FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

A RESPONSABILIZAÇÃO DO COORDENADOR LÍDER POR INFRAÇÃO AO DEVER DE INFORMAR: COMO INDENIZAR OS DANOS DOS INVESTIDORES?

Dissertação de Mestrado apresentada na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas na linha de pesquisa "Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico Social" como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento.

Orientador: André Rodrigues Corrêa

HANDEMBA MUTANA POLI DOS SANTOS

SÃO PAULO, 2011

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

A RESPONSABILIZAÇÃO DO COORDENADOR LÍDER POR INFRAÇÃO AO DEVER DE INFORMAR: COMO INDENIZAR OS DANOS DOS INVESTIDORES?

HANDEMBA MUTANA POLI DOS SANTOS

SÃO PAULO, 2011

RESUMO

O presente trabalho analisa a aplicabilidade dos regimes de responsabilidade civil para indenizar os investidores por danos decorrentes de infrações do coordenador líder de oferta pública de ações. A responsabilização desse agente tem por base o dever de agir com elevado padrão de diligência para: (i) assegurar a qualidade das informações; (ii) divulgar informações de forma que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada; e (iii) atuar em conformidade com o princípio da boa-fé. Para tanto, serão estudados os regimes de responsabilidade civil subjetiva, fundado na conduta culposa do coordenador líder, e de responsabilidade objetiva, com base no Código de Defesa do Consumidor e no risco da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações. Pretende-se, por fim, identificar o regime mais apropriado para a reparação dos investidores.

Palavras-chave: oferta pública de ações; coordenador líder; processo de diligência; dever de informar; transparência; prospecto; formulário de referência; responsabilidade civil; indenização.

ABSTRACT

This paper paper analyzes the applicability of civil liability regimes to compensate investors for damages arising from violations of the lead underwriter of initial public offering. The accountability of this agent is based on the duty to act with high standards of care to: (i) ensure the quality of information, (ii) disclose information in a manner that allows the investor make an informed decision, and (iii) act in accordance with the principle of good faith. For this, we studied the regimes of liability subjective, based on the wrongful conduct of the lead underwriter, and strict liability based on the Consumer Protection Code and the risk of financial intermediation activity in public offerings. It is intended to eventually identify the most appropriate regime for compensate the investors.

Keywords: initial public offering, lead underwriter; due diligence process, duty to inform; transparency; prospectus, liability, damages.

SUMÁRIO

Abreviações 6
Introdução 7
PARTE I – A APLICABILIDADE DOS REGIMES DE RESPONSABILIDADE CIVIL À INFRAÇÃO AO DEVER DE INFORMAR DO COORDENADOR LÍDER E OS RISCOS DA ATIVIDADE DE INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA EM OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES 38
1 A responsabilização pela conduta culposa do coordenador líder 42
2 O risco da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas iniciais 76
3 Existe relação de consumo entre o coordenador líder e o investidor? 92
PARTE II - DESDOBRAMENTOS DA RESPONSABILIZAÇÃO DO COORDENADOR LÍDER POR INFRAÇÕES AO DEVER DE INFORMAR 108
4 Os tipos de danos indenizáveis e os sujeitos ativos para propor ação indenizatória 109
5 Quais são os efeitos da responsabilização? 118
Síntese das conclusões alcançadas 141
Referências 145
Anexos 168

Abreviações

Os termos indicados abaixo possuem os seguintes significados:

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.
AMEC	Associação dos Investidores do Mercado de Capitais
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias, Futuros e Valores de São Paulo
CDC	Código de Defesa do Consumidor.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
IPO	*Initial Public Offering*, traduz-se em Oferta Públicas Iniciais.
POSI	*Public Offering Securities Insurance*.
OAB	Ordem dos Advogados do Brasil

Introdução

O presente estudo tem por finalidade identificar o regime de responsabilidade mais adequado para indenizar os acionistas por danos decorrentes de infrações do coordenador líder de oferta pública de ações quanto ao dever de agir com elevado padrão de diligência para assegurar a qualidade das informações, de divulgar o prospecto e o formulário de referência de maneira que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada e atuar em conformidade com o princípio da boa-fé objetiva.

