Compensação assume a propriedade plena dos valores mobiliários, e de um ato de eficácia obrigacional, pois a Câmara de Compensação assume a obrigação de custodiar e usar os valores mobiliários com a finalidade definida pelos investidores por intermédio dos Agentes de Custódia. Conforme Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁹⁵:

“É característico do negócio fiduciário a articulação entre a transmissão de propriedade e a convenção firmada entre as partes que constringe os efeitos do direito real transmitido, na medida em que estabelece (a) que a transmissão foi feita com o propósito de propiciar ao fiduciário as condições necessárias para administrar o bem transmitido, dando-lhe a destinação definida pelas partes no *pactum fiduciae*, e (b) que o fiduciário só poderá dispor do bem em favor de terceiro designado ou aprovado pelo fiduciante”.

Para Melhim Namem Chalhub¹⁹⁶:

¹⁹⁴ **Lei nº 11.101/2005. Art. 193.** “O disposto nesta Lei não afeta as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira, que serão ultimas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos”.

¹⁹⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Acordo de Acionistas como Negócio Fiduciário. **Pareceres**. v. 2. São Paulo: Singular, 2004, p. 1376.

¹⁹⁶ CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 4 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 9-10.

“A fidúcia encerra a ideia de uma convenção pela qual uma das partes, o *fiduciário*, recebendo da outra (*fiduciante*) a propriedade de um bem, assume a obrigação de dar-lhe determinada destinação e, em regra, de restituí-lo uma vez alcançado o objetivo enunciado na convenção. [...] o negócio de natureza fiduciária é negócio bilateral composto por dois acordos que criam uma situação *sui generis*, pela qual uma parte (alienante-fiduciante) transmite a propriedade de certos bens à outra parte (adquirente-fiduciário), que, embora passe a exercer os direitos de proprietário, *erga omnis*, assume, no campo obrigacional, nas suas relações com o fiduciante, o dever de dar aos bens adquiridos a destinação determinada pelo próprio fiduciante e com este acordada na forma do citado pacto adjeto”.

Túlio Ascarelli¹⁹⁷ também identifica esses desdobramentos de eficácia real e obrigacional dos negócios jurídicos fiduciários:

“O característico de negócio fiduciário decorre do fato de se prender, ele, a uma transmissão da propriedade, mas de ser, o seu efeito de direito real, parcialmente neutralizado por uma convenção entre as partes em virtude da qual o adquirente pode aproveitar-se da propriedade que adquiriu, apenas para o fim especial visado pelas partes, sendo obrigado a devolvê-la desde que aquele fim seja preenchido”.

A compreensão dos efeitos da relação jurídica entre Agente de Custódia e Câmara de Compensação assume especial relevância no contexto do sistema de garantias das negociações bursáteis realizadas com alavancagem financeira. Conforme veremos no Capítulo 6 deste trabalho, a validade e eficácia da execução extrajudicial das garantias fiduciárias das negociações bursáteis encontram respaldo na propriedade fiduciária dos valores mobiliários adquirida pela Câmara de Compensação.

4.3.6 Entre emissores de valores mobiliários e a Câmara de Compensação

A companhia aberta emissora de valores mobiliários, depois de efetuados os registros na CVM previstos na Instrução CVM nº 400/2003 e o registro na bolsa de valores, estabelece com a bolsa de valores um contrato de prestação de serviços de escrituração e guarda dos livros de registro e transferência, além de emissão dos certificados de propriedade das ações. E só. Não há depósito entre a companhia e a Câmara de Compensação (a menos que a companhia compre suas próprias ações na bolsa de valores). Por isso, a companhia

¹⁹⁷ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**, 2 ed., São Paulo: Saraiva, 1969, p. 96.

emissora de valores mobiliários não tem qualquer responsabilidade perante acionistas ou terceiros por atos relativos ao depósito das ações¹⁹⁸.

4.4 Vetor hermenêutico das negociações bursáteis

4.4.1 *Jurisprudência axiológica: enfoque valorativo na interpretação de normas do Direito do Mercado de Capitais*

Assim como ocorre em várias outras operações econômicas inseridas no Sistema Financeiro Nacional, a exemplo das operações de cartões de crédito¹⁹⁹ e das operações de consórcio financeiro²⁰⁰, as negociações bursáteis são formadas por várias relações contratuais autônomas, mas sistematicamente integradas. Cada contrato individualmente considerado não se revela um fenômeno isolado, mas parte de um todo, uma engrenagem necessária para fazer funcionar um sistema²⁰¹ contratual harmônico que pode ser definido como “conjunto coordenado de institutos e elementos que permitem a realização de um fim específico”²⁰².

¹⁹⁸ Cf. REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 2º vol. 21ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 92.

¹⁹⁹ “[o cartão de crédito] deve ser encarado como negócio jurídico complexo, centrado numa unidade de relações jurídicas diferentes entre seus integrantes, em que cada qual possui uma regulamentação e natureza jurídica intrínseca, independente e autônoma, mas integradas reciprocamente. Essa integração e essa complementação são indispensáveis para que o sistema possa mostrar-se operativo e eficiente” (CASTRO, Moema Augusta Soares de. **Cartão de Crédito: A Monetária, o Cartão de Crédito e o Documento Eletrônico**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 97).

²⁰⁰ “Engana-se quem afirma que o consórcio financeiro é um contrato associativo, plurilateral e de coordenação, tal como o consórcio de empresa (quicá como o consórcio administrativo). Engana-se, também, quem o vislumbra como um mero contrato, confundindo-o, em certo momento, com o próprio grupo de consorciados, e, em outros momentos, com a prestação de serviços contratada junto à administradora. Fruto de um mecanismo complexo, formado a partir de elementos centrais – administradora de consórcios (melhor dizendo, de grupo de consorciados); grupo de consorciados e consorciados; contrato de adesão – no qual existem relações jurídicas diversas, consubstanciadas, principalmente, em prestação de serviços, mandato, depósito, custódia cessão de direito de uso, comunhão patrimonial e relação societária de fato, não pode ser explicado senão como um sistema; um sistema jurídico” (MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Consórcio Financeiro: O Sistema e o Pedido de Restituição do Consorciado na Falência da Administradora**. 2007. 180 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientadora: Moema Augusta Soares de Castro, p. 39).

²⁰¹ Sistema é um conjunto de regras e princípios, sobre determinada matéria, que se relacionam entre si, capazes de formar um corpo de doutrina que irá permitir a realização e o fim específico para o qual foi projetado (SILVA, De Plácido e. **Vocabulário jurídico**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 761).

²⁰² MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O Grupo de Consórcio Financeiro e a Capacidade Patrimonial. **Revista IOB de Direito Civil e Processual Civil**. ed. 47. Porto Alegre: Síntese, 2007. p. 79.

É parcialmente verdade, portanto, que as negociações bursáteis não possuem natureza contratual²⁰³. A interposição do sistema de negociação da bolsa de valores revela uma rede de contratos interdependentes que se desenvolve de forma concatenada e consecutiva (podendo até ser simultânea em virtude do ferramental tecnológico disponibilizado pela bolsa de valores) e que serve justamente para unir as vontades contrapostas de investidores. Na lógica econômica de circulação de bens, um investidor compra uma ação de outro investidor, sendo até possível alcançar essa transferência de recursos através da rede de contratos que permeiam o sistema das negociações bursáteis. Tecnicamente, porém, o sistema funciona para segregar as ordens emanadas pelos investidores em duas declarações unilaterais, cada qual se convertendo em relações jurídicas perfeitas tendo como contraparte central a Câmara de Compensação.

Logo, nunca é gerada obrigação direta entre duas sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, ou entre dois Agentes de Compensação, pois a efetivação do negócio bursátil gera dois contratos de compra e venda autônomos e independentes. Com isso, a aquisição de valores mobiliários da Câmara de Compensação não exige análise de crédito da vendedora (para avaliar eventuais fraudes à execução ou a credores), chegando mesmo a ser considerada uma forma de aquisição originária²⁰⁴.

De fato, não existe a relação jurídica bilateral da teoria contratual clássica entre os investidores comprador e vendedor, mas se integrarmos as relações jurídicas do sistema consoante a finalidade econômica das negociações bursáteis, parece-nos possível, e recomendável, adaptarmos²⁰⁵ o Direito Contratual para direcionar o intérprete na solução dos

²⁰³ “Em linhas gerais, no dia da liquidação da operação, o título é retirado da conta mantida junto à CBLC pelo vendedor e incluído na conta mantida pelo comprador. Ao mesmo tempo, o valor relativo ao preço pago por este título é debitado da conta do comprador e creditado na conta do vendedor. Este procedimento de troca dos títulos pelo valor pago é realizado automaticamente pela CBLC, sem interferência dos participantes do negócio. Por esta razão, **entende-se que as negociações em bolsa não possuem natureza contratual, já que o comprador e o vendedor não se relacionam diretamente, mas entre eles há a interposição do sistema de negociação de cada bolsa**” (ASCENSÃO, José de Oliveira. **A celebração de negócios em bolsa**. In: Direito dos Valores Mobiliários., v. I. Coimbra, Coimbra Editora: 1999, p. 189 *apud* EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 2 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, grifo acrescido ao original)

²⁰⁴ Cf. ASCENSÃO, José de Oliveira. **A celebração de negócios em bolsa**. In Direito dos Valores Mobiliários, Coimbra: Coimbra Editora, 1999, pp. 177-199 *apud* SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 134.

²⁰⁵ Lembramos que o Direito é conservador e, por exigência da própria sociedade, tende a se manter à espreita para preservar a segurança jurídica, razão pela qual devemos sempre adaptá-lo, sobretudo nas áreas econômicas, para que os fenômenos jurídicos sejam melhor compreendidos e interpretados: “o Direito é um fenômeno histórico-social sempre sujeito a variações e intercorrências, fluxos e refluxos no espaço e no tempo [...] corresponde à exigência essencial e indeclinável de uma convivência ordenada, pois nenhuma sociedade poderia subsistir sem um mínimo de ordem, de direção e solidariedade” (REALE, Miguel. **Lições Preliminares de direito**. 13ª ed. São Paulo: Saraiva, 1986, p. 14).

possíveis conflitos que surgirem das negociações bursáteis, sem prejuízo, naturalmente, dos “compartimentos contratuais” criados justamente para isolar relações jurídicas. Afinal²⁰⁶:

“O direito dos contratos não se limita a revestir passivamente a operação económica de um véu legal *de per se* não significativo, a representar a sua mera tradução jurídico-formal, mas, amiúde, **tende a incidir sobre as operações económicas (ou até sobre a sua dinâmica complexiva), de modo a determina-las e orientá-las segundo objectivos que bem se podem apelidar de políticos *lato sensu***. E é precisamente nisto que se exprime aquela autonomia, ou melhor, aquela autónoma relevância do contrato-conceito jurídico e do direito dos contratos, relativamente à operação económica [...]”.

Tudo isso nos leva a concluir que as relações jurídicas contratuais estabelecidas nas negociações bursáteis devem ser examinadas sob o enfoque valorativo (jurisprudência axiológica)²⁰⁷ da pirâmide hierárquica própria do Direito do Mercado de Capitais²⁰⁸, marcada pela proteção de dois bens jurídicos essenciais: a capacidade funcional do mercado de capitais e o investidor.

A proteção da capacidade funcional²⁰⁹ é norteada pela eficiência alocativa de bens e recursos que exige: (i) o dever de igual tratamento relativamente às informações privilegiadas; (ii) a transparência da estrutura acionária; (iii) a existência de regras de conduta para os intermediários do mercado (tais como obrigação de evitar conflitos de interesse e defesa de interesse como proteção do investidor); e (iv) a fiscalização estatal do mercado. Já a proteção ao investidor é “basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros”²¹⁰.

O Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.245/1990), nesse panorama, tem aplicabilidade bastante limitada e reduzida, conforme demonstraremos a seguir.

²⁰⁶ ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Trad. COIMBRA, Ana; GOMES, M. Januário C.. Coimbra/Portugal: Almedina, 2009, p. 8, p. 23-24, grifo acrescido ao original.

²⁰⁷ Assim como fez Vinícius Gontijo, ao analisar os efeitos da falência do empregador nas execuções trabalhistas (GONTIJO, Vinícius Jose Marques. Efeitos da falência do empregador na ação de execução de crédito trabalhista. **Revista LTR**, v. 71, p. 1488-1499, 2007).

²⁰⁸ O Direito do Mercado de Capitais, segundo Siegfried Kümpel, consiste na “totalidade de disposições legais, condições de negócios e padrões (*standards*) reconhecidos, que regulam a organização do Mercado de Capitais, as prestações de serviços bancários, relacionadas a este mercado, bem como os deveres de conduta dos participantes do mercado, ou de terceiros, também assim relacionados” (KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 7).

²⁰⁹ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais e Regime Jurídico**, 2 ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2008.

²¹⁰ A proteção ao investidor deve ser compreendida sob dupla acepção: 1) proteção ao público investidor e 2) proteção excepcional ao investidor individualmente considerado, por meio de pretensões de reparação de danos, como, p. ex., a obrigação legal das corretoras de executar ordens de acordo com os interesses do cliente-investidor, conforme KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 36-41.

4.4.2 Aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor

O Código de Defesa do Consumidor tem a finalidade de proteger os consumidores, aplicando-se adicionalmente à sistemática geral do direito das obrigações civis e comerciais nas hipóteses em que o consumidor se coloque numa posição de fragilidade nas relações de consumo com fornecedores²¹¹. Aplica-se, portanto, apenas às relações jurídicas de consumo, formadas por critérios puramente subjetivos (ou seja, em razão das pessoas que formam os polos da relação contratual). Através de um critério de interpretação dedutivo, por meio de um raciocínio tipológico²¹², verifica-se se um dos envolvidos na relação jurídica se enquadra na tipificação do artigo 2º²¹³ do Código de Defesa do Consumidor, quando será considerado consumidor, e se o outro envolvido se enquadra na tipificação do art. 3º²¹⁴ do mesmo código, quando será considerado fornecedor. Somente se houver consumidor e fornecedor nos polos da relação jurídica, a relação de consumo a ser regida pelo Código de Defesa do Consumidor se estabelece.

Na hipótese do contrato de comissão celebrado entre investidores e sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários, somente os investidores individuais não qualificados²¹⁵ poderiam, em tese, ser enquadrados na descrição do tipo “consumidor”, já que somente eles poderiam ser considerados hipossuficientes e, ao mesmo tempo, destinatários finais dos “serviços”²¹⁶ prestados pelas sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários. Investidores institucionais não são destinatários finais (mas seus respectivos quotistas ou sócios) e investidores qualificados, naturalmente, não podem ser considerados hipossuficientes. No outro polo da relação jurídica, as sociedades corretoras ou distribuidoras

²¹¹ Cf. EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 554.

²¹² “Contra o pensamento limitador do conceito classificatório, o tipo surgiu como nova proposta, uma ordem mais adequada para captar as fluidas transições da vida”. (DERZI, Misabel de Abreu Machado. **Direito tributário, direito penal e tipo**. São Paulo: RT, 1988. p. 37.)

²¹³ **Lei nº 8.078/1990. Art. 2º** “Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final. Parágrafo único. Equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo”.

²¹⁴ **Lei nº 8.078/1990. 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. § 1º Produto é qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial. § 2º 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”.

²¹⁵ Conforme demonstramos no Item 4.2.1 deste trabalho.

²¹⁶ “Serviços”, aqui, deve ser compreendido nos termos do §2º da Lei nº 8.078/1990 e, não, de acordo com o Código Civil.

de valores mobiliários poderiam ser enquadradas na descrição do tipo “fornecedor”, juntamente com os eventuais Agentes de Compensação e Agentes de Custódia, e a bolsa de valores e Câmara de Compensação. Mesmo assim, em hermenêutica sistemática e analógica orientada pela jurisprudência do Supremo Tribunal Federal²¹⁷, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos contratos de comissão celebrados entre investidores individuais não qualificados e as sociedades corretoras ou distribuidoras seria bastante limitada²¹⁸:

“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 Civil²¹⁹.”

Ou seja: Somente os serviços²²⁰ prestados pelas sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários se submeteriam às regras contidas no Código de Defesa do Consumidor. As operações financeiras e as de intermediação no mercado de capitais devem ser orientadas privilegiadamente pelas normas oriundas da regulação e autorregulação do Direito do Mercado de Capitais²²¹, pois, conforme nos alerta Nelson Eizirik “[...] os conceitos de consumo e investimento são ontologicamente antinômicos e excludentes. [...] o indivíduo que consome, por definição, **não** está investindo ou poupando”²²².

Como consequência disso, a hipossuficiência jurídica e econômica do investidor individual não qualificado não seria presumida, e nem poderia ser. Se os intermediadores observarem as normas regulatórias e autorregulatórias de conduta²²³, de informação e de transparência às quais estão submetidas, recai para o investidor a obrigação de se “auto

²¹⁷ Em interpretação analógica, pois o precedente citado se refere à relação jurídica entre correntistas e banco.

²¹⁸ Ver, também, súmula n. 297 do STJ: “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”.

²¹⁹ STF. ADIN n. 2.591-1 DF. Rel. Min. Eros Grau. j. 07/06/2006.

²²⁰ “Serviço”, aqui, deve ser compreendido na forma mais restritiva possível, literalmente relacionado com o atendimento aos investidores individuais não qualificados, prestação de informações claras e corretas, etc. A execução das ordens de negociações bursáteis, salvo melhor juízo, não entraria nessa relação de “serviços”.