Nesse sentido, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o coordenador líder é o responsável por tomar todas as cautelas necessárias e agir com elevado padrão de diligência,[1] respondendo por não assegurar que "as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta".[2] Embora a responsabilidade do coordenador líder esteja expressa na Instrução nº 400/2003 da CVM, há um intenso debate envolvendo acadêmicos, profissionais do mercado e a mídia sobre como responsabilizá-lo.[3]

Os advogados e os ex-presidentes da CVM, Marcelo Trindade, Luiz Leonardo Cantidiano, Francisco da Costa e Silva e o advogado e acadêmico Nelson Eizirik, concordam sobre a premissa de que falta uma regulação mais específica e adequada para responsabilizar os intermediários financeiros de ofertas públicas de ações. Entretanto, eles divergem sobre qual medida deve ser tomada para sanar as dificuldades na responsabilização desses agentes.[4]

---

[1] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. 56, § 4.º Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[2] *Ibidem*, art. 56, § 1.º.
[3] MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário>. Último acesso em: 11 jun. 2010.
[4] MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário>. Último acesso em: 11 jun. 2010. Cf. também: TRINDADE, Marcelo. Responsabilidade dos Intermediários na Distribuição de Produtos de Investimento. *In*: Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais, 5º, 2008, São Paulo. Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais. Disponível em:

Para Marcelo Trindade não há instrumentos na legislação que permitam ressarcir os danos dos investidores. Ele defende a revisão da Lei 6.385/1976 com a criação de norma específica para os intermediários, sugerindo também uma regra específica para inversão do ônus da prova.[5]

Luiz Leonardo Cantidiano discorda da revisão legal. Para ele, "o caminho de alteração da lei via Congresso Nacional pode ser tortuoso e demorado, além de, muitas vezes, não atingir o efeito esperado". Francisco da Costa e Silva também discorda sobre a possibilidade de alteração legal. Entretanto, sugere uma atuação administrativa mais efetiva e rápida da CVM.

Nelson Eizirik, principal estudioso do tema, confirma em seus estudos a premissa de que não há um regime de responsabilidade eficiente para indenizar prejuízos dos investidores, descartando a possibilidade de aplicação da Lei 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor) e da Lei 10.406/2002 (Código Civil) pela utilização da responsabilidade objetiva e da responsabilidade subjetiva.[6]

Ele sugere uma solução que consiste no "reconhecimento da presunção de culpa do *underwriter*[7] nos casos em que os investidores forem lesados pela ausência de informações inverídicas nos documentos relacionados à oferta pública", ocorrendo, assim, a inversão do ônus da prova.

Sugere-se também a utilização de regras específicas nos moldes do tratamento dado às empresas de auditoria independente pela Lei 6.385/1976.[8] De acordo com o § 2.º do art. 26 da Lei 6.385/1976:

<http://www.anbid.com.br/documentos_download/5sem_direito/marcelo_trindade.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2010.

[5] *Ibidem*.

[6] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

[7] *Underwriter* é a denominação utilizada nos Estados Unidos para nomear os coordenadores de ofertas públicas.

[8] MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário>. Último acesso em: 11 jun. 2010.

> Art. 26. Somente as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes, registrados na Comissão de Valores Mobiliários poderão auditar, para os efeitos desta Lei, as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários.
>
> [...]
>
> § 2.º As empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes responderão, civilmente, pelos prejuízos que causarem a terceiros em virtude de culpa ou dolo no exercício das funções previstas neste artigo.[9]

Este estudo rejeita a premissa de que não há instrumentos jurídicos ou de que a regulação é vaga e lacunosa, e, por isso, seria necessária uma alteração para tornar-se mais específica e adequada para responsabilização dos coordenadores de ofertas públicas de ações. Entendemos que seja possível sustentar a aplicação dos regimes de responsabilidade civil, por meio de uma análise aprofundada dos pressupostos normativos.

Ademais, embora a Lei 6.385/1976 apresente uma previsão específica da responsabilidade das empresas de auditoria contábil e dos auditores contábeis independentes, ela não acrescenta nem difere do que está estabelecido no art. 186 do Código Civil, apenas pontua as empresas de auditoria como responsáveis.