²²¹ Ressalvadas, naturalmente, pontuais e minoritários precedentes jurisprudenciais, como, por exemplo: 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. SUPPLICANTE CLIENTE DA EMPRESA RÉ. RELAÇÃO DE CONSUMO EVIDENCIADA. INCIDÊNCIA DO PERGAMINHO CONSUMERISTA. EXISTÊNCIA DE JUÍZO ESPECIALIZADO PARA A APRECIACÃO DA ACTIO. CONFLITO ACOLHIDO. (TJSC. CC nº 2009.040530-0, Rel. Des. José Carlos Carstens Köhler, j. 08.10.2009).

²²² EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 558.

²²³ Tais como, por exemplo, a Instrução CVM nº 539/2013, que determina a atuação dos intermediadores de acordo com o perfil de risco de cada investidor.

educar”. Felipe Canabarro Teixeira²²⁴, após constatar que a inovação tecnológica tornou as negociações bursáteis bastante automatizadas, praticamente sem a participação dos intermediadores (já que os investidores cada vez mais se utilizam do *home broker*²²⁵ para emanar suas ordens), concluiu que as companhias emissoras de valores mobiliários e os demais intermediadores tem a obrigação de divulgar informações claras e precisas sobre os riscos, mas o investidor individual não qualificado também tem a obrigação de ficar informado:

“Com efeito, e face a diminuição da intervenção do corretor de valores mobiliários como um intermediário, que sempre teria que tomar conhecimento das ordens e, se fosse o caso, poderia alertar o investidor caso entendesse que a mesma não era apropriada para o mesmo [*sic*], mas que agora tendo somente que fornecer a via de acesso ao investidor que se utiliza do *Home Broker* para efetuar suas transações, **a formação do investidor é alçada a papel de destaque, pois cada vez mais o investidor terá de “andar com suas próprias pernas”**. [...] Os deveres de informação e de educação dos investidores também podem ser vistos com uma das facetas da responsabilidade social da empresa, mormente das empresas que desenvolvem suas atividades no setor financeiro que é sabidamente um dos mais lucrativos existentes e cujo acesso não está disponível a todos, face aos altos investimentos e qualificações necessários para o desenvolvimento das atividades. [...] O dever de educação, assim como o dever de informação, não possuem um correlativo em relação aos investidores, pois a esses não é imposto o dever de ser informado, ou de ser educado. **Em verdade, o dever de educação traduz-se em um dever de por à disposição dos investidores elementos que possibilitem sua auto-educação**”.

O risco²²⁶ inerente às negociações bursáteis não se coaduna com a ideia de hipossuficiência. Definitivamente, não compete às sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários julgarem as decisões tomadas pelos investidores individuais não qualificados ao emitirem suas ordens de compra e venda, em relação às quais o Código de Defesa do Consumidor não deveria ter qualquer incidência. Salvo quando a sociedade corretora ou distribuidora, a título de exemplo, extrapolar sua atuação e garantir rendimento num mercado de risco, ao invés de apenas recomendar e fornecer as informações necessárias para que o investidor avalie o risco e tome a decisão, ou quando agir culposamente em sentido

²²⁴ TEIXEIRA, Felipe Canabarro. **Da Corretagem On-Line: os Deveres de Informação e Educação das Corretoras em relação aos Investidores**. *O caso especial do Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada para a Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, em 2009, p. 168-170.

²²⁵ *Home broker* é o “sistema de atendimento automatizado da sociedade corretora, que esteja integrado com o Sistema Eletrônico de Negociação e que permita aos clientes da sociedade corretora enviar, através da *internet*, para execução imediata ou programada, ordens de compra e venda de valores mobiliários nos mercados autorizados e a BOVESPA [ou outras bolsas de valores do mundo]” (KUMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007).

²²⁶ Risco nada mais é do que a “volatilidade de resultados inesperados” (JORION, Philippe. **Value At Risk**, São Paulo: BM&F, 1998 *apud* GONÇALVES, Almir Rogério. Uma análise jurídica do estudo e gerenciamento dos riscos envolvidos na atividade financeira e seu tratamento atual no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128, São Paulo: Malheiros, 2002).

oposto às ordens recebidas pelo investidor, a sociedade corretora ou distribuidora não pode participar do risco do investidor – sob pena, inclusive, de comprometer todo o sistema de negociações bursáteis. Ainda que houvesse suposta negociação bursátil sem a prévia ordem emanada pelo investidor, mas este tenha se mantido inerte após o conhecimento da referida negociação através das notas de corretagens, ANA ou extratos mensais de custódia, a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, por presunção, não responderia por eventuais perdas e danos:

“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”²²⁷.

Parece-nos, portanto, que a aplicação irrestrita e incondicional do Código de Defesa do Consumidor implicaria sobreposição indevida das regras e normas próprias do Direito do Mercado de Capitais, o que poderia levar o sistema das negociações bursáteis ao colapso. Temos de reconhecer que a normas reguladoras e autorreguladoras do Mercado de Capitais²²⁸ tendem a proteger os investidores com muito mais eficiência do que o próprio Código de Defesa do Consumidor, pois são elaboradas dentro do contexto do sistema das negociações bursáteis, coadunando-se, conseqüentemente, com a premissa de também proteger a eficiência do mercado – impedindo ou buscando impedir, em última análise, o risco sistêmico e o desestímulo de investimentos e de atuação de intermediadores.

Afastando a incidência do Código de Defesa do Consumidor²²⁹, a Lei nº 7.913/1989, por exemplo, já se ocupa de traçar as diretrizes para se identificar as condutas²³⁰

²²⁷ TJSP, 6ª Câmara Cível, Rel. Des. Paulo Alcides. Ap. Civ. nº 9095755.83.2009.8.26.000, j. 14.07.2011, v.u., DJSP 22.07.2011.

²²⁸ Conforme Nelson Eizirik, “somente um órgão governamental especializado de fiscalização e regulação pode, em princípio, tutelar os direitos dos investidores, dada a complexidade técnica que se requer para identificar os problemas advindos da relação entre as instituições financeiras e seus clientes” (EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 561).

²²⁹ Cf. FILOMENO, José Geral Brito; GRINOVER, Ada Pellegrini (Coord.). **Código brasileiro de Defesa do Consumidor: comentado pelos autores do Anteprojeto**. 7 ed. Rio de Janeiro: Forense Universitário, 2001, p. 62.

²³⁰ **Lei nº 7.913/1989. Art. 1º** “Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: **I** — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço

que possam causar prejuízo aos investidores, em cima das quais as entidades reguladoras, autorreguladoras e supervisoras devem se basear na elaboração de suas normas. Wilges Bruscato²³¹ ressalta dois méritos da referida lei:

“O primeiro, justamente por não limitar a tipificação das práticas lesivas, pois, deste modo, qualquer ação ou omissão danosa estará abrangida, não sendo necessárias modificações legislativas para hipóteses não previstas de maneira expressa. O segundo, diz respeito ao fato de ter concentrado num único diploma as condutas previstas em normas distintas (societárias e mobiliárias), tornando mais simples a consulta”.

Referidas condutas, resumidamente, seriam: (i) a prática não equitativa, a manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preços de valores mobiliários; (ii) 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; (iii) e a omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

Com isso, conseguimos identificar suficientes regras jurídicas voltadas para a proteção do investidor, inclusive mais eficientes que as protetivas do consumidor (principalmente porque investimento não é consumo), chegando a esvaziar a possível utilidade do Código de Defesa do Consumidor na proteção dos investidores individuais não qualificados, que se resumiria à imputação de responsabilidade objetiva às sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários²³².

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

²³¹ BRUSCATO, Wilges. A proteção Judicial aos Investidores. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 885. Esse mesmo autor conclui, ao final de sua análise da proteção judicial dos investidores, que “a ação pública para a proteção dos interesses dos investidores no mercado mobiliário se mostra eficiente, se aplicada atendendo-se os novos princípios que instruem a tutela jurisdicional coletiva de modo geral”.

²³² Já que, por exemplo, compete ao investidor o ônus de provar eventual vício da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários na execução de ordem de negociação bursátil: “Responsabilidade civil. Indenização. Ação declaratória de inexigibilidade de débito c.c. indenização por danos morais. Operações em Bolsas 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

Embora nossos tribunais estejam aplicando o Código de Defesa do Consumidor na relação jurídica estabelecida entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários²³³⁻²³⁴, parece-nos inquestionável que as sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários não poderiam, em regra, ser responsabilizadas pelos eventuais prejuízos sofridos pelo investidor no ambiente da bolsa de valores em função de volatilidade de preços de valores mobiliários ou em função de qualquer outro evento inerente ao risco do investimento²³⁵.

4.4.3 A regulação, a autorregulação de base legal e a autorregulação de base voluntária

Para concluir a análise jurídica do sistema das negociações bursáteis e consolidar o vetor hermenêutico que o orienta, resta-nos apenas pontuar brevemente sobre a regulação, autorregulação de base legal e autorregulação de base voluntária. Tais formas de coordenação e organização do mercado implementam uma maneira de intervenção, estatal ou não, que, ao

do pedido. Recurso desprovido”. (TJSP, Ap. Civ. Nº 9095755-83.2009.8.26.0000, 6ª Câmara, Rel. Des. Paulo Alcides, j. 14/07/2011).

²³³ Como, por exemplo: [...] Discussão sobre o prejuízo ocasionado pelas operações a descoberto. Sentença de improcedência. Apelação da corretora visando à procedência da reconvenção. Investidor Não Profissional. **Corretora de Valores Mobiliários equiparada a Instituição Financeira. Súmula 297 do STJ. Correta aplicação do Código de Defesa do Consumidor.** Impossibilidade de empréstimo ou adiantamento da Corretora ao investidor. Empréstimo irregular e não garantido. Impossibilidade de atuação simultânea de agente autônoma da Corretora como administradora de Carteira. Operações de alavancagem que devem ser autorizadas pelo investidor. Recurso da ré não provido. Não se conhece do recurso do autor”. (TJSP, Ap. Civ. 0004643-22.2010.8.26.0011, Rel. Des. Hélio Nogueira, 34ª Câmara de Direito Privado, j. 21/10/2013, DJSP 24/10/2013, *grifo acrescido ao original*).

²³⁴ “[...] **Operações em Bolsa sujeitas à incidência do regramento contido no CDC.** Enquadramento da corretora na condição de prestador de serviços financeiros. Direito à informação e dever de aconselhamento do cliente que restam claramente violados pela corretora que realiza operações de risco sem expressa autorização do investidor. Dever de ressarcir prejuízos experimentados pelo apelado bem delimitado em primeiro grau. Recurso da corretora de câmbio que não comporta provimento”. (TJSP, Ap. Civ. 0168289-38.2010.8.26.0100, Rel. Des. Alexandre Bucci, 16ª Câmara de Direito Privado, j. 17/09/2013, DJSP 20/09/2013, *grifo acrescido ao original*).

²³⁵ “Administrativo - Responsabilidade civil - Mercado de capitais - Prejuízos causados pelo grupo Coroa-Brastel - C.f., art. 37, par. 6. - Lei nº 4.595/65 - Lei nº 6.024/74. 1. Afastada a teorização do extremado risco integral ou do risco administrativo, não é possível amoldar-se a obrigação de indenizar, se a lesividade teria ocorrido por omissão, que pode condicionar sua ocorrência, mas não a causou. Assim, se a indenização, no caso, só poderia ser inculcada com a prova de culpa ou dolo (responsabilidade subjetiva), hipóteses descogitadas no julgado, inaceitável a acenada responsabilidade objetiva. 2. Não se deve flagelar a administração pública com reclamados danos patrimoniais sofridos por investidores atraídos ao mercado financeiro por altas taxas dos juros e expectativa de avultados lucros sobre o capital investido, por si, sinalização dos vigorosos riscos que rodeiam essas operações. Se reconhecido o direito a socialização dos prejuízos, seria judicialmente assegurar lucros ao capital, eliminando-se o risco nas aplicações especulativas. 3. Precedentes jurisprudenciais. 4. Recurso provido”. (STJ, REsp 43102/DF (1994/0002004-0), 1ª T, Rel. Min. Milton Luiz Pereira, j. 05.04.1995, DJ 05.06.1995, p. 16637, RSTJ vol. 81, p. 68).

mesmo tempo necessária, revela-se também crítica: a atividade aparentemente marginal do regulador pode, se mal conduzida, ser desastrosa, assim como a ausência dessa atividade também pode o ser²³⁶.

Adriano Augusto Teixeira Ferraz²³⁷, após investigar o tema da autorregulação, relata-nos de forma bastante metódica e clara que o Estado, ao não conseguir coordenar a economia em todos os seus aspectos através da regulação, depende de entidades profissionais privadas para autorregular a conduta profissional de agentes econômicos marcada pela grande complexidade técnica ou ética. As bolsas de valores, nesse sentido, revelam-se as entidades mais tradicionais de autorregulação, com poderes que lhes foram conferidos pela Lei nº 6.385/1976 para a fiscalização de seus membros e das operações nela realizadas:

- “1) A coordenação da economia é realizada pelo Estado por meio da regulação, pelo Mercado por meio da concorrência, e por Entidades Profissionais Privadas (geralmente, associações) por meio da autorregulação;
- 2) A coordenação realizada apenas pela regulação estatal não é capaz de manter a confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários, o qual possui como características essenciais a incerteza e a complexidade. É necessário um modelo que conjugue essas três formas de coordenação;
- 3) A autorregulação é uma das formas de coordenação realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas e que se materializa por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, bem como pela fiscalização e aplicação de sanções disciplinares para os que estiverem a ela submetidos;
- 4) A autorregulação pode ocorrer por meio de imposição ou do reconhecimento oficial do Estado, quando será denominada autorregulação de base legal, ou por meio de vinculação voluntária dos agentes econômicos, hipótese em que será denominada autorregulação de base voluntária;
- 5) Os espaços de desenvolvimento da autorregulação são aqueles que possuem um conteúdo profissional, caracterizado por sua complexidade técnica ou ética;
- 6) A autorregulação deverá sofrer limitações sempre que houver conflitos de interesses, o que não retira a possibilidade dela ser aplicada em situações que existam interesses divergentes (v.g., autorregulação exercida pelas bolsas). Nessa hipótese, o Estado deverá fiscalizar as atividades das entidades e estabelecer estruturas que minimizem a possibilidade da ocorrência de distorções; 152
- 7) As vantagens da adoção da autorregulação são: maior flexibilidade, maior legitimidade, tratamento adequado de questões que possuam conteúdo técnico e ético, redução de custos para o Estado, etc. Na realidade, a autorregulação permite a coordenação de questões éticas e técnicas, as quais não haviam sido objeto de interferência estatal como ocorre na atualidade;

²³⁶ “Por princípio, o objectivo da regulação financeira, independentemente do subsistema em análise, não deverá diferir do objectivo da política económica em geral, isto é, a procura da estabilidade macro-económica, da eficiência e da segurança. Se quisermos reduzir a uma palavra o que é hoje o mercado financeiro, escolheríamos a palavra confiança”. (DUQUE, João. **A regulação do sistema de valores mobiliários – Uma abordagem pela teoria financeira.** Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/762e55835ae542f9a9318c9961cc8f1aRegulacaoDoSistema.pdf>, acessado dia 23/01/2014, às 11h, p. 12).

²³⁷ FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima.

8) As bolsas de valores e as de mercadorias e futuros são os exemplos mais tradicionais de autorregulação, havendo delegação de poderes pela Lei nº 6.385/76 para a fiscalização de seus membros e das operações nela realizadas. Após o processo de desmutualização das bolsas brasileiras (que seguiu uma tendência mundial), a CVM editou a Instrução CVM nº 461/07 que objetivou reduzir a possibilidade de ocorrência de conflitos de interesse entre as atividades empresarial e de autorregulação das bolsas brasileiras²³⁸.

A autorregulação, portanto, apresenta-se nesse cenário justamente para buscar proteger os investidores da forma mais técnica e eficiente possível, regulando condutas²³⁹ e, juntamente com o Estado, organizando o mercado²⁴⁰. No contexto do sistema jurídico das negociações bursáteis, é imprescindível observar as normas de regulação, autorregulação de base legal e autorregulação de base voluntária para direcionar seu vetor hermenêutico, a fim de alcançar efetivamente a proteção da eficiência do mercado e, simultaneamente, dos investidores considerados em sua dupla acepção.

²³⁸ FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima, p. 151-152.

²³⁹ “Como há vários tipos de participantes no mercado a regulação deve incidir sobre alguns de forma mais intensa do que sobre outros, o que implica nova opção de política legislativa. Um dos grupos de participantes é o dos *insiders*, que detêm informações não disponíveis para todo o público; outro grupo é o dos analistas, que produzem informações; outro, o dos que especulam e dão liquidez ao mercado; finalmente, o que se denomina *noise traders*, pessoas que agem irracionalmente, baseadas na ideia de que têm informações valiosas que lhes permitem formular estratégias superiores aos demais”. (SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 139)

²⁴⁰ “Por que regular o mercado de valores mobiliários? A resposta está presa à Grande Depressão a que se seguiu o colapso da Bolsa de Nova Iorque, em 1929. Estudiosos norte-americanos entendem que a depressão durou mais tempo do que o esperado porque os investidores perderam a confiança no mercado, com o que, mesmo companhias com projetos de investimento promissores, não conseguiam obter recursos. Portanto, o mercado precisava ser regulado para proteger investidores/consumidores, uma vez que são determinantes para sua eficiência dois elementos: preço e liquidez. Quanto mais preciso for o preço e mais líquido o mercado, mais eficiente será, e os preços incorporarão rapidamente todas as informações disponíveis”. (SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 139)

5 TIPOS PRINCIPAIS DE NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

Ao longo dos Capítulos 3 e 4 deste trabalho, demonstramos a dinâmica do sistema de negociações bursáteis sob os aspectos econômicos e jurídicos, consolidando as bases necessárias para examinarmos os tipos de negociações bursáteis neste Capítulo 5. Por opção metodológica, dividiremos essa análise em duas seções: uma para tratar das negociações bursáteis realizadas sem alavancagem financeira e outra para tratar das negociações bursáteis com alavancagem financeira. Essa diferenciação se justifica por razões puramente relacionadas ao risco de inadimplemento, evidentemente maior nas negociações bursáteis com alavancagem financeira – cuja essência, como veremos, advém do inevitável endividamento do investidor.

5.1 Negociações bursáteis sem alavancagem financeira

As negociações bursáteis sem alavancagem financeira, para os fins propostos para este trabalho, são aquelas realizadas pelos investidores em que o risco está rigorosamente limitado ao valor depositado em favor da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários para o investimento no mercado bursátil. Nessas negociações, o endividamento do investidor corresponde tão somente ao preço negociado para o valor mobiliário objeto da negociação, não lhe sendo exigido, em princípio, garantias adicionais, devendo ser observadas apenas as limitações impostas pelos participantes do sistema. São chamadas pelo mercado de “operações cobertas”, consistentes nas: (i) negociações no mercado à vista; (ii) operações a termo com cobertura; e (iii) mercado de opções com cobertura. Analisaremos cada um desses tipos de negociações, realizando seus respectivos enquadramentos jurídicos.

5.1.1 *Negociações realizadas no mercado “à vista”*

A negociação bursátil no mercado à vista é a compra ou venda em pregão de determinada quantidade de valores mobiliários para *suposta* liquidação imediata. É, como nos

demais negócios bursáteis que demandam padronização, concluído por meio de formulário²⁴¹, encerrando-se na relação entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação como contratos consensuais, bilaterais ou sinalagmáticos, onerosos, comutativos, reais e de execução diferida.

São consensuais porque dependem do sistema contratual e dos mecanismos de formação de preços para viabilizar a convergência, no ambiente da bolsa de valores, de propostas antagônicas feitas pelos investidores por intermédio de agentes de compensação. São bilaterais ou sinalagmáticos porque geram obrigações para a câmara de compensação e para o agente de compensação, na qualidade de representante do investidor. São comutativos porque as prestações do agente de compensação (na qualidade de representante do investidor) possuem as correspondentes contraprestações da câmara de compensação. São onerosos porque as partes no contrato obrigam-se reciprocamente a dar ou entregar coisa móvel (no caso, valores mobiliários). São comutativos porque, apesar da volatilidade dos preços, uma parte recebe da outra prestação equivalente à sua e, além disso, aprecia imediatamente sua equivalência. São reais porque se reputam perfeitos somente pela tradição dos valores mobiliários. E, embora realizados no mercado “à vista”, a execução desses contratos será quase sempre diferida, pois o preço deverá ser pago no prazo²⁴² de D+3 e os valores mobiliários deverão ser entregues também nesse prazo de D+3, consoante disposto no Regulamento de Operações da BM&FBovespa.

O contrato se inicia com a ordem emanada pelo investidor ao seu corretor ou distribuidor de valores mobiliários, que pode assumir uma das seguintes formas, consoante definido no Regulamento de Operações da BM&FBovespa²⁴³ e aprovadas pela CVM nos termos do artigo 18²⁴⁴ da então vigente²⁴⁵ Instrução CVM nº 387/2003:

²⁴¹ Ou seja, por meio de contratos padronizados e de adesão, que cuidam basicamente de dispor sobre os aspectos essenciais do negócio, tais como preço, objeto e prazo.

²⁴² Considera-se D+0 a data da negociação. Portanto, D+3 significa 3 (três) dias após efetivação do negócio. Consoante disposto no Item 2.4.1 do Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, “Entrega de Ativos. Os Ativos objeto da Operação devem estar disponíveis para Entrega, até horário limite para Entrega de Ativos de renda variável, estabelecido na tabela de prazos e horários, no terceiro dia útil após a realização da Operação (D+3), na Conta de Custódia do Investidor vendedor indicada pelo Participante de Negociação no processo de Especificação de Operações”. (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>, acessado dia 03/12/2013, às 12h).

²⁴³ BM&FBovespa. **Regulamento de Operações – Segmento Bovespa**, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h.

²⁴⁴ **Instrução CVM nº 387/2003. Art. 18** – “As bolsas devem regulamentar os tipos de ordens e de ofertas aceitos em seus recintos ou sistemas de negociação, em norma específica submetida à prévia aprovação da CVM, observado o disposto nos arts. 6º e 8º”.

Regulamento de Operações da BM&FBovespa.

13.2.1 As condições que podem ser escolhidas pelos clientes, para a execução de suas ordens, devem estar enquadradas em um ou mais dos seguintes Tipos de Ordens :

- a) ordem a mercado - é aquela que especifica somente a quantidade e as características dos Ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, devendo ser executada a partir do momento em que for recebida;
- b) ordem limitada - é aquela que deve ser executada somente a preço igual ou melhor do que o especificado pelo cliente;
- c) ordem administrada - é aquela que especifica somente a quantidade e as características dos Ativos ou direitos a serem comprados ou vendidos, ficando a execução a critério da Sociedade Corretora;
- d) ordem discricionária - é aquela dada por administrador de carteira de títulos e valores mobiliários ou por quem representa mais de um cliente, cabendo ao ordenante estabelecer as condições em que a ordem deve ser executada. Após sua execução, o ordenante indicará os nomes dos comitentes a serem especificados, a quantidade de Ativos ou direitos a ser atribuída a cada um deles e o respectivo preço;
- e) ordem de financiamento - é aquela constituída por uma ordem de compra ou de venda de um Ativo ou direito em um mercado administrado pela Bolsa, e outra concomitantemente de venda ou compra do mesmo Ativo ou direito, no mesmo ou em outro mercado também administrado pela Bolsa;
- f) ordem stop - é aquela que especifica o preço do Ativo ou direito a partir do qual a ordem deverá ser executada; e
- g) ordem casada - é aquela cuja execução está vinculada à execução de outra ordem do cliente, podendo ser com ou sem limite de preço.

Recebida a ordem, a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários (por si ou através de Agente de Compensação), formaliza a oferta de compra ou venda em caráter irrevogável e irretroatável numa das seguintes modalidades²⁴⁶:

Regulamento de Operações da BM&FBovespa.

Item 13.4.1 “Os Tipos de Ofertas aceitos para apregoação nos sistemas de negociação da Bolsa são:

- a) Oferta Limitada - é uma oferta de compra ou venda que deve ser executada por um preço limitado, especificado pelo cliente, ou a um preço melhor. Significa, em caso de oferta de compra, que a sua execução não poderá se dar a um preço maior que o limite estabelecido. A oferta de venda, por sua vez, não deve ser executada a um preço menor que o limitado.
- b) Oferta ao Preço de Abertura - é uma oferta de compra ou venda que deve ser executada ao preço de abertura do leilão ou das fases de Pré-abertura e Pré-fechamento.
- c) Oferta a Mercado - é uma oferta que é executada ao melhor limite de preço oposto no mercado quando ela é registrada.
- d) Oferta Stop - Preço de Disparo- é uma oferta baseada em um determinado preço de disparo; neste preço e acima para uma oferta de compra e neste preço e abaixo para uma oferta de venda. A oferta a limite Stop se torna uma oferta limitada assim que o preço de disparo é alcançado.

²⁴⁵ A Instrução CVM nº 387/2003 foi posteriormente substituída pela Instrução CVM nº 505/2011.

²⁴⁶ BM&FBovespa, Regulamento de Operações – Segmento Bovespa ,disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h.

e) Oferta a Qualquer Preço - é uma oferta que deve ser totalmente executada independentemente do preço de execução (não tem preço limite). Este tipo de oferta somente está disponível para a fase contínua de negociação.

f) Oferta de Direto - é o registro simultâneo de duas ofertas que se cruzam, e que são registradas pela mesma corretora”.

Como a oferta é realizada em caráter irrevogável e irretroatável, o contrato de compra e venda no mercado à vista, portanto, não comporta arrependimento após o sistema da bolsa de valores encontrar a ordem contraposta que atenda à oferta realizada sob a determinação do investidor, ou seja, quando o negócio é considerado “fechado”²⁴⁷.

As operações no mercado à vista são as que apresentam o maior volume médio diário de recurso, conforme nos demonstra a BM&FBovespa em seu último relatório anual:

Tabela 2: Evolução dos volumes médios diários (em R\$ milhões)

Mercados	2008	2009	2010	2011	2012	CAGR 2008-2012	Var. 2012/2011
A vista	5.162,3	4.943,7	6.031,6	6.096,3	6.861,3	7,4%	12,5%
Termo	177,8	96,5	147,4	118,0	103,4	-12,7%	-12,4%
Opções	180,2	245,0	307,9	276,3	280,1	11,7%	1,4%
Total	5.525,5	5.286,8	6.488,6	6.491,6	7.250,7	7,0%	11,7%

Fonte: BM&FBovespa (Relatório Anual), 2012, p. 10²⁴⁸

Em linhas gerais, essas são as principais características das negociações bursáteis realizadas no chamado “mercado à vista”, em cima das quais estão assentadas as premissas de praticamente todas as demais negociações bursáteis, com as peculiaridades que abordaremos em cada caso.

5.1.2 Negociações a termo com cobertura

A negociação bursátil a termo é a compra e venda em pregão de determinada quantidade de valores mobiliários para liquidação futura, ou seja, compra e venda de

²⁴⁷ **Item 17.1.1.** “Fechado ou registrado um negócio, as Sociedades Corretoras estão obrigadas a cumpri-lo, sendo vedada qualquer desistência unilateral”. (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, acessado dia 03/12/2013 às 13h).

²⁴⁸ BM&FBovespa. **Relatório Anual da BM&FBovespa de 2012**, disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013.

execução diferida. Também é concluída por meio de formulário, encerrando-se na relação entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação como consensuais, bilaterais ou sinalagmáticos, onerosos, comutativos, reais e de execução diferida pelos mesmos motivos que os são os contratos celebrados no mercado à vista. As partes contratantes ajustam um preço a ser pago pelo valor mobiliário e um prazo para a entrega do referido valor mobiliário, contado a partir da data do “fechamento” em pregão.

O contrato se inicia com a ordem emanada pelo investidor ao seu corretor ou distribuidor de valores mobiliários, que pode assumir a mesma forma das ordens para o mercado à vista²⁴⁹. Da ordem, a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, por si ou através de Agente de Compensação, formaliza a proposta de compra ou venda a termo de valores mobiliários e, assim como ocorre no mercado à vista, as propostas destinadas ao mercado são sempre feitas em caráter irrevogável e irretratável, não sendo permitido a qualquer das partes a desistência após o “fechamento” do negócio.

Considera-se que a negociação bursátil a termo terá sido “coberta” quando o investidor vendedor já possua, na ocasião do “fechamento”, os valores mobiliários negociados sob a custódia da Câmara de Compensação; e quando o investidor comprador já possua, na ocasião do “fechamento”, o valor referente ao preço da compra depositado na conta corrente mantida com a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários afetado para o referido negócio “fechado”. As estratégias sem alavancagem para a utilização da negociação a termo com cobertura estão geralmente relacionadas à intenção do investidor de (i) garantir o preço de algum tipo de valor mobiliário cuja cotação ele espera que vá subir; e (ii) diversificar riscos, adquirindo diferentes papéis a termo²⁵⁰.

Portanto, a negociação bursátil a termo com cobertura se assemelha bastante com a compra e venda de valores mobiliários realizadas no mercado à vista, diferenciando-se apenas quanto ao prazo de pagamento ou de entrega do valor mobiliário negociado, que pode variar, a critério das partes, de 12 (doze) dias úteis ao máximo de 999 (novecentos e noventa e nove) dias corridos²⁵¹.

²⁴⁹ Ver Item 5.1.1 deste trabalho.

²⁵⁰ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 214.

²⁵¹ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 214.

5.1.3 Mercado de opções com cobertura

A negociação bursátil de opções cobertas consiste na outorga da opção de compra ou da opção de venda de determinada quantidade de valores mobiliários. O investidor titular da opção (também chamado de outorgado ou de “comprador” da opção) paga um prêmio ao lançador da opção (também chamado de outorgante ou de “vendedor” da opção) pelo direito potestativo de, a seu exclusivo critério, exercer a opção de compra ou opção de venda consoante as regras definidas pela Bolsas de Valores. Para Francisco Satiro de Souza Júnior²⁵²:

“A opção pode ser vista sob dois prismas distintos: como direito, destaca-se seu caráter potestativo; como negócio jurídico – atípico no direito brasileiro – tem natureza controvertida. [...] admite sua concepção sob o caráter oneroso, representado pelo pagamento de prêmio ao lançador como contrapartida à sua subordinação à vontade do titular. [...] No mercado de capitais, as opções sobre ações – que podem ser de compra (“call”) ou venda (“put”) são consideradas valores mobiliários por disposição da Lei nº 6.385/76, e quando negociadas em bolsa, estão sujeitas à regulação exercida diretamente pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, nos termos das políticas impostas pelo CMN – Conselho Monetário Nacional, e à auto-regulação pública das bolsas de valores e das caixas de liquidação”.

De acordo com o Regulamento de Operações da BM&Bovespa, há dois tipos de opção: (i) o tipo americano²⁵³, em que o titular da opção pode exercê-la a qualquer momento até o vencimento; e (ii) o tipo europeu²⁵⁴, em que o titular da opção pode exercê-la somente no dia do vencimento. O direito potestativo do titular da opção de compra ou de venda de valores mobiliários extingue-se por decadência se, até a data do vencimento, não tiver sido exercida²⁵⁵.

Também é concluída por meio de formulário, encerrando-se na relação entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação como contratos consensuais, bilaterais

²⁵² SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 160.

²⁵³ **Item 10.3.1.** “Os titulares de opção de estilo americano poderão exercê-la, a qualquer tempo, a partir do Pregão seguinte ao de sua aquisição, até a data de seu vencimento”. (Regulamento de Operações – Segmento Bovespa, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h).

²⁵⁴ **Item 10.3.2.** “Os titulares de opção de estilo europeu poderão exercê-la somente na data de vencimento”. (Regulamento de Operações – Segmento Bovespa, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h).

²⁵⁵ **Item 10.3.3.** “As opções não exercidas no prazo previsto caducarão” (Regulamento de Operações – Segmento Bovespa, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h).

ou sinalagmáticos, onerosos, reais e de execução diferida. Diversamente dos contratos realizados no mercado à vista e a termo, os contratos de opções cobertas são aleatórios, pois são incertos e dependem de fato futuro e imprevisível, podendo redundar num lucro ou perda, já que a opção pode ou não ser exercida a exclusivo critério do titular da opção.

O contrato se inicia com a ordem emanada pelo investidor ao seu corretor ou distribuidor de valores mobiliários, que pode assumir a mesma forma das ordens para o mercado à vista²⁵⁶. Da ordem, a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, por si ou através de Agente de Compensação, formaliza a proposta de compra ou venda da opção de compra ou da opção de venda de valores mobiliários e, assim como ocorre no mercado à vista e a termo, as propostas destinadas ao mercado são sempre feitas em caráter irrevogável e irretroatável, não sendo permitido a qualquer das partes a desistência após o “fechamento” do negócio.

Considera-se que a negociação bursátil de opções terá sido “coberta” quando o investidor lançador da opção de compra ou titular da opção de venda já possuir, na ocasião do “fechamento”, os valores mobiliários aos quais a opção de compra ou de venda se referir; e quando o investidor lançador da opção de venda ou titular da opção de compra já possua, na ocasião do “fechamento”, o valor referente ao preço de exercício da compra ou da venda depositado na conta corrente mantida com a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários afetado especificamente para o referido negócio “fechado”. As estratégias sem alavancagem para a utilização da negociação das opções com cobertura geralmente estão relacionadas à intenção do investidor de (i) proteção contra riscos de negócios (*hedge*); (ii) precaução contra a insegurança gerada pela atividade negocial, principalmente no que se refere ao mercado de capitais²⁵⁷.

Portanto, a negociação bursátil de opções com cobertura impõe limites aos riscos assumidos pelos investidores.

5.2 Negociações Bursáteis com Alavancagem Financeira

As negociações bursáteis com alavancagem financeira são aquelas realizadas

²⁵⁶ Ver Item 5.1.1 deste trabalho.

²⁵⁷ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 218.

pelos investidores em que o risco assumido supera o valor em si da negociação bursátil ou do valor depositado em favor da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários para o investimento no mercado bursátil. Nessas negociações, o investidor invariavelmente se endivida, razão pela qual lhe será sempre exigido garantias adicionais para realiza-las. São as operações chamadas pelo mercado de “descobertas” ou “sem cobertura”. Como são várias as estratégias de alavancagem financeira utilizadas por investidores, optamos por analisar aquelas negociações que consideramos ser as mais relevantes, quais sejam: (i) negociações a termo sem cobertura; (ii) mercado de opções sem cobertura; (iii) empréstimo de ações; e (iv) financiamento para compra de ações. Analisaremos cada um desses tipos de negociações tentando enquadrá-las juridicamente.