O *caput* do art. 927 combinado com o art. 186 do Código Civil dispõe que aquele que por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito e fica obrigado a repará-lo. Portanto, não é necessária a inclusão de uma previsão específica semelhante à regra das empresas de auditoria.

Um dos fundamentos das regras de responsabilidade consiste na ideia de segurança social[10], razão essa que, no âmbito do mercado de capitais, encontra reforço na necessidade de proteção da poupança popular. De acordo com Roberto Quiroga, a

[9] BRASIL. Lei 6.385 de 07 de setembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 de abr. 2010.

[10] Judith Martins-Costa indica também como fundamentos das regras de responsabilidade a reprovação ética à injustiça e violação de direitos alheios, a ideia de segurança social e confiança legítima. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 93.

poupança popular é um substrato da existência do mercado financeiro e de capitais. [11] Dada sua relevância, existe o princípio da proteção da economia popular que consiste na pedra basilar do direito do mercado financeiro e de capitais.[12]

De acordo com Hugo Nigro Mazzili, há sério abalo na captação de poupança ou na confiança do mercado sempre que ocorrem falhas de gravidade no sistema econômico ou jurídico.[13] Portanto, garantir o direito de indenização dos acionistas consiste numa forma de proteger a poupança popular, além de zelar pela credibilidade do mercado e o desenvolvimento econômico do país.

Os coordenadores líderes de ofertas públicas de ações são as instituições intermediárias que atuam diretamente com a poupança popular e contribuem significativamente para o desenvolvimento do mercado de capitais e, consequentemente, para o crescimento econômico. Pois, nesse mercado, o sistema social envolve agentes que participam da expansão e manutenção da capacidade produtiva empresarial.[14]

O pleno exercício da atividade de intermediação financeira nas ofertas direciona a poupança popular para as atividades empresariais mais produtivas da economia de forma confiável, transparente e juridicamente segura para o investidor. Esse conjunto de fatores é indispensável para a expansão do nível de investimento e para o crescimento econômico do País.

A ideia de desenvolvimento possui três dimensões:[15] (i) incremento da eficácia do sistema social de produção; (ii) a satisfação de necessidades elementares da população; e (iii) a consecução de objetivos a que almejam grupos dominantes de uma sociedade e que competem na utilização de recursos escassos. De acordo com Celso Furtado, esta

[11] MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 263-265.
[12] *Idem*, *Ibidem*. 263-265.
[13] MAZZILLI, Hugo Nigro. *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686.
[14] Por agentes econômicos entendem-se todas as pessoas e formas de organização (indivíduos, empresas e governo) com capacidade de tomar decisões. ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 1. Por mercado de capitais entende-se o mercado acionário e as operações com título de dívidas. NOBREGA, Mailson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; PASQUAL, Denise de. *O Mercado de Capitais:* Sua importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, mai. 2000.
[15] FURTADO, Celso. *Introdução ao Desenvolvimento* – Enfoque Histórico Estrutural. Rio de Janeiro: Paz e Terra, p. 21-22.

última é a mais ambígua porque "aquilo que aspira um grupo social pode parecer para outros simples desperdício de recursos".[16]

A dimensão do aumento da eficácia do sistema social de produção, analisado isoladamente, condiz com o conceito de crescimento econômico. Para Alexandre Assaf Neto,[17] crescimento econômico "envolve a expansão quantitativa da capacidade produtiva de um país no longo prazo".

Armando Castellar,[18] não entrando no mérito do conceito de desenvolvimento, estabelece também como condição para o crescimento econômico a qualidade das políticas públicas e das instituições que devem garantir a manutenção dos contratos e dos direitos de propriedade. Nesse mesmo contexto, ele entende que boas instituições favorecem os investimentos e evitam riscos de instabilidades políticas e inseguranças econômicas.[19]

Nesse sentido, existem diversas variáveis condicionantes do crescimento econômico. Contudo, parece-nos inviável pensar o crescimento econômico desvinculado do mercado de capitais, da poupança popular e de seus agentes atuantes. De acordo com Assaf Neto:[20]

> [...] o objetivo de crescimento e desenvolvimento econômico pelos países elevou a importância do sistema financeiro nacional, por meio principalmente de seu aporte de liquidez ao mercado e oferta diversificada de recursos para financiamento. Para tanto, foram criados instrumentos financeiros mais sofisticados e uma rede mais qualificada de intermediários financeiros com grande penetração no mercado.