5.2.1 Negociações a termo sem cobertura

As negociações bursáteis a termo sem cobertura operam-se conforme demonstramos no Item 5.1.2 deste trabalho, com uma diferença: ao invés da cobertura, o investidor fica obrigado a depositar a chamada “margem inicial”, instituída nos termos do Item VIII do artigo 7º da Lei nº 4728/1965²⁵⁸. Para Francisco Satiro Souza Júnior²⁵⁹,

“as margens são as garantias do efetivo cumprimento das obrigações de uma parte no momento da liquidação. São necessárias para que a caixa de liquidação se assegure de que, apesar de ser contraparte em todas as operações, não será chamada a utilizar dos seus demais mecanismos de garantia ou mesmo seu patrimônio para solver os débitos. Isso se dá em razão da conjugação de dois fatores: a manutenção sempre de pares de contratos opostos em seu estoque – o que faz com que seus débitos em um, sejam sempre absolutamente idênticos a seus créditos em algum outro – e a administração das garantias que assegurarão o adimplemento das partes”.

O valor da margem de garantia requerida do participante das negociações bursáteis descobertas deve ser suficiente para cobrir o custo total de encerramento das posições de sua carteira (venda de posições compradas e compra de posições vendidas) em caso de inadimplemento do participante, conforme dispõe o “Manual de Administração de

²⁵⁸ **Lei nº 4.728/1965. Art. 7º.** “Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bôlsas de Valôres, e relativas a: [...] VIII - percentagem mínima do preço dos títulos negociados a têrmo, que deverá ser obrigatôriamente liquidada à vista”.

²⁵⁹ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 152.

Risco da Câmara de Derivativos: Segmento BM&F²⁶⁰. A BM&FBovespa classifica essas margens de garantia em 3 (três) tipos:

“Margem de garantia requerida é o valor mínimo que o participante deve depositar junto à da Câmara para garantir a liquidação das obrigações decorrentes das operações a ele atribuídas.

Margem de garantia depositada é o valor que o participante mantém depositado junto à Câmara, para garantir a liquidação das obrigações decorrentes das operações a ele atribuídas.

Chamada de margem de garantia é a diferença negativa entre a margem de garantia requerida e a margem de garantia depositada, ou seja, é o valor que o participante deve depositar junto à Câmara a fim de atender ao requerimento de margem²⁶¹.

Consoante disposto nos Itens 2.3.1 e 2.3.2 dos Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)²⁶², são considerados ativos elegíveis aceitos como garantia, desde que atendidas as condições dispostas nos regulamentos técnicos da BM&FBovespa: a moeda corrente nacional, os títulos públicos, o ouro ativo financeiro, as ações de companhias abertas admitidas à negociação em bolsas de valores, os títulos da dívida corporativa, os títulos negociados nos mercados internacionais, as cartas de fiança bancária, as cartas de fiança ou cartas de crédito emitidas por instituições sediadas no exterior, o seguro de crédito de companhias sediadas no país ou no exterior e outros ativos ou instrumentos. Os valores depositados a título de margens iniciais serão constantemente reavaliados e, em caso de insuficiência do valor mínimo garantido, o participante das negociações bursáteis é “chamado” para complementá-la, conforme disposto nos Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)²⁶³.

Apesar da natureza jurídica dessas margens de garantia não encontrar unanimidade na doutrina, variando sua classificação entre arras confirmatórias e caução,

²⁶⁰ BM&FBovespa, Manual de Administração de Risco da Câmara de Derivativos: Segmento BM&F, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MAR-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 11/11/2013, às 12h.

²⁶¹ BM&FBovespa, Manual de Administração de Risco da Câmara de Derivativos: Segmento BM&F, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MAR-Derivativos-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 11/11/2013, às 12h.

²⁶² “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)”, BM&FBovespa, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 01/12/2013, às 10h.

²⁶³ “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)”, BM&FBovespa, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 01/12/2013, às 10h.

concordamos com o entendimento do Francisco Satiro Souza Júnior no sentido de que o instituto se aproxima muito mais da caução do que da arras²⁶⁴. A própria BM&FBovespa deixou expresso em seu Manual de Administração de Risco que a finalidade principal das margens consiste em garantir a solvência dos negócios bursáteis alavancados e não, simplesmente, constituir um início de pagamento.

As operações a termo sem cobertura implicam grande alavancagem, podendo ser realizadas para implementar diversas estratégias, dentre as quais, por exemplo, podemos citar²⁶⁵:

(i) a obtenção de recursos (se o investidor vender à vista e comprar os mesmos valores mobiliários a termo sem cobertura);

(ii) o financiamento indireto (se o investidor comprar ações no mercado à vista e as vender no mercado a termo, com o objetivo de ganhar a diferença entre os preços à vista e a termo);

(iii) aumentar receita (vender a termo para recebimento de juros no período, além do preço a vista), etc.

O elevado risco dessas operações é facilmente percebido. O investidor que se obriga a vender valores mobiliários a termo, sem cobertura, num prazo 'x', por \$100, fica obrigado a adquirir esses mesmos valores mobiliários durante esse prazo 'x' pelo preço de sua cotação. Se a cotação desses valores mobiliários ficar abaixo de \$100 até o vencimento da operação, o investidor certamente auferirá lucro; porém, se no dia do vencimento a cotação desse valor mobiliário estiver maior que \$100 (não há qualquer limite), o investidor será obrigado a compra-lo por esse preço para implementar a venda a termo, auferindo prejuízo

²⁶⁴ “Aqueles que vêm nas margens arras confirmatórias, o fazem na medida que representam a entrega de quantia ou coisa, com a dupla finalidade de garantir o negócio e confirmar sua celebração. [...] considerando o simples fato de que, ao menos no mercado brasileiro, são aceitos em margem cartas de fiança, ou seja, obrigações pessoais, o conceito não se sustenta, aproximando o instituto da caução” (SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli, p. 152).

²⁶⁵ Cf. GOULART, André Moura; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; e GREGÓRIO, Jaime. Mercado de Renda Variável *in* **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais**. Coord. Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 52-53.

(ilimitado, como vimos). Essa modalidade de operação amplifica bastante os riscos do investidor.

5.2.2 Mercado de opções sem cobertura

As negociações bursáteis realizadas no mercado de opções sem cobertura operam-se conforme demonstramos no Item 5.1.2 deste trabalho, com uma única diferença: ao invés da cobertura, o investidor fica obrigado a depositar a chamada “margem inicial”²⁶⁶.

A estratégia mais comum entre os investidores que se valem dessas operações consiste em se precaver contra a insegurança gerada pela atividade negocial²⁶⁷ e, principalmente, alavancar ganhos especulando as ações que teriam maior oscilação de preço, tanto para mais quanto para menos. O lançador da opção de compra vive a expectativa de valorizar os valores mobiliários objeto da opção; enquanto que o lançador da opção de venda espera o oposto, sendo certo que, neste caso, se o titular da opção de compra exercê-la quando a cotação de mercado estiver alta, o lançador deverá comprar os valores mobiliários no mercado à vista para conseguir honrar a venda ao titular da opção de compra, hipótese na qual o risco do investidor se torna praticamente ilimitado, pois a ação na ocasião do exercício pode estar cotada em valores muito acima da média.

Trata-se de uma operação com riscos parecidos com os da compra e venda a termo sem cobertura.

5.2.3 Empréstimo de ações

Os empréstimos de ações encontram-se, atualmente, regulados pela Resolução CMN nº 3539/2008²⁶⁸ e pela Instrução CVM nº 441/2006²⁶⁹. Nos termos dos “Procedimentos

²⁶⁶ A respeito das Margens Iniciais, ver Item 5.2.1 deste trabalho.

²⁶⁷ “Suponha-se que, no mercado de ações, um investidor possui 100 ações da companhia X, e as tenha comprado por R\$40,00. Precavido, tal investidor adquiriu, também, no mercado de opções, o direito de vender aqueles ações, e receber R\$35,00 por tal venda. Por mais que o preço dessas ações caia, o investidor terá a possibilidade de vendê-las pelo preço estipulado nas opções, limitando a possibilidade de sofrer prejuízo, o que o protege, em parte, dos riscos inerentes ao mercado de capitais”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 218).

Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)²⁷⁰, consistem nas operações em que o investidor tomador toma valores mobiliários emprestados (desde que elegíveis conforme critério da BM&FBovespa) de investidores chamados de “doadores” com a finalidade de:

- (i) vendê-los no mercado à vista;
- (ii) utilizá-los na liquidação de operações realizadas no mercado à vista;
- (iii) utilizá-los como garantia para operações nos mercados de liquidação futura; utilizá-los como cobertura no lançamento de opções de compra;
- (iv) transferí-los para outra conta de custódia;
- (v) retirá-los dos serviços de depositária da Câmara de Compensação;
- (vi) além de outras formas de utilização que a BM&FBovespa venha a definir.

A compreensão técnica do empréstimo de valores mobiliários, conforme propõe Natália Cristina Chaves²⁷¹, exige a análise do conceito e do alcance jurídico da fungibilidade²⁷² das ações. Em função disso, a natureza jurídica do contrato que se encerra entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação revela-se mútuo feneratício²⁷³ (apesar de ser impropriamente chamado de “aluguel de ações”). A remuneração do mutuante (ou doador das ações, conforme chamado pelo mercado) corresponde aos juros previstos no

²⁶⁸ Resolução CMN nº 3539/2008, que Redefine regras sobre o empréstimo de valores mobiliários por câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação.

²⁶⁹ Instrução CVM nº 441/2006, que dispõe sobre empréstimo de valores mobiliários por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, altera as Instruções CVM nºs 40, de 7 de novembro de 1984 e 310, de 9 de julho de 1999 e revoga as Instruções CVM nºs 249, de 11 de abril de 1996, 277, de 8 de maio de 1998 e 300, de 23 de fevereiro de 1999.

²⁷⁰ Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 03/12/2013, às 13h.

²⁷¹ CHAVES, Natália Cristina. O Empréstimo de Ações e a Noção de “Fungibilidade”. in WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 239-257.

²⁷² Ver Item 4.3.5 deste trabalho.

²⁷³ **Código Civil. Art. 586** “O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade”.

artigo 591²⁷⁴ do Código Civil. O contrato é concluído por meio de formulário, assim como todos os demais, caracterizando-se por serem consensuais, bilaterais ou sinalagmáticos, onerosos, comutativos, reais e de execução diferida.

Geralmente, os chamados doadores das ações (mutuantes) são investidores de longo prazo, que não se interessam em se desfazer das ações pelo menos durante o prazo do contrato de mútuo, auferindo rendimentos adicionais com essa operação. Os tomadores do empréstimo, por outro lado, são investidores que demandam o ativo temporariamente, seja para viabilizar determinada estratégia, como uma venda a descoberto, seja para liquidar outra operação já realizada. Diferentemente do que ocorrem com as negociações a termo de opções sem coberturas, quando os investidores apenas depositam as margens iniciais, os investidores tomadores precisam oferecer garantia do empréstimo, em caução, no valor equivalente a 100% (cem por cento) do valor das ações “emprestadas”, acrescido do percentual adicional destinado a compensar a variação desse valor, consoante determina a Instrução CVM nº 441/2006²⁷⁵.

5.2.4 *Financiamento para compra de ações*

O financiamento para compra de ações em bolsas de valores não é tecnicamente

²⁷⁴ **Código Civil. Art. 591.** “Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual”.

²⁷⁵ **Instrução CVM nº 441/2006** (Alterada pela Instrução CVM nº 466/2008). **Art. 4º** “As entidades mencionadas no art. 2º deverão solicitar à CVM autorização para prestar o serviço de empréstimo de valores mobiliários, juntando os seguintes documentos: I – minuta do regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários; II – minuta do termo de adesão ao regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários e às demais normas aplicáveis da entidade a ser firmado pelos intermediários; III – minuta do termo de autorização a ser firmado entre os investidores e os intermediários; e IV – indicação de diretor responsável pelas operações de empréstimo de valores mobiliários. § 1º O regulamento do serviço de empréstimo de valores mobiliários deverá incluir, no mínimo: I – o compromisso de o tomador liquidar o empréstimo mediante a entrega de valores mobiliários da mesma espécie e qualidade do valor mobiliário emprestado; II – o tratamento a ser conferido aos direitos inerentes aos valores mobiliários utilizados na operação de empréstimo; **III – a obrigatoriedade de o tomador dar garantias equivalentes a 100% (cem por cento) do valor dos valores mobiliários objeto do empréstimo, acrescido de percentual adicional destinado a compensar a variação desse valor em dois dias úteis consecutivos, a favor da entidade prestadora do serviço de empréstimo;** IV – a faculdade de a entidade prestadora do serviço de empréstimo exigir a entrega de garantias adicionais, a qualquer momento e segundo os critérios estabelecidos em seu regulamento; V – descrição do método de cálculo e de atualização do valor das garantias a serem apresentadas pelo tomador; VI – a faculdade de a entidade prestadora do serviço de empréstimo realizar as garantias, na forma da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, independentemente de notificação judicial ou extra-judicial, quando o tomador deixar de atender obrigações decorrentes dessa operação, nos termos do regulamento; e VII – a forma de remuneração do empréstimo e de cobrança de taxas e encargos incidentes”, *grifo acrescido ao original*.

uma “negociação bursátil”, pois acontece fora da bolsa de valores na relação entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários. Mas nos pareceu adequado tratar dessa operação neste trabalho porque se revela uma estratégia bastante agressiva de alavancagem, capaz de interferir severamente no sistema de negociações bursáteis. Por isso mesmo, trata-se de uma exceção à proibição de caráter geral prevista no Inciso I do artigo 12 do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 1655/1989, que veda as corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários de realizarem empréstimos aos investidores:

CMN nº 1655/1989

“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 [...]*” (Grifo nosso).

Chamadas de ‘operações em conta margem’, consistem numa abertura de crédito em conta corrente, concedida pela sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários em favor do investidor, disponível em limites pré-aprovados através do *home broker*²⁷⁶:

“O conceito de comprar ações através da conta margem não é difícil de entender. Basicamente, o investidor toma emprestado da sociedade corretora de valores mobiliários uma parte dos fundos para a compra de ações. “Margem” se refere à proporção de compra de ações, que é financiado pelo investidor. [...] O crédito disponível para o investidor comprar ações (ou seja, a margem) é considerado a parcela de capital do investimento. Semelhante a uma companhia com ativos em depreciação, qualquer redução no preço das ações esgota a parcela de capital de investimento. A “margem de manutenção” é o nível em que a parcela de capital do investimento deve ser mantida no mínimo. Em outras palavras, se a quota de redução de preços das ações esgota a posição do investidor de capital abaixo da margem de manutenção, o investidor receberá uma *margin call*. Após receber a *margin call*, o investidor pode fornecer mais fundos para melhorar a posição acionária ao nível da margem de manutenção (ou seja, pagar uma parcela do empréstimo), vender ações para melhorar a posição de capital (mais uma vez, pagando uma parcela do empréstimo), ao nível da “manutenção da margem”, ou vender a totalidade das ações para fechar a posição”.

²⁷⁶ Tradução livre de ARNOLD, Tom. **Margin accounting for stocks: an excel classroom exercise**, 2007, disponível em <http://ssrn.com/abstract=897272>, acessado dia 03/12/2013, às 12h: “The conception of buying stock on margin is not difficult to understand. Basically, the investor is borrowing a portion of the funds for a stock purchase from the broker. ‘Margin’ refers to the proportion of the stock purchase that is funded by the investor. [...] The investor’s portion of the stock purchase (i.e. margin) is considered to be the equity portion of the investment. Similar to a firm with depreciating assets, any reduction in the price of the shares depletes the equity portion of the investment (i.e. price reductions is the burden of the investor not the lender). A maintenance margin(M_M) is the level in which the equity portion of the investment must be maintained at a minimum. In other words, if the share price declines and depletes the investor’s equity position below the maintenance margin, the investor will receive a ‘margin call’. Upon receiving the margin call, the investor can supply more funds to improve the equity position to the level of the maintenance margin (i.e. pay off a portion of the loan), sell shares to improve the equity position (again, paying off a portion of the loan) to the level of the maintenance margin, or sell all of the shares to close the position”.

Gastão Macedo²⁷⁷, em meados do Século XX, já observava que o contrato de abertura de crédito, apesar de sua larga utilização no mercado, era criação dos usos e costumes comerciais, pois suas referências na lei eram – e ainda são (em nossa opinião) – bem vagas e imprecisas. Conforme Joaquim Xavier Carvalho de Mendonça²⁷⁸:

“A abertura de crédito é o contrato mediante o qual um dos contratantes (o creditor) se obriga a pôr a disposição do outro (o creditado) fundos até determinado limite (1), durante certa época, sob cláusulas previamente convencionadas, obrigando-se êste último a restitui-los no vencimento com juros, eventuais comissões e despesas”.

Similar ao cheque especial, portanto, a obrigação da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários é extinta com utilização dos fundos colocados à disposição do investidor e, para este, a obrigação surge com as retiradas e se extingue com a restituição. Não se trata de simples concessão de crédito, porquanto o investidor-creditado passa a dispor do crédito no momento em que lhe parecer mais oportuno. Não dispondo do crédito, o objeto do contrato se implementa somente em relação à creditora, não implicando qualquer obrigação adicional ao creditado. Com isso, percebemos claramente que o crédito (‘conta margem’) não passa de uma provisão de fundos cuja fonte é a creditora (sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários) em favor do creditado (investidor), diferindo bastante do contrato de conta corrente, na medida em que não há relação de crédito e débito recíproco entre as partes, tampouco massa compensável e indivisível de débito e crédito.

A ‘conta margem’ é um crédito automático concedido pela sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários que permite alavancar a carteira de ações do investidor individual, ao possibilitá-lo aproveitar oportunidades do mercado sem ter de se desfazer de sua posição acionária. Em contrapartida, o investidor amplia em escala geométrica a faixa de retorno potencial ao investidor, tanto para mais, quanto, principalmente, para menos. Em cálculos simples e hipotéticos, podemos demonstrar o potencial dos impactos na operação com a ‘conta margem’ da seguinte forma:

(i) Suponhamos que o investidor compre uma ação por \$50 e, depois de um mês, ela suba para \$75. Se o investidor tivesse adquirido essa ação através dos meios tradicionais,

²⁷⁷ MACEDO, Gastão A. **Curso de Direito Comercial**. 3 ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S/A, 1966, p. 284.

²⁷⁸ MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. L. IV, vol. VI. 6 ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S/A, 1961, p. 190.

seu ganho teria sido de 50%. Mas, se o investidor o tivesse feito pagando \$25 e financiando outros \$25 em operação da ‘conta margem’, com juro de 4% ao mês, seu ganho teria sido de 96%;

(ii) Por outro lado, suponhamos que esse mesmo investidor tivesse comprado uma ação por \$50 e, depois de um mês, o preço dessa ação tivesse caído para \$25. Se o investidor tivesse adquirido essa ação através dos meios tradicionais, seu prejuízo teria sido de 50%. Mas, se o investidor o tivesse feito pagando \$25 e financiando outros \$25 com operação da ‘conta margem’, com juro de 4% ao mês, seu prejuízo teria sido de 104%. Ou seja, o investidor teria sofrido um prejuízo superior ao valor por ele investido – perderia todo o valor investido e, além disso, pagaria \$1 à sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários a título de juro.

A disparidade entre esses resultados deixa claro que operações com ‘conta margem’ são muito arriscadas. Ao comprar ações com recursos de sua corretora ou distribuidora de valores mobiliários, o investidor pode ganhar ou perder em cima do capital que nunca teve – característica esta, a propósito, que constitui a essência da alavancagem financeira. Apesar das advertências de Michael Curley²⁷⁹, para quem não se pode demonizar as operações em conta margem, mas lembrar que essas operações não podem ser feitas de forma aleatória e por qualquer investidor, é inegável que os investidores ficam bastante vulneráveis nessas operações, principalmente se não tiverem a real noção dos riscos. Justamente por isso, as garantias exigidas pelos reguladores do mercado são extremamente elevadas, com regras de execução dinâmica de garantias que permitam a venda compulsória das ações entregues em garantia, independentemente da anuência do investidor.

É curioso apontar que a conta margem se consolidou como uma operação amplamente utilizada pelos pequenos investidores individuais nos Estados Unidos da América, onde a cultura de investimento em bolsa de valores é mais desenvolvida

²⁷⁹ “[...] compra de ações através da conta margem tem levado a uma injusta e irresponsável quantidade de abuso. Comprar ações através da conta margem não é nada mais que comprar ações com crédito. Crédito não é mal nem pecado e, se usado **corretamente**, pode ser uma maneira extremamente lucrativa de investir”. Tradução nossa de “Trading on margin has taken an unfair and unwarranted amount of abuse. Purchasing securities on margin is nothing more than purchasing securities on credit. Credit is not evil or bad and, if properly used, can be an extremely profitable means of investing” (CURLEY, Michael T. **Margin Trading from A to Z – A complete guide to Borrowing, Investing, and Regulation**. Nova Jersey (Estados Unidos da América): John Wiley & Sons, Inc, 2008, p. XI). *Grifo acrescido ao original*.

comparativamente às demais²⁸⁰. Aqui no Brasil, o financiamento para a compra de ações é regulamentado pela Instrução CVM nº 51/1986, cujo artigo 3º conceitua a conta margem como sendo “o financiamento para compra de ações 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”. Para que a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários conceda financiamento para a compra de ações, ela deve celebrar um contrato de financiamento, consoante determina o artigo 1º da Instrução CVM nº 51/1086:

Instrução CVM nº 51/1986

Art. 1º “As sociedades corretoras e distribuidoras somente poderão conceder financiamento para a compra de ações e emprestar ações para venda, desde que obedecido o disposto na presente instrução”.

[...]

Art. 5º “O contrato de financiamento deverá mencionar:

I. O prazo de sua vigência, se por tempo determinado;

II. A faculdade de a sociedade corretora ou distribuidora proceder à venda, inclusive extrajudicial, dos títulos e valores mobiliários que constituem a garantia da operação nos termos do art. 6º, quando o cliente deixar de atender a chamada de reforço da margem de garantia, no prazo estabelecido pelo art. 12, ou não cumprir a obrigação principal do contrato.

III. As taxas e encargos cobrados pela sociedade corretora ou distribuidora.

Parágrafo único. No contrato de financiamento por prazo indeterminado deverão constar obrigatoriamente as seguintes cláusulas:

a. O direito de qualquer das partes rescindí-lo, a qualquer tempo, independentemente de notificação judicial, mediante o envio de carta registrada ou entrega de aviso protocolado.

b. O prazo no qual o financiado, na hipótese de rescisão provocada pela sociedade corretora ou distribuidora, deverá proceder à liquidação do saldo devedor da operação.

c. A faculdade de a sociedade corretora ou distribuidora proceder à venda, inclusive extrajudicial, dos títulos e valores mobiliários que constituem a garantia da operação nos termos do art. 6º, sempre que, rescindido o contrato por iniciativa da sociedade corretora ou distribuidora, o cliente não liquidar o saldo da operação no prazo estabelecido no contrato”.

O artigo 6º²⁸¹ da Instrução CVM nº 51 regula a garantia mínima do financiamento, determinando que o investidor caucione à sociedade corretora ou distribuidora de valores

²⁸⁰ Para se ter uma ideia, Michael Curley revela que devem existir nos Estados Unidos da América cerca de 5.000.000 (cinco milhões) de contas margem, com saldos devedores acima de US\$ 233 bilhões (duzentos e trinta e três bilhões de dólares). E, curiosamente, a grande maioria destas contas são de investidores individuais, e não de investidores institucionais, o que demonstra que, nos Estados Unidos da América, as operações em conta margem é uma opção de investimento bastante popular. No Brasil, infelizmente, parece não haver dados estatísticos do volume dessas operações (talvez porque ocorrem fora do ambiente da Bolsa de Valores).

²⁸¹ **Instrução CVM nº 51/1986. Art. 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”.

mobiliários as ações adquiridas, cujo valor, acrescido de outras garantias, represente no mínimo 140% (cento e quarenta por cento) do valor do financiamento²⁸².

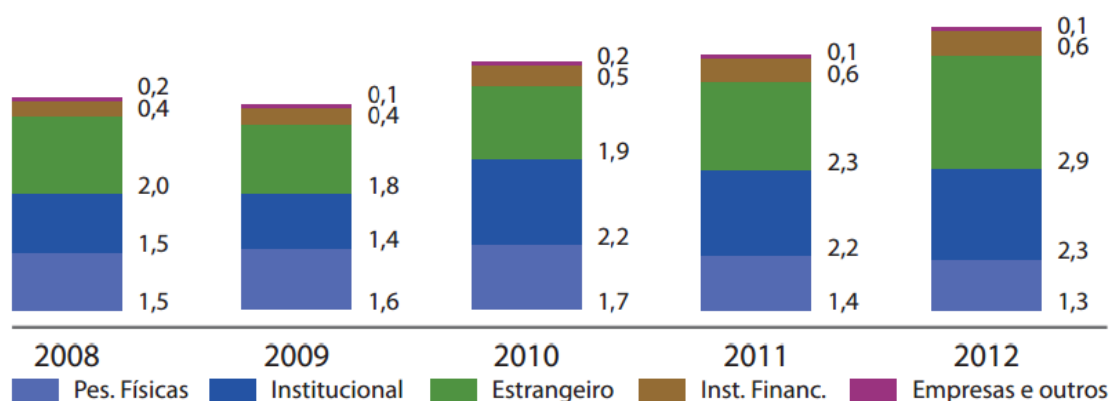
Por causa do potencial de endividamento proporcionado por essas operações, as normas advindas da regulação da “conta margem” buscou alocar o risco o máximo possível sobre o investidor-creditado.

²⁸² As operações em conta margem (financiamento para compra de ações) regulamentadas pela Instrução CVM nº 51/1986 teve forte influência do Regulamento T (*Regulation T*) expedido pelo Conselho de Governadores do Federal Reserve (FED), nos Estados Unidos da América, depois que eles experimentaram a quebra da Bolsa de Nova Iorque de 1929. O principal motivo da referida crise foi a utilização indisciplinada das operações em conta margem. Antes da quebra da bolsa em 1929, não havia qualquer exigência de garantia para a utilização do crédito. A Bolsa de Nova Iorque, ainda timidamente e sem qualquer imposição, apenas sugeria que o investidor depositasse o valor equivalente a 20% (vinte por cento) das ações adquiridas através da conta margem. No entanto, na maioria das vezes, os investidores depositavam na conta de investimento apenas 10% (dez por cento) e, em alguns casos, apenas 5% (cinco por cento). Naquele contexto, a oferta de crédito se apresentava claramente exagerada, o que gerou a imediata desvalorização da bolsa de valores. Com a desvalorização acentuada das ações, a maioria das contas de investimento ficou deficitária ou com quase nenhum capital, forçando a uma liquidação em massa, diminuindo ainda mais o valor das ações e gerando um círculo vicioso. Como resposta, o Congresso, nos anos seguintes, designou uma comissão para analisar a quebra de 1929 e avançar com algumas sugestões para evitar a reincidência. Dessas sugestões vieram o aumento das exigências de margem, além da implementação de novas restrições ao comércio. O excesso de crédito em conta margem que caracterizou o início do século XX foi corrigido pelo estabelecimento de requisitos iniciais (atualmente de 50% - cinquenta por cento - nos Estados Unidos) e as exigências de manutenção mínima (atualmente de 25% - vinte e cinco por cento), conforme o Regulation T. (Cf. CURLEY, Michael T. **Margin Trading from A to Z – A complete guide to Borrowing, Investing, and Regulation**. New Jersey (Estados Unidos da América): John Wiley & Sons, Inc, 2008).

6 MECANISMOS DE GARANTIA DAS NEGOCIAÇÕES BURSÁTEIS

Apesar do bom desempenho do Sistema de Pagamentos Brasileiros diante da crise financeira global iniciada em 2008²⁸³, não podemos perder de vista que o volume negociado na BM&FBovespa encontra-se praticamente estagnado desde aquele ano, quando houve a saída de pessoas físicas²⁸⁴ do mercado de capitais, conforme dados estatísticos divulgados pela BM&FBovespa:

Gráfico 2: Segmento Bovespa – Evolução do volume médio diário por grupo de investidores (R\$ bilhões)



Fonte: BM&FBovespa (Relatório Anual), 2012²⁸⁵

²⁸³ “No Brasil, a liquidação financeira de operações de renda fixa, bolsa, câmbio e derivativos, ou se dá por meio de contraparte central (BM&FBovespa) ou requer o registro das operações em sistemas autorizados, como a Cetip, o que provê muita transparência e dificulta, sobremaneira, a acumulação de bolsões de risco sistêmico fora das vistas dos reguladores. A crise recente mostrou que tal sistema logrou fornecer às autoridades econômicas elementos importantes para calibrar as medidas durante a crise” (GARCIA, Márcio G. P. **O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008**. Rio de Janeiro: Anbima, 2011, p. 45).

²⁸⁴ “[...] O volume financeiro da bolsa brasileira negociado anualmente cresceu 24,5% desde a crise de 2008 de R\$ 1,2 trilhão para R\$ 1,5 trilhão. Contudo se formos mais atentos, ajustando esses números pelo IPCA do período, vemos que o volume em 2012 foi similar ao de 2008 — ao redor de R\$ 1,5 trilhão. [...] Entre 2003 e 2007, a bolsa viveu uma fase áurea com 106 novas companhias abrindo o capital e a rentabilidade do Ibovespa superando dois dígitos em todos os anos. O investidor pessoa física contribuiu para esse sucesso. O número de cadastros pulou de 85 mil em 2003 para 536 mil em 2008, crescimento de 528%. A crise de 2008 deu um fim à alegria. O Ibovespa tem tido desempenho pífio desde então (com exceção da recuperação em 2009, quando se valorizou 82,7%). O número de investidores pessoas físicas fechou 2012 em 587 mil após ter atingido 611 mil em 2010. A participação deste tipo de investidor sobre o volume, que se mantinha entre 23% e 30% entre 2003 e 2009, caiu para 17,9% em dezembro de 2012. Com a saída do investidor pessoa física, o volume negociado do Ibovespa só continuou constante porque os estrangeiros aumentaram sua participação no total de 35,5% em 2008 para 40,4% em 2012” (ROCHA, André. **A estagnação da bolsa: faltam investidores ou cias?** Seção: BM&FBovespa, Conjuntura. Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3068560/estagnacao-da-bolsa-faltam-investidores-ou-cias>, acessado no dia 15/10/2013, às 16h).

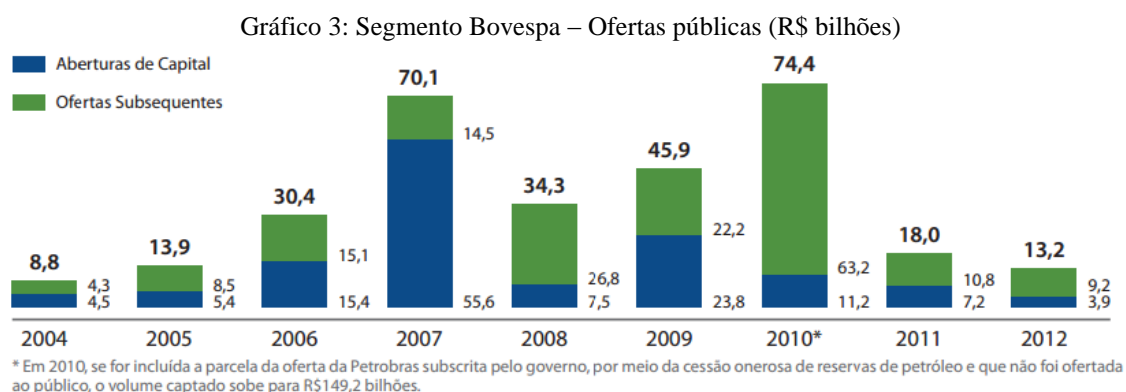
²⁸⁵

Disponível

em

http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013.

O volume de recursos financeiros captados no mercado primário, tanto pelas ofertas públicas iniciais quanto pelas subsequentes, experimentou uma acentuada queda a partir de 2010:



Fonte: BM&FBovespa (Relatório Anual), 2012, p. 10²⁸⁶

Mas esse cenário, ao contrário do que possa parecer, não significa ausência de potencial de crescimento do mercado de capitais brasileiro: existem agentes superavitários com potencial para investir²⁸⁷ e existem companhias com potencial para realizar a emissão e distribuição pública de títulos e valores mobiliários²⁸⁸. Medidas para explorar esses potenciais têm sido tomadas, por exemplo, para incentivar as chamadas PME (pequenas e médias empresas) a abrirem o capital²⁸⁹ e para conquistar os investidores pessoas físicas, como o

²⁸⁶ Relatório Anual da BM&FBovespa, disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013, às 8h.

²⁸⁷ Além do número de investidores pessoas físicas no Brasil ser consideravelmente inferior ao número de investidores de outros países, o que já evidencia um problema cultural que pode ser resolvido a longo prazo através de métodos educativos, a Revista Capital Aberto publicou uma reportagem em agosto de 2013 demonstrando uma interessante relação entre o número de torcedores de clubes de futebol que contribuem assiduamente nos programas de sócio-torcedor e o número de investidores na bolsa de valores: “[...] os dez maiores programas de sócio-torcedor dos clubes brasileiros têm 380 mil membros adimplentes, que pagam todo mês. Se todos eles investissem em ações desses times, representariam mais da metade do total de pessoas físicas registradas na BM&FBovespa: atualmente, cerca de 633 mil. Nada mal para uma bolsa que precisa de investidores e emissores para crescer. Muito menos para clubes que carecem de profissionalização”. (ROSSI, André. Zero a Zero: O casamento dos times de futebol com a bolsa de valores poderia ser perfeito, mas ainda está longe de virar realidade. Revista **Capital Aberto**. Ano 10, nº 120/Agosto de 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013).

²⁸⁸ “[...] BM&FBovespa diz ter um mapeamento de 200 empresas com grande potencial para aderir à Bolsa. Esse abismo entre o número potencial e o real tem se mostrado um desafio de difícil resolução” (FERREIRA, Gabriel. **Poucos investidores e muitas regras afastam as PMEs da Bolsa**. Disponível em <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/poucos-investidores-e-muitas-regras-afastam-as-pmes-da-bolsa>, acessado dia 12/08/2013, às 20h).

²⁸⁹ Conforme se extrai da seguinte reportagem publicada pela Revista Capital Aberto no início de 2013: THOMAZ, Danilo. A vez das PMEs: 2012 foi marcado por simplificações dos processos de abertura de capital de empresas médias no Brasil e no mundo; dosagem dos incentivos é a principal dúvida. Revista **Capital Aberto**. ed. 113/janeiro de 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 16-20.

recente Programa de Incentivo para a Expansão da Base de Investidores Pessoa Física do Mercado a Vista de Ações²⁹⁰ promovido pela BM&FBovespa²⁹¹.

Diante desse cenário, parece-nos conveniente examinar os mecanismos de garantia das negociações bursáteis e a validade jurídica do *enforcement*²⁹² desses mecanismos. Para tanto, pautaremos nossa análise neste Capítulo 6 no chamado risco legal²⁹³, sem prejuízo de eventuais abordagens superficiais de riscos de crédito²⁹⁴, riscos de liquidez²⁹⁵ e riscos operacionais²⁹⁶.