[16] *Idem*, *Ibidem*. p. 21-22.
[17] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8.
[18] PINHEIRO, Armando Castelar. *Judiciário e Economia do Brasil*. Sumaré, 2000, p. 19.
[19] "Investimento representa a ampliação de capital em alternativas que promovem o aumento efetivo da capacidade produtiva de um país, determinando maior capacidade futura de gerar riqueza (rendas). O investimento pode ocorrer em bens de capital (máquinas, equipamentos etc.), denominado formação bruta de capital fixo, e em estoque. É importante ressaltar que o conceito de investimento em uma economia vincula-se à criação de riqueza, e não simplesmente à transferência de propriedade de um bem. Adquirir ações em Bolsa de Valores, por exemplo, não pode ser interpretado como investimento dentro do conceito econômico. Por se tratar de mercado secundário, a compra de ações envolve uma simples transferência de posse de valores, sem agregar riqueza à economia. Contudo, se a compra ocorrer, quando do lançamento das ações no mercado, admite-se a criação da riqueza motivada pela canalização direta do capital investido na empresa, sendo considerado investimento no sentido da economia." ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 6.
[20] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8.

A intermediação financeira surgiu da necessidade de se eliminar riscos e reduzir custos, introduzindo no sistema de distribuição agentes especializados na realização de operações nos mercados de capitais e financeiros, especialização esta adquirida pela constância de suas atividades, de forma a atender as necessidades dos demais agentes econômicos que recorrem a esses intermediários na qualidade de clientes.[21] Entre as funções gerais dos intermediários financeiros destacam-se:

(i) mobilização da poupança popular;

(ii) a redução de falhas de mercado relacionadas à economia de escala e assimetria de informações. Pela especialização da prestação de serviços de intermediação, esses agentes reduzem, por exemplo, custos de transação e de aquisição de informações. Ademais, verificam a qualidade das informações que são colocadas à disposição do mercado[22];

(iii) a possibilidade de desenvolvimento de um ambiente que permita a convergência de interesses entre agentes superavitários, que desejam investir, e as unidades deficitárias, que almejam se financiar, considerando-se o porte das instituições envolvidas, suas necessidades e seus diferentes graus de aversão a risco[23];

(iv) promoção de "liquidez do mercado ao viabilizarem aplicações e captações financeiras com diferentes expectativas de prazos"[24] e;

(v) a de prover instrumentos de proteção para os participantes do mercado, inclusive investidores[25].

Entre as funções dos intermediários destacadas acima, a proteção dos investidores e a mobilização da poupança popular são de grande relevância para o desenvolvimento de um país.

---

[21] YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de mercado de capitais.* Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2007, p. 145.
[22] *Idem*, *Ibidem*. p. 145.
[23] *Idem*, *Ibidem*. p. 145.
[24] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 9.
[25] YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de mercado de capitais.* Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2007.

Segundo La Porta *et al*., a proteção dos acionistas é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais.[26] Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários impõe uma série de exigências para assegurar a proteção do público investidor e do mercado em geral, de forma que prevaleça um tratamento equitativo aos ofertados e cumpram-se os requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação das informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.[27]

Em relação à poupança popular, trata-se de um fundo financeiro que fomenta todo o processo produtivo do mercado de capitais por meio dos diversos instrumentos da intermediação financeira.[28] A poupança popular consiste na parcela da renda não consumida numa sociedade que tem economia em equilíbrio.[29] Trata-se dos recursos que podem ser utilizados em atividades produtivas que podem aumentar ainda mais a renda de um país.[30]

De acordo com Assaf Neto,[31] "os intermediários financeiros captam a poupança disponível e a reconduzem ao sistema produtivo da economia mediante diversas formas de créditos, contribuindo para a expansão do nível de investimento e a oferta de bens e serviços", bem como para desenvolvimento e crescimento do País.