Assim como fizemos no Capítulo 5, fracionaremos este Capítulo em 2 (duas) seções, sendo a primeira para examinar os mecanismos de garantia que recaem sobre as

²⁹⁰ BM&FBovespa. Ofício Circular nº 070/2013-DP, de 1º de outubro de 2013, disponível em https://www.google.com.br/url?sa=t&ret=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&ved=0CEsQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.bmfbovespa.com.br%2FoficiosComunicados%2FDownloadOficioComunicado.aspx%3FnumDoc%3D070-2013%26dir%3DOfic%26depto%3DDP%26idioma%3Dpt-br&ei=6i2JUppqIsfRkQfj54DQDw&usq=AFQjCNEbNjZUkRsg4_wETKeHQiQlAIYpzQ&sig2=i5fnNTWzXaAuC3NCGs3UgQ&bvm=bv.56643336.d.eW0, acessado dia 17nov13, às 23h.

²⁹¹ Que retomou a estratégia de meados dos anos 2000, quando havia lançado o programa de fomento “Bovespa vai à praia”, desdobrado posteriormente nas versões “Bovespa vai à montanha” e “Bovespa vai às empresas”.

²⁹² Conforme Jairo Saddi, “o termo *enforcement* não encontra na língua portuguesa uma tradução à altura: melhor opção seria “fazer valer um direito”, no sentido técnico do termo “execução”. Um dos elementos mais importantes do estudo das garantias é a sua hipótese de execução. De nada adianta constituir a melhor garantia, dentro do mais puro e acabado formalismo, se ela não puder ser executada na hipótese de inadimplemento do devedor” (SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: Uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 140).

²⁹³ “[...] as definições que encontramos no país, derivadas da literatura estrangeira, tratam o risco legal como a impossibilidade de efetivação de um contrato ou direito. Alguns precursores do assunto relativo ao risco legal o definem como o risco relacionado aos contratos que não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador, por documentação insuficiente, insolvência ou ilegalidade [...]” (GONÇALVES, Almir Rogério. Uma análise jurídica do estudo e gerenciamento dos riscos envolvidos na atividade financeira e seu tratamento atual no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128, São Paulo: Malheiros, 2002, p. 112-113).

²⁹⁴ “Risco de crédito se relaciona a riscos de perdas financeiras sofridas quando uma contraparte em um contrato de crédito não cumpre seus compromissos [...] outro risco presente na teoria sobre risco de crédito diz respeito a concentração de crédito em um único devedor que, na hipótese de algum imprevisto, pode levar a instituição à falência” (GONÇALVES, Almir Rogério. Uma análise jurídica do estudo e gerenciamento dos riscos envolvidos na atividade financeira e seu tratamento atual no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128, São Paulo: Malheiros, 2002, p. 114).

²⁹⁵ “Risco de liquidez de maneira simples e direta é o risco envolvido no descasamento do fluxo de pagamentos e recebimentos da instituição financeira, logo, o risco de liquidez está estritamente ligado ao fluxo de caixa gerado pela organização” (GONÇALVES, Almir Rogério. Uma análise jurídica do estudo e gerenciamento dos riscos envolvidos na atividade financeira e seu tratamento atual no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128, São Paulo: Malheiros, 2002, p. 114).

²⁹⁶ Risco operacional “é o risco de perdas inesperadas surgidas de deficiências no gerenciamento de informações e nos sistemas e procedimentos de suporte e controle. O risco operacional surge de ineficiência de sistemas ou controles, erros humanos, falhas de gerenciamento, perdas de patrimônio, etc. O risco operacional pode surgir de problemas com empregados desmotivados ou desqualificados, riscos de sistemas, ineficiência da organização e da administração, falta de acesso a informações internas ou de mercado. Estes riscos ainda podem relacionar-se com problemas puramente tecnológicos ou mesmo de ausência de conformidade com normas internas ou externas (GONÇALVES, Almir Rogério. Uma análise jurídica do estudo e gerenciamento dos riscos envolvidos na atividade financeira e seu tratamento atual no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128, São Paulo: Malheiros, 2002, p. 114)”.

negociações bursáteis sem alavancagem financeira e a segunda para examinar os mecanismos de garantia que recaem sobre as negociações com alavancagem financeira.

6.1 Negociações bursáteis sem alavancagem financeira

6.1.1 Contexto de inadimplemento e repercussões jurídicas

A lógica do sistema de negociações bursáteis consiste em fazer com que a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários absorva o risco do investidor, respondendo direta e pessoalmente por este perante o Agente de Compensação; que o Agente de Compensação, caso haja, absorva o risco da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, respondendo direta e pessoalmente por esta perante a Câmara de Compensação; e que a Câmara de Compensação, na condição de contraparte central, absorva o risco do inadimplemento do investidor (e de seus respectivos intermediários) cuja oferta contraposta foi encontrada pelo sistema da bolsa de valores, respondendo não só direta e pessoalmente perante o Agente de Compensação, mas diretamente como parte compradora ou vendedora, conforme o caso.

Nesse contexto, o inadimplemento nas negociações bursáteis realizadas sem alavancagem financeira pode ocorrer em 2 (duas) direções e em 3 (três) níveis cada. Na primeira direção, “de baixo para cima”, pode ocorrer (i) na relação entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, pelo investidor; (ii) na relação entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e o Agente de Compensação, pela sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários; e (iii) na relação entre Agente de Compensação e a Câmara de Compensação, pelo Agente de Compensação. Na segunda direção, de “cima para baixo”, o inadimplemento pode ocorrer (iv) na relação entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, pela sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários; (v) na relação entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e o Agente de Compensação, pelo Agente de Compensação; e (vi) na relação entre Agente de Compensação e a Câmara de Compensação, pela Câmara de Compensação.

O inadimplemento em cada um desses “níveis” traria as seguintes repercussões jurídicas:

(i) Na relação entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, o inadimplemento do investidor não retira da sociedade corretora ou distribuidora a obrigação de cumprir e de implementar a oferta de compra ou de venda que tiver sido “fechada” no sistema da bolsa de valores. Isso não afeta, e nem pode afetar, a relação entre sociedade corretora ou distribuidora e Agente de Compensação (ou, conforme o caso, diretamente a Câmara de Compensação). No regresso com o investidor, a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários poderia executar bens e direitos dados em garantia de suas operações, em exercício de autotutela.

(ii) Na relação entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e Agente de Compensação, o inadimplemento daquela também não retira a obrigação do Agente de Compensação perante a Câmara de Compensação. Compete ao Agente de Compensação, preventivamente, alocar o limite operacional para a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários²⁹⁷; e regressivamente, executar no contexto do sistema das negociações bursáteis as garantias que, a seu critério, tiver exigido da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários²⁹⁸. A garantia nesse caso, certamente, também poderia ser executada extrajudicialmente em exercício de autotutela tal como seria no caso anterior, entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e investidor.

(iii) Na relação jurídica com a Câmara de Compensação, se houver inadimplemento do Agente de Compensação (comissária ou subcomissária) que representa o investidor *vendedor* de valor mobiliário, a Câmara de Compensação fica autorizada à prática do ato de recompra compulsória do valor mobiliário vendido, para entregá-lo ao Agente de

²⁹⁷ **Item 22.1.2.** “O Agente de Compensação deverá alocar, no todo ou em parte, para as Sociedades Corretoras a quem presta os serviços de compensação e liquidação de operações, o limite operacional recebido da CBLC” (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, acessado dia 03/12/2013 às 13h).

²⁹⁸ **Item 23.4.1.** “As Sociedades Corretoras quando atuarem como Agente de Compensação de terceiros, deverão cumprir os Regulamentos da CBLC e especialmente zelar pela integridade e capacidade financeira daqueles para os quais liquidam as operações, podendo exigir do interessado, a seu exclusivo critério, todas as informações, documentos e garantias julgadas necessárias” (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, acessado dia 03/12/2013 às 13h).

Compensação que representa o investidor comprador. Se o inadimplemento partir do Agente de Compensação que representar o investidor comprador, ou se a recompra compulsória se mostrar impossível ou inviável, a via compulsória é a chamada “compensatória”²⁹⁹, exercida no encontro de contas entre a Agente de Compensação inadimplente e a Câmara de Liquidação. Isso, naturalmente, sem prejuízo da incidência de multas e do uso de mecanismos de restrição³⁰⁰. A CVM resume em seu sítio na *internet*³⁰¹ esses procedimentos, que estão previstos no Capítulo IV - Tratamento de Falta de Entrega ou Pagamento dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)”³⁰², onde está regulado, ainda, a execução de garantias³⁰³:

“A não entrega total ou parcial das ações objeto da negociação em D+3 ou a ausência de apresentação de documentos necessários à liquidação caracterizam a falta da entrega de ativos e resultam em multa ao vendedor das ações. Caso os ativos não sejam entregues, a CBLC aciona, no mesmo dia, o mecanismo de tratamento de falta de entrega - o Processo de Recompra de Ativos - além de cobrar nova multa sobre o valor dos ativos não regularizados. A ordem de recompra emitida em D+4 é o instrumento que autoriza a contraparte a executar, a preço de mercado, uma nova operação de compra dos ativos adquiridos em D+0 e não recebidos no prazo regulamentar por falta na entrega. Essa ordem de recompra deve ser executada até D+6 e ter confirmada sua execução, perante a CBLC, até D+7. O vendedor em falta com a entrega dos ativos arcará com a diferença de preço da recompra, quando ela ocorrer. Caso a recompra não seja executada até o prazo estipulado por qualquer que

²⁹⁹ Cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000, p. 39-40.

³⁰⁰ **Item 2.4.4.** “O mecanismo de restrição permite à CBLC restringir a Entrega dos Ativos para o Agente de Compensação que não tenha honrado o seu Pagamento, O mecanismo de restrição permite à CBLC restringir a Entrega dos Ativos para o Agente de Compensação que não tenha honrado o seu Pagamento, permite ao Agente de Compensação solicitar restrição à Entrega de Ativos para o Participante de Negociação ou Investidor Qualificado que não tenha honrado o seu Pagamento e permite ao Participante de Negociação solicitar restrição à Entrega de Ativos para o Investidor que não tenha honrado o seu Pagamento” (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, acessado dia 03/12/2013 às 13h).

³⁰¹ Seção de Perguntas e Respostas da CVM. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/suporte/PERGUNTAS MAIS FREQUENTES %20NOVEMBRO 2008.asp#RECOMPRA>, acessado dia 02/12/2013, às 9h.

³⁰² Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 03/12/2013, às 13h.

³⁰³ **Item 2.4** “Execução das Garantias Depositadas. Os Agentes de Compensação ou Participantes de Negociação devem formalizar a ocorrência da Inadimplência dos respectivos clientes, nos termos previstos no Título VII do Regulamento de Operações da CBLC, e solicitar a execução das Garantias depositadas. A execução de Garantias pela CBLC obedece a seguinte ordem de preferência: a) moeda corrente nacional; b) títulos públicos; c) ouro ativo financeiro; d) ações de companhias abertas listadas em bolsas de valores; e) títulos da dívida corporativa; f) títulos negociados nos mercados internacionais; g) cartas de fiança bancária; h) cartas de fiança ou cartas de crédito emitidas por instituições sediadas no exterior; i) seguro de crédito de companhias sediadas no país ou no exterior; j) outros Ativos ou instrumentos financeiros a critério da CBLC” (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, acessado dia 03/12/2013 às 13h).

seja o motivo, a CBLC, em D+8, reverterá a operação, retornando os valores financeiros ao comprador da operação”.

(iv) Na relação entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, o inadimplemento contratual por parte da sociedade corretora ou distribuidora garante ao investidor o direito de formalizar uma reclamação ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo³⁰⁴, administrado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados³⁰⁵, para dele reivindicar o reembolso de suas perdas até o limite de R\$70.000,00 (setenta mil reais) por investidor, sem prejuízo de fixação voluntária, pela bolsa de valores, de quantias superiores³⁰⁶. As perdas e danos, embora causados pelas sociedades corretoras de valores mobiliários, são assumidos por substituição pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – obviamente, observando-se as hipóteses legal ou normativamente previstas³⁰⁷, geralmente preocupadas com os atos ilícitos comissivos ou omissivos causados pelos intermediadores. Observamos que o inadimplemento do Agente de Compensação ou mesmo da Câmara de Compensação também autoriza o investidor a se utilizar desse mecanismo de ressarcimento,

³⁰⁴ “Referido “Mecanismo” é gerido pela BOVESPA Supervisão de Mercados⁴⁹⁰, que é associação civil sem fins lucrativos, da qual são associadas a BMF&BOVESPA e o Banco BMF de Serviços de Custódia e Liquidação S/A491. Portanto, as instituições participantes do mercado não são associadas à BMS, mas contribuem. Os recursos do “fundo” devem ser escriturados separadamente, de modo a preservar sua destinação exclusiva⁴⁹³, ou seja, são tratados como fundo contábil. O limite de ressarcimento ao investidor é de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais)” (MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Mecanismo de Garantia de Depósitos e Investimentos no Mercado Financeiro Brasileiro: Análise jurídica do FGC**, 2013. 192 fls. Tese (Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima, p. 159).

³⁰⁵ “A bolsa e o MRP por ela administrado têm patrimônios distintos, que não se confundem, nem se contaminam, constituindo o MRP, portanto, um patrimônio de afetação” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 222-226).

³⁰⁶ **Instrução CVM nº 461/2007. Art. 80.** “O investidor poderá pleitear o ressarcimento do seu prejuízo por parte do mecanismo instituído para esse fim, independentemente de qualquer medida judicial ou extrajudicial, no prazo de 18 (dezoito) meses, a contar da data de ocorrência da ação ou omissão que tenha dado origem ao pedido. **Parágrafo único.** O valor máximo proporcionado pelos recursos oriundos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos será de R\$ 70.000,00 (setenta mil reais) por investidor reclamante em cada ocorrência a que se refere o caput, sem prejuízo da fixação voluntária, pela bolsa, de quantias superiores”.

³⁰⁷ **Instrução CVM nº 461/2007. 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. §1º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos previsto neste capítulo aplica-se apenas às operações com valores mobiliários. §2º O mecanismo de ressarcimento de prejuízos pode ser mantido pela própria entidade administradora da bolsa, ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este fim”.

tendo em vista que, para ele, o inadimplemento virá sempre da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, que responde pessoal e diretamente na qualidade de comissário.

(v) Na relação entre sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários e Agente de Compensação, o inadimplemento contratual por parte do Agente de Compensação autorizará a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários a realizar um encontro de contas na conta corrente havida entre ambas. Como esse inadimplemento muito provavelmente atingirá o investidor, este poderá igualmente formalizar uma reclamação ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos para reivindicar a indenização.

(vi) Na relação entre Agente de Compensação e Câmara de Compensação, o inadimplemento contratual por parte da Câmara de Compensação implica praticamente as mesmas consequências do inadimplemento do Agente de Compensação perante a sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários: o Agente de Compensação fica autorizado a realizar um encontro de contas na conta corrente havida entre ambas. Do mesmo modo, o investidor, se atingido, poderá formalizar uma reclamação ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos para reivindicar a indenização.

6.1.2 Fundamentos jurídicos desses mecanismos de garantia

Para o Direito Civil, as garantias são classificadas em pessoais ou fidejussórias (aval e fiança) e reais (cessão de direitos creditórios, caução, penhor, alienação fiduciária, hipoteca, etc.) e, cada qual com suas peculiaridades, servem para reduzir custos de transação e facilitar o cumprimento de obrigações descumpridas. Todavia, conforme pudemos verificar no contexto de inadimplemento das negociações bursáteis sem alavancagem financeira, a “garantia” que as respalda não se enquadra em nenhuma dessas classificações. Nem mesmo o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos se enquadraria em algum desses conceitos clássicos do Direito Civil.

Com efeito, o que “garante” a realização das negociações bursáteis sem alavancagem financeira é a própria lógica estruturante do sistema jurídico de negociações bursáteis, que impede que o inadimplemento de um dos participantes alcance os demais. Em

função dessas relações jurídicas sistematicamente coordenadas para viabilizar a negociação bursátil, mas compartmentadas e isoladas entre si para segregar perdas e evitar riscos sistêmicos³⁰⁸, o sistema é capaz de preservar as negociações bursáteis que tiverem sido “fechadas” no ambiente da bolsa de valores, implementando-as em favor dos participantes adimplentes ainda que haja inadimplemento de algum dos participantes. Esta, aliás, consiste na função precípua da Câmara de Compensação, pois “apesar de ser a credora de todos os participantes do mercado, não tem nenhuma vantagem direta com o inadimplemento das partes. Sua atuação visa essencialmente a preservar o mercado dos riscos de inadimplemento”³⁰⁹.

O artigo 4º da Lei nº 10.214/2001³¹⁰, que dispõe sobre o sistema de pagamentos brasileiro, determina algumas salvaguardas para garantir o cumprimento dessas obrigações, tais como dispositivos de segurança adequados e regras de controle de riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, como também de contratos; e constituição de garantias aportadas pelos participantes. Os artigos 5º³¹¹ e 6º³¹² dessa mesma lei determinam, ainda, a constituição de um

³⁰⁸ “[...] com o objetivo de se criar a base legal e regulamentar eficiente e suficiente para o funcionamento do Sistema de Pagamentos Brasileiro, o legislador pátrio realizou um desenho jurídico para a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação com vistas a excluir a possibilidade de ocorrência de risco sistêmico. Assim, realizou-se uma blindagem das obrigações assumidas em seu âmbito, simplificando sua liquidação e proporcionando mecanismos de maior desenvoltura, especialmente no sentido de procederem à execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias” (GONÇALVES, Almir Rogério. O Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 127, São Paulo: Malheiros, 2002).

³⁰⁹ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. A nova Lei de Falências e os contratos e garantias nas câmaras de compensação, 2005 (artigo).

³¹⁰ **Lei nº 10.214/2001. Art. 4º** “Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços. § 1º As câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação não respondem pelo inadimplemento das obrigações originárias do emissor, de resgatar o principal e os acessórios de seus títulos e valores mobiliários objeto de compensação e de liquidação. § 2º Os sistemas de que trata o caput deverão contar com mecanismos e salvaguardas que permitam às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação assegurar a certeza da liquidação das operações neles compensadas e liquidadas. § 3º Os mecanismos e as salvaguardas de que trata o parágrafo anterior compreendem, dentre outros, dispositivos de segurança adequados e regras de controle de riscos, de contingências, de compartilhamento de perdas entre os participantes e de execução direta de posições em custódia, de contratos e de garantias aportadas pelos participantes”.

³¹¹ **Lei nº 10.214/2001. Art. 5º** “Sem prejuízo do disposto no § 3º do artigo anterior, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, separar patrimônio especial, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando. § 1º Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial de que trata o caput, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação em sistema estranho àquele

patrimônio especial, impenhorável, formado de bens e direitos com a finalidade exclusiva de garantir o necessário cumprimento das obrigações.

Outro fator preponderante para a “garantia” dos credores no contexto de inadimplemento dentro do sistema de negociações bursáteis, naquelas operações sem alavancagem financeira, acha-se na autonomia da vontade dos participantes. Isso lhes permite manter entre si contratos de conta corrente que facilitam liquidações e compensações recíprocas e automáticas, reduzindo sobremaneira a relação crédito e débito entre eles.

As duas direções em que os inadimplementos podem ocorrer (de “baixo pra cima” e de “cima pra baixo”, conforme mostramos no Item 6.1.1 deste trabalho), em seus vários níveis, revelam precisamente o bem jurídico tutelado pelo sistema: a proteção do mercado naquela; e a proteção do investidor nesta.

A proteção do investidor é preventiva no campo da regulação e da autorregulação de condutas. Por isso é que as atividades dos intermediários, conforme constatou Margareth Noda³¹³, estão cada vez mais voltadas para a gestão de riscos. No âmbito repressivo, especialmente em contexto de inadimplemento, o investidor tem a proteção sistêmica do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, cuja estrutura jurídica e funcional assemelha-se bastante, em nossa visão, ao Fundo Garantidor de Crédito³¹⁴.

Não nos pareceu que o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos tivesse constituído uma modalidade de seguro de responsabilidade civil, conforme entendeu Eizirik, Gaal, Parente e Henriques³¹⁵. Com efeito, Fábio Konder Comparato³¹⁶ já sintetizava que “toda

ao qual se vinculam. § 2o Os atos de constituição do patrimônio separado, com a respectiva destinação, serão objeto de averbação ou registro, na forma da lei ou do regulamento”.

³¹² **Lei nº 10.214/2001. Art. 6º** “Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial, bem como aqueles oferecidos em garantia pelos participantes, são impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, seqüestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial, exceto para o cumprimento das obrigações assumidas pela própria câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação na qualidade de parte contratante, nos termos do disposto no caput do art. 4o desta Lei”.

³¹³ NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários**. 2010. 92 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo - Faculdade de Direito, São Paulo/SP. Orientador: Newton de Lucca.

³¹⁴ “A obrigação imposta ao FGC é de garantia, assim entendida como reforço de responsabilidade pessoal (garantia pessoal), institucional, autônoma e independente, destituída de natureza securitária, seja pela ausência de interesse segurável, seja pela impossibilidade de sub-rogação contra o próprio segurado, consistente no compromisso público de pagar a terceiro (“pagamento por terceiro não-interessado, com sub-rogação convencional”)” (MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Mecanismo de Garantia de Depósitos e Investimentos no Mercado Financeiro Brasileiro: Análise jurídica do FGC**, 2013. 192 fls. Tese (Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima).

³¹⁵ “O mecanismo de ressarcimento dos prejuízos atualmente adotado pela [BM&FBovespa] possui características semelhantes ao antigo fundo de garantia, **constituindo uma modalidade de “seguro de responsabilidade civil”**, ou seja, caracteriza-se como uma técnica de indenizar o risco decorrente da atuação das sociedades corretoras na intermediação de negociações realizadas em bolsa e na prestação de serviços de custódia de títulos e valores mobiliários. O ressarcimento efetuado pelo MRP visa, basicamente, a cobrir a

operação de seguro representa, em última análise, a garantia de um interesse contra a realização de um risco, mediante o pagamento antecipado de um prêmio. Os *essentialia negotii* são, portanto, quatro: o interesse, o risco, a garantia e o prêmio”. O Artigo 757³¹⁷ do Código Civil traz esses mesmos elementos. No caso do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, não há qualquer interesse segurável daquele que a contrata (sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários), razão pela qual não nos parece que seja possível atribuir natureza securitária à garantia do MRP³¹⁸.

Apesar disso, o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízo surge como uma importante salvaguarda para os investidores, que têm onde reivindicar prejuízos na esfera extrajudicial de forma aparentemente simples e rápida, porém, limitado o prejuízo ao valor de R\$70.000,00 (setenta mil reais).

6.2 Negociações bursáteis com alavancagem financeira

6.2.1 Contexto de inadimplemento e repercussões jurídicas

Nas negociações bursáteis com alavancagem financeira, o contexto de inadimplemento que traçamos no Item 6.1 deste trabalho acaba lhes sendo inteiramente aplicável. Adicionalmente, porém, surgem desse contexto as margens e as garantias reais a serem utilizadas pelos participantes do mercado.

Com efeito, nas negociações a termo e de opções sem cobertura, a falta de recolhimento de reforço de margem ou o inadimplemento pelo Agente de Compensação da

responsabilidade civil da corretora, motivo pelo qual diz-se que ele possui uma responsabilidade reflexa da sociedade corretora”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 222-226, *grifo acrescido ao original*).

³¹⁶ COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 353.

³¹⁷ **Código Civil. Art. 757**. “Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados. Parágrafo único. Somente pode ser parte, no contrato de seguro, como segurador, entidade para tal fim legalmente autorizada”.

³¹⁸ Conforme concluiu Felipe Fernandes Ribeiro Maia, na relação entre instituições financeiras associadas e o Fundo Garantidor de Crédito, em: MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Mecanismo de Garantia de Depósitos e Investimentos no Mercado Financeiro Brasileiro: Análise jurídica do FGC**, 2013. 192 fls. Tese (Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima, p. 137).

negociação bursátil “fechada” no ambiente da bolsa de valores outorga à Câmara de Compensação o direito de, independentemente de aviso, “liquidar compulsoriamente a posição” do investidor faltoso, sem prejuízo de multas³¹⁹. O mesmo acontece nos empréstimos de ações, relativamente aos valores mobiliários entregues em garantia: havendo inadimplemento ou mesmo desvalorização dos valores mobiliários entregues em garantia, a Câmara de Compensação pode determinar a venda compulsória de valores mobiliários de titularidade do investidor inadimplente e sob a custódia e depósito da Câmara de Compensação.

Nos contratos de financiamento para compra de ações, a redução da garantia a patamares inferiores aos mínimos autoriza a chamada de reforço da garantia (*margin call*), sob pena de, não o fazendo no prazo de 2 (dois) dias, operar-se a venda compulsória dos valores mobiliários entregues em garantia³²⁰.

As garantias e as margens podem ser executadas pela Câmara de Compensação, pelos Agentes de Compensação e pelas sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários extrajudicialmente, inclusive determinando a venda compulsória de valores mobiliários entregues em garantia. As garantias, como podemos perceber, são rápida e sorrateiramente executadas, visando sobretudo a proteção do mercado e a eliminação de risco sistêmico.

O contexto de inadimplemento em desfavor do investidor, nas negociações bursáteis com alavancagem financeira, continua sendo o mesmo que traçamos no Item 6.1.2, quando tratamos do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos.

6.2.2 Fundamentos jurídicos desses mecanismos de garantia

³¹⁹ Consoante disposto no Capítulo 3 dos “Procedimentos Operacionais da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento Bovespa, e da Central Depositária de Ativos (CBLIC)”, BM&FBovespa, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/MPO-CBLIC-Completo-110318-Em-vigor.pdf>, acessado dia 01/12/2013, às 10h.

³²⁰ **Instrução CVM nº 51/1986. Art. 12:** “Quando os títulos ou valores mobiliários garantidores do financiamento sofrerem desvalorização, de tal modo que a garantia deixe de representar, no mínimo, 140% do valor do financiamento, a sociedade corretora ou distribuidora estará obrigada a exigir, e o financiado a atender dentro do prazo máximo de 2 (dois) dias úteis, contados do dia da ocorrência da desvalorização, reforço de garantia, sob pena de rescisão imediata do contrato e financiamento”.

Garantia “é a segurança real do cumprimento da obrigação”³²¹ e serve para reduzir os custos de transação e mitigar os riscos de inadimplemento contratual fornecendo um meio rápido e eficaz de obter do devedor o cumprimento de determinada obrigação inadimplida. Deve, no mercado de valores mobiliários, trazer tranquilidade e confiança para as negociações bursáteis, prestando um importante papel no incentivo a novos negócios e no ingresso de novos participantes, tanto investidores quanto emissores de valores mobiliários. O sistema de garantia precisa, de fato, trazer uma segurança jurídica³²² não apenas sentida pelos participantes, mas que prevaleça mesmo diante de possíveis questionamentos judiciais.

Nas negociações bursáteis com alavancagem financeira, o aumento do risco exige o correspondente aumento da garantia. O mercado é protegido basicamente através do exercício da autotutela³²³ pela Câmara de Compensação em face do Agente de Compensação; do Agente de Compensação em face da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários; e, por fim, pela sociedade corretora ou distribuidora em face dos investidores. Os credores diretos das obrigações inadimplidas acabam tendo completa disponibilidade dos valores mobiliários entregues em garantia, sendo-lhes permitido determinar a venda compulsória desses valores mobiliários pelo preço de cotação do mercado, seja esse preço favorável ou não à venda, em prejuízo ou não dos investidores, mas sempre em favor do sistema de negociações bursáteis.

Nesse cenário, a validade jurídica dessa autotutela poderia vir a ser questionada, na medida em que submete os participantes ao arbítrio dos intermediários que se posicionarem como credores no sistema jurídico das negociações bursáteis. O principal

³²¹ SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: Uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 112.

³²² Segurança jurídica, no contexto deste trabalho, será tratado como ‘segurança pelo Direito’, uma das várias acepções da expressão ‘Segurança Jurídica’. Humberto Ávila explica essa acepção de segurança jurídica da seguinte forma: “Dentro dessa acepção – segurança pelo Direito –, a segurança jurídica pode ser compreendida, de um lado, como segurança *dos direitos*, no sentido de que o Direito pode ser o instrumento para ‘assegurar’ quaisquer outros direitos, como de liberdade, de propriedade e de igualdade, ou mesmo o direito à segurança jurídica. Esse modo de compreensão da segurança jurídica privilegia o seu aspecto dinâmico, visto que abarca os efeitos decorrentes da aplicação do Direito para os cidadãos em geral. Segurança, aqui, significa garantia de direitos frente às manifestações do próprio Direito. [...] ainda dentro da acepção de segurança *pelo Direito*, pode-se utilizar a segurança jurídica com um sentido sutilmente distinto do anterior: a segurança como se referindo não ao Direito em geral, nem mesmo aos direitos cidadãos em perspectiva coletiva, mas, em vez disso, a ‘um direito’ específico de uma pessoa determinada em uma situação concreta. Esse sentido não diz propriamente respeito ao princípio da segurança jurídica como norma objetiva que exige a realização de um estado de confiabilidade e de calculabilidade do Direito, baseado na sua cognoscibilidade, mas à eficácia reflexiva dessa norma relativamente a determinado sujeito. Trata-se, pois, do direito subjetivo à proteção da confiança legítima”. (ÁVILA, Humberto. **Segurança Jurídica: Entre permanência, mudança e realização no Direito Tributário**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 130-132).

³²³ “[...] tutela do próprio interesse operada directamente pelo próprio interessado” (FONSECA, Rui Guerra. **O Fundamento da Autotutela Executiva da Administração Pública: Contributo para a sua Compreensão como problema Jurídico-Político**. Coimbra: Almedina, 2012, p. 244).

fundamento desse questionamento poderia repousar sobre a ilicitude do exercício arbitrário das próprias razões ou até mesmo sobre o princípio constitucional da proteção da propriedade privada³²⁴, além do pertinente receio de conflito de interesses daqueles que acumulam a condição de credor e gestor/custodiante de valores mobiliários de titularidade de seus devedores.

Para nós, essa autotutela, indiscutivelmente necessária no contexto de inadimplemento das negociações bursáteis, encontra legitimidade na regulação do mercado imposta pelo Estado, através de normas emanadas pelo Conselho Monetário Nacional e Comitê de Valores Mobiliários, e, principalmente, na autorregulação de base legal exercida pela BM&FBovespa, sobre a qual, de fato, a regulação estatal deve coparticipar para limitar os poderes da autorregulação e afastar distorções, como as que gerariam conflitos de interesse. Conforme nos explica Adriano Augusto Teixeira Ferraz³²⁵:

“[...] a autorregulação é adequada para a coordenação de questões profissionais, cujas características são a complexidade técnica e ética, sendo o mercado de valores mobiliários um campo fértil para a sua ocorrência. Entretanto, a sua aplicação possui limitações em situações que envolvam grupos ou interesses divergentes. Nessas hipóteses, a regulação deverá restringir a autorregulação, com o objetivo de prevenir a ocorrência de conflitos de interesses, bem como intervir sempre que ocorram distorções. A adequada interação entre a regulação e a autorregulação, de acordo com as suas vocações, será o modelo adequado para a proteção da confiança dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários brasileiro”.

E, de fato, os reguladores cumprem sua função de limitar os normativos operacionais e autorreguladores elaborados pela BM&FBovespa, os quais estão diretamente subordinados a Instruções CVM, sendo a principal delas para as negociações bursáteis a Instrução CVM nº 505/2011³²⁶. Na base legal, temos a recente Lei nº 12.810/2013³²⁷, que formalizou a aplicação do artigo 63-A³²⁸ da Lei nº 10.931/2004 à constituição de quaisquer

³²⁴ **Constituição da República/1988. Art. 5º. [...] XXII.** “é garantido o direito de propriedade”.

³²⁵ FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima, p. 87.

³²⁶ **Instrução CVM nº 505/2011.** “Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”.

³²⁷ **Lei nº 12.810/2013. Art. 26.** “Aplica-se o disposto no art. 63-A da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, à constituição de quaisquer gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito”.

³²⁸ **Lei nº 10.931/2004. Art. 63-A.** “A constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos seus respectivos campos de competência”.

gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários, inclusive daqueles decorrentes das negociações bursáteis com alavancagem.

Todo esse aparato jurídico foi construído em função das experiências internacionais³²⁹, a partir das quais ficou claro que é necessário o estabelecimento de critérios mínimos para fornecimento de crédito através das contas margem; ou de limites para as negociações a termo ou de opções sem cobertura; ou de garantias mínimas para o empréstimo de ações (notoriamente realizadas por investidores de curto prazo e que, sabidamente, contribuem enormemente para a maior volatilidade do preço de valores mobiliários, em que pese a evidente ampliação da liquidez).

O risco de crise econômica gerada pelas negociações bursáteis com alavancagem financeira é real e não pode ser desprezada. Esse tipo de operação gera a possibilidade de ganhos muito altos e, na mesma medida, perdas muito altas, inclusive superiores ao capital investido. A autotutela atribuída aos participantes revela-se oportuna sob o ponto de vista da proteção do mercado e, em nossa opinião, válida juridicamente em função do regramento legal que pudemos analisar.

³²⁹ Como a crise de 1929, gerada substancialmente por causa de ofertas indiscriminadas de crédito para compra de ações; a crise de 2000, gerada pela chamada “bolha das empresas.com”; a crise de 2008, gerada pela expansão dos créditos que financiou a chamada “bolha imobiliária”; dentre outras.

7 CONCLUSÕES

Para uma compreensão técnica das negociações bursáteis sob um ponto de vista jurídico, não basta a teoria contratual clássica e as normas legais que as respaldam e as disciplinam. É preciso, sobretudo, integrá-las às normas decorrentes da regulação e da autorregulação de base legal e voluntária. A aplicação do Direito nas negociações bursáteis, portanto, exige uma certa adequação hermenêutica para que os fenômenos econômicos que as motivam continuem sendo respaldados pela segurança jurídica.

As negociações bursáteis ocorrem no Mercado de Valores Mobiliários, como subdivisão do Mercado de Capitais. Dentro do Sistema Financeiro Nacional, é o mercado da chamada “desintermediação financeira”, onde a interveniência dos participantes serve apenas para viabilizar a transferência direta de recursos dos agentes superavitários para os agentes deficitários. Justificam-se prioritariamente pela captação de recursos pelas companhias no mercado primário (via emissão de ações ou de títulos da dívida privada); e pela negociação de valores mobiliários no mercado secundário (com o propósito de assegurar a liquidez dos valores mobiliários). A atividade especulativa, nesse contexto, revela-se importante e essencial para as negociações bursáteis, contribuindo inclusive para a formação da poupança popular – sendo certo, porém, que é preciso supervisioná-la, pois, em excesso, causa volatilidade e instabilidade no mercado, com aumento ou redução virtual do preço de valores mobiliários. Por isso, o sistema de formação do preço no ambiente de bolsa de valores deve ser transparente, imparcial e neutro, procurando alcançar o nível mais próximo possível da concorrência perfeita.

As negociações bursáteis não devem ser analisadas como relações jurídicas isoladas, mas inseridas dentro de um sistema contratual complexo e interdependente de outras relações jurídicas. O sistema funciona para segregar as ordens emanadas pelos investidores em duas declarações unilaterais, cada qual se convertendo em relações jurídicas perfeitas tendo como contraparte central a Câmara de Compensação. A transferência dos valores mobiliários, com isso, acaba se equiparando a uma forma de aquisição originária, não trazendo consigo qualquer tipo de efeito relacionado à evicção, fraude à execução ou fraude a credores, por exemplo. Trata-se de um sistema apoiado na estrutura de negócios fiduciários entre agentes de compensação e Câmara de Compensação, como resultado da conjugação de um ato de eficácia real (transferência da propriedade fiduciária para a Câmara de Compensação) e um ato de eficácia obrigacional (que a obriga a destinar os valores

mobiliários consoante determinado pelos investidores através dos agentes de compensação e agentes de custódia).

Por causa desse sistema negocial, as relações jurídicas contratuais estabelecidas nas negociações bursáteis devem ser examinadas sob o enfoque valorativo (jurisprudência axiológica) da pirâmide hierárquica própria do Direito do Mercado de Capitais, fundada na proteção de dois bens jurídicos essenciais: a capacidade funcional do mercado de capitais e o investidor. Diante disso, da constatação de que o investidor tem a obrigação de ficar informado, de que o risco não comporta relação de hipossuficiência jurídica, e de que há regras jurídicas voltadas para a proteção do investidor, inclusive mais eficientes que as protetivas do consumidor, concluímos que a utilidade do Código de Defesa do Consumidor na proteção dos investidores individuais não qualificados estaria esvaziada – apesar de existirem entendimentos jurisprudenciais que aplicam o Código de Defesa do Consumidor na relação jurídica estabelecida entre investidor e sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários. Ademais, para implementar a jurisprudência axiológica própria do Direito do Mercado de Capitais, dependemos de entidades profissionais privadas para autorregular a conduta profissional dos agentes econômicos participantes das operações realizadas no ambiente da bolsa de valores, já que o Estado não consegue coordenar a economia em todos os seus aspectos através da regulação, especialmente nessas operações onde existe complexidade técnica. A autorregulação, que pode ter base legal ou voluntária, deve coexistir com a regulação do Estado, que serve para limitar seus poderes, afastar distorções e identificar e corrigir conflitos de interesse.

Os mecanismos de garantia das negociações bursáteis sem alavancagem financeira, em que o risco de perda está limitado aos valores envolvidos no específico negócio bursátil – tais como as negociações no mercado à vista, operações a termo com cobertura e mercado de opções com cobertura –, estão fundamentados na lógica estruturante de seu sistema jurídico contratual, que impede que o inadimplemento de um dos participantes alcance os demais. As negociações são implementadas ainda que haja inadimplemento de algum participante, tendo em vista que a atuação da Câmara de Compensação visa essencialmente a preservar o mercado dos riscos de inadimplemento, não obtendo nenhuma vantagem direta com o adimplemento das partes.

Os mecanismos de garantia das negociações bursáteis com alavancagem financeira, em que o risco de perda pode superar os valores envolvidos no negócio bursátil específico – tais como as negociações a termo sem cobertura, no mercado de opções sem cobertura, de empréstimo de ações ou de financiamento para compra de ações –, estão

fundamentados adicionalmente: (i) nas margens iniciais depositadas pelos investidores nas negociações a termo sem cobertura e de opções sem cobertura, cuja natureza jurídica se aproxima bastante do instituto da caução; (ii) nas garantias reais entregues pelos investidores nas operações de empréstimo de ações e de financiamento para compra de ações; e no (iii) exercício da autotutela pela Câmara de Compensação em face do Agente de Compensação, pelo Agente de Compensação em face da sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários, e pela sociedade corretora ou distribuidora em face dos investidores. Esses mecanismos permitem que os credores diretos das obrigações inadimplidas utilizem as margens iniciais de garantia ou, então, que determinem a venda compulsória dos valores mobiliários entregues em garantia pelo preço de cotação do mercado.

A autotutela, indiscutivelmente necessária no contexto do sistema jurídico das negociações bursáteis, encontra legitimidade na regulação do mercado imposta pelo Estado e, principalmente, na autorregulação de base legal exercida pela BM&FBovespa. Concluímos, com isso, que os mecanismos de garantia protegem a capacidade funcional do mercado, prevenindo-a de riscos sistêmicos, ao passo que a proteção do investidor resta preventiva no campo da regulação e autorregulação de condutas e repressiva extrajudicialmente através do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, cuja estrutura jurídica e funcional assemelha-se bastante ao Fundo Garantidor de Crédito.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADIERS, Leandro Bittencourt. Valores mobiliários, especulação e consequências jurídicas. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. VIII. Arnoldo Wald (Org.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

ANDREZO, Andrea Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. Introdução ao Mercado Financeiro *in* **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais**. Coord. Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARNOLD, Tom. **Margin accounting for stocks: an excel classroom exercise**, 2007, disponível em <http://ssrn.com/abstract=897272>, acessado dia 03/12/2013, às 12h.

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**, 2 ed., São Paulo: Saraiva, 1969.

ÁVILA, Humberto. **Segurança Jurídica: Entre permanência, mudança e realização no Direito Tributário**. São Paulo: Malheiros, 2011.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica das Bôlsas de Valores, no Direito Brasileiro. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

BDINE JÚNIOR, Hmid Charaf. **Cessão da posição contratual**. São Paulo: Saraiva, 2007.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. Trad. AZEVEDO, Dinah de Abreu. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988. Tradução de **The Modern Corporation and Private Property**. Revised Edition. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1968.

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>, acessado dia 03/12/2013, às 9h.

BM&FBOVESPA. Ofício Circular nº 070/2013-DP, de 1º de outubro de 2013, disponível em https://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&ved=0CEsQFjAC&url=http%3A%2F%2Fwww.bmfbovespa.com.br%2FoficiosComunicados%2FDownloadOficioComunicado.ashx%3FnumDoc%3D070-2013%26dir%3DOfic%26depto%3DDP%26idioma%3Dpt-br&ei=6i2JUppqIsfRkQfj54DQDw&usg=AFQjCNEbNjZUkRsg4_wETKeHQiQlAIYpzQ&sig2=i5fnNTWzXaAuC3NCGs3UgQ&bvm=bv.56643336,d.eW0, acessado dia 17nov13, às 23h.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Operações – Segmento Bovespa**, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/0_manual_regula_completo.pdf, acessado dia 02/12/2013, às 20h.

BM&FBOVESPA. **Relatório Anual da BM&FBovespa de 2012**. Disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013.

BRUSCATO, Wilges. A proteção Judicial aos Investidores. **Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial**. Vol. 8. Arnoldo Wald (Org.), São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas, 1º volume: artigos 1º a 74**, 5 ed., São Paulo: Saraiva, 2007.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; e ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um Enfoque Prático**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CASSIDY, John. **Como os mercados quebram: a lógica das catástrofes econômicas**. Trad.

Berilo Vargas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2011

CASTRO, Antônio Duarte Carvalho. **A ABRASCA e o suporte às empresas de capital aberto**. Palestra proferida no Seminário “Atração e Retenção de Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro”, realizado pelo Instituto Mineiro do Mercado de Capitais (IMMC), Belo Horizonte, 18/10/2013.

CASTRO, Moema Augusta Soares de. **Cartão de Crédito: A Monética, o Cartão de Crédito e o Documento Eletrônico**. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. Mercado de Capitais – O que é, como funciona. 6 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 4 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009

CHARNY, David. **The German Corporate Governance System**, disponível em <http://ssrn.com/abstract=125188>, acessado dia 10.02.2010, às 13h.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial: Securitização de Crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

CHAVES, Natália Cristina. O Empréstimo de Ações e a Noção de “Fungibilidade”. *in* WALD, Arnaldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CVM. Comitê Consultivo de Educação. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 2 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 21. Disponível publicamente em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>, acessado dia 26nov2013, às 8h.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de

Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder; MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza jurídica das Bolsas de Valores e delimitação do seu objeto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico**. Vol. 60, out/dez 1985, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

COMTE-SPONVILLE, André. **Pequeno Tratado das Grandes Virtudes**, Martins Fontes: São Paulo, 1995.

CURLEY, Michael T. **Margin Trading from A to Z – A complete guide to Borrowing, Investing, and Regulation**. Nova Jersey (Estados Unidos da América): John Wiley & Sons, Inc, 2008.

DERZI, Misabel de Abreu Machado. **Direito tributário, direito penal e tipo**. São Paulo: RT, 1988.

DWORKIN, Ronald. **Uma Questão de Princípio**. Trad. BORGES, Luís Carlos. 1. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2001. p. 397

DUQUE, João. **A regulação do sistema de valores mobiliários – Uma abordagem pela teoria financeira**. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/762e55835ae542f9a9318c9961cc8f1aRegulacaodoSistema.pdf>, acessado dia 23/01/2014, às 11h, p. 12

EIZIRIK, Nelson, **A Lei das S/A Comentada**. Vol. 1 – Art. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **O Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 2 ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008

FACCINI, Leonardo. **Mercado de Valores Mobiliários: teoria e questões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FERNANDES, Jean Carlos. **Títulos de crédito: uma análise das principais disposições do novo código civil**. Revista de Direito Mercantil. v. 133. São Paulo: Malheiros, 2004.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiros: A coordenação do mercado por Entidades Profissionais Privadas**, 2012. 164 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais – Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Osmar Brina Corrêa-Lima

FERREIRA, Gabriel. **Poucos investidores e muitas regras afastam as PMEs da Bolsa**. Disponível em <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/poucos-investidores-e-muitas-regras-afastam-as-pmes-da-bolsa>, acessado dia 12/08/2013, às 20h.

FILOMENO, José Geral Brito; GRINOVER, Ada Pellegrini (Coord.). **Código brasileiro de Defesa do Consumidor: comentado pelos autores do Anteprojeto**. 7 ed. Rio de Janeiro: Forense Universitário, 2001.

FONSECA, Rui Guerra. **O Fundamento da Autotutela Executiva da Administração Pública: Contributo para a sua Compreensão como problema Jurídico-Político**. Coimbra: Almedina, 2012.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 17 ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FRAGA NETO, Armínio. O mercado de capitais como alavanca do desenvolvimento no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Ano II, v. 41. São Paulo:

Revista dos Tribunais, 2008.

GARCIA, Márcio G. P. **O Sistema Financeiro e a Economia Brasileira Durante a Grande Crise de 2008**. Rio de Janeiro: Anbima, 2011.

GONÇALVES, Almir Rogério. O Direito, o mercado, o contrato, os riscos e a certeza jurídica. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 139. São Paulo: Malheiros, 2005.

GONTIJO, Vinícius Jose Marques. Efeitos da falência do empregador na ação de execução de crédito trabalhista. **Revista LTR**, v. 71, p. 1488-1499, 2007.

GOULART, André Moura; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; e GREGÓRIO, Jaime. Mercado de Renda Variável *in* **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais**. Coord. Iran Siqueira Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Renê Coppe Pimentel. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

KIRILENKO, Andrei; KYLE, Albert S.; SAMADI, Mehrdad; e TUZUN, Tugkan. **The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market**. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1686004>, acessado no dia 19/07/2013, às 20h.

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

LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **Pareceres**. v. 1. São Paulo: Singular, 2004.

LIMA, Sérgio Mourão Corrêa. Análise Jurídica da Economia. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 159/160 – jul-dez/2011, São Paulo: Malheiros, 2011, p. 53-86.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Os Mercados de Futuros. **Revista de Direito Mercantil,**

Industrial, Econômico e Financeiro. v. 124. São Paulo: Malheiros, 2001.

MACEDO, Gastão A. **Curso de Direito Comercial**. 3 ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S/A, 1966.

MAIA, Bruna. “Torcida Recolhida: Ao colocar os custos no papel, intermediadores e investidores se empolgam menos com a ideia de ter bolsas concorrentes à BM&FBovespa”, **Revista Capital Aberto**. ed. 107/maio, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 14-18.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Consórcio Financeiro: O Sistema e o Pedido de Restituição do Consorciado na Falência da Administradora**. 2007. 180 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientadora: Moema Augusta Soares de Castro.

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. **Mecanismo de Garantia de Depósitos e Investimentos no Mercado Financeiro Brasileiro: Análise jurídica do FGC**, 2013. 192 fls. Tese (Doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima

MAIA, Felipe Fernandes Ribeiro. O Grupo de Consórcio Financeiro e a Capacidade Patrimonial. **Revista IOB de Direito Civil e Processual Civil**. ed. 47. Porto Alegre: Síntese, 2007.

MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. 16 ed. Atual. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Vol. 59, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

MELLAGI FILHO, Armando; e ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2

ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**. vol. VI, Livro IV “Das Obrigações, Dos contratos e da Prescrição em Matéria Comerical”, 6 ed., Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A, 1939.

MENEZES, Eduardo Augusto Caixeta. **Swaps: Uma análise jurídica**, 2012. 327 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima.

MOREIRA, Vital. **A Ordem Jurídica do Capitalismo**. 3a ed. Coimbra, ed. Centelha, 1978.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

NODA, Margareth. **Acesso Eletrônico e Tendências para a Intermediação no Mercado de Valores Mobiliários**. 2010. 92 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo - Faculdade de Direito, São Paulo/SP. Orientador: Newton de Lucca.

PELÁ, Carlos. A Tributação das Operações Financeiras de Renda Fixa Realizadas em Bolsa – Recinto ou Natureza Jurídica? *In* MOSQUEIRA, Roberto Quiroga (Coord.), **O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais**, São Paulo: Dialética, 2009.

PAPINI, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro: Forense, 1999.

POSNER, Richard A. Some Uses and Abuses of Economics in Law. **The University of Chicago Law Review**. Vol. 46, n. 2, 1979.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**, 7th Ed. Aspen, 2007.

REALE, Miguel. **Lições Preliminares de direito**. 13ª ed. São Paulo: Saraiva, 1986.

BM&FBOVESPA. Relatório Anual de 2012, disponível em http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1694/RELATORIOANUAL2012PORTUGUESVFINAL_raster.pdf, acessado dia 03dez2013, às 8h.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 2, 21 ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. Vol. 1, 23 ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; e AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**, in WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; e AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**, in WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

RIPERT, Georges. **Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno**. Campinas: Red Livros, 2002.

RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

ROCHA, André. **A estagnação da bolsa: faltam investidores ou cias?** Seção: BM&FBovespa, Conjuntura. Disponível em <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/3068560/estagnacao-da-bolsa-faltam-investidores-ou-cias>, acessado no dia 15/10/2013, às 16h.

ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Trad. COIMBRA, Ana; GOMES, M. Januário C.. Coimbra/Portugal: Almedina, 2009.

ROSSI, André. Zero a Zero: O casamento dos times de futebol com a bolsa de valores poderia ser perfeito, mas ainda está longe de virar realidade. Revista **Capital Aberto**. Ano 10, nº 120/Agosto de 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013.

SABINA, Fabrício Gonçalves de Souza. **Do negócio de intermediação: a intervenção do agente nos contratos empresariais de compra e venda pela Internet**. 2007. Dissertação de Mestrado. 196 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, Belo Horizonte. Orientadora: Moema Augusta Soares de Castro.

SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil: Uma análise de Direito & Economia**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SADDI, Jairo. **Temas de Regulação Financeira**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **O Contrato Futuro**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

SILVA, De Plácido e. **Vocabulário jurídico**. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro. **Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores**, 2002. 185 fls. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo -Faculdade de Direito, Programa de Pós Graduação, São Paulo. Orientador: Waldírio Bulgarelli.

SOUZA, Miracy Barbosa de. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. 3 ed. Belo Horizonte Del Rey, 2010.

SZTAJN, Rachel. Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários. **Revista de Direito**

Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. vol. 135. São Paulo: Malheiros, 2004.

TEIXEIRA, Felipe Canabarro. **Da Corretagem On-Line: Os Deveres de Informação e Educação das Corretoras em Relação aos Investidores. O caso especial do Brasil.** 2009. 192 fls. Dissertação (Mestrado). Universidade de Lisboa - Faculdade de Direito, Lisboa-PT. Orientadora: Paula Costa e Silva.

THOMAZ, Danilo. A vez das PMEs: 2012 foi marcado por simplificações dos processos de abertura de capital de empresas médias no Brasil e no mundo; dosagem dos incentivos é a principal dúvida. Revista **Capital Aberto**. ed. 113/janeiro de 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013, p. 16-20.

THOMAZ, Danilo. Velocidade Controversa. Revista **Capital Aberto**, ed. 104/fevereiro 2013, São Paulo: Capital Aberto, 2013.

VERÇOSA, Haroldo M. D., **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos – O código Civil de 2002 e a Crise do Contrato.** São Paulo: Quartier Latin, 2010.

WALD, Arnoldo. **A Empresa no Terceiro Milênio**, in WALD, Arnoldo; e FONSECA, Rodrigo Garcia da (Coord.), **A Empresa no Terceiro Milênio: Aspectos Jurídicos**, São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

WARDE JR., Walfrido Jorge. A desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** v. 144. São Paulo: Malheiros, 2006.

WIKIPEDIA, **Alavancagem Financeira**, disponível em http://pt.wikipedia.org/wiki/Alavancagem_financeira, acessado dia 29nov13, às 7h30min.

YASBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

ZVI, Bodi. **Fundamentos de investimentos**. Trad. TAYLOR, Robert Brian. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.