De acordo com Maílson da Nobrega *et al*.,[32]

> Todos os países desenvolvidos ou em processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança, alta eficiência na sua intermediação ou uma combinação dessas duas virtudes. O crescimento econômico está associado, assim, a elementos incentivadores da formação de poupança e de sua intermediação eficiente, que a torne acessível para quem investir.

Visando proteger a poupança popular e a atividade de intermediação, o art. 4.º da lei 6.385/1976 estabeleceu que o "Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores

[26] LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Law and Finance*, The Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.
[27] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400, de 27 de dezembro de 2003. Art. 1.º. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[28] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8.
[29] PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. São Paulo: Atlas, 2009, p. 6.
[30] *Idem*, *Ibidem*. p. 6.
[31] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8.
[32] NOBREGA, Mailson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; PASQUAL, Denise de. *O Mercado de Capitais:* Sua importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, mai. 2000.

Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários". Portanto, é notável a destacada importância da poupança popular para o mercado de capitais e para o desenvolvimento econômico.

Outra variável importante, destacada por Maílson da Nobrega *et al*. trata-se da intermediação financeira que é função integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. De acordo com o art. 15 da lei 6.385/76 os agentes participantes do sistema de distribuição são:

- Instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários;
  - como agentes da companhia emissora; e
  - por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado.
- Sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revendê-los por conta própria;
- Sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;
- as bolsas de valores;
- entidades de mercado de balcão organizado;
- as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros ; e
- As entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.[33]

Apesar da lista de participantes possuir diversos agentes, para constituir-se uma companhia por subscrição pública é indispensável a intermediação de *instituição financeira*,[34] conforme previsto no art. 82 da Lei 6.404/1976: "A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira".

O conceito de instituição financeira está definido no art. 17 da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, como "[...] as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham

[33] BRASIL. Lei 6.385 de 07 de setembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[34] *Idem, Ibidem.*

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". Pessoas físicas também podem ser equiparadas às instituições financeiras desde que exerçam qualquer uma das atividades descritas acima, de forma permanente ou eventual.[35]

No arranjo do sistema financeiro brasileiro, as principais instituições financeiras estão constituídas sob a forma de banco múltiplo[36]. Outras instituições apresentam certo grau de especialização, conforme descritas abaixo:

- **Bancos comerciais:** captam principalmente depósitos à vista e depósitos de poupança e são tradicionais fornecedores de crédito para as pessoas físicas e jurídicas, especialmente capital de giro no caso das empresas;
- **Bancos de investimento:** que captam depósitos a prazo e são especializados em operações financeiras de médio e longo prazo;
- **Caixas econômicas:** que também captam depósitos à vista e depósitos de poupança e atuam mais fortemente no crédito habitacional;
- **Bancos cooperativos e cooperativas de crédito:** voltados para a concessão de crédito e prestação de serviços bancários aos cooperados, quase sempre produtores rurais;
- **Sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo:** também voltadas para o crédito habitacional;
- **Sociedades de crédito e financiamento:** direcionadas para o crédito ao consumidor; e
- **Empresas corretoras e distribuidoras:** com atuação centrada nos mercados de câmbio, títulos públicos e privados, valores mobiliários, mercadorias e futuros.[37]

Embora a definição de instituição financeira apresentada possa ser entendida como extremamente ampla em função da pouca clareza e excessiva abrangência, como apontaram alguns estudiosos,[38] para a instituição financeira funcionar é necessária prévia autorização do Banco Central do Brasil ou decreto do Poder Executivo (quando forem estrangeiras), conforme previsto no art. 18 da Lei 4.595/1976. Também

[35] BRASIL. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Art. 17. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivilimo /leis/L4595.htm>. Último acesso em: 28 abr. 2010.
[36] Banco universal, que oferece ampla gama de serviços bancários.
[37] BACEN (Banco Central do Brasil). Sistema de Pagamentos Brasileiro: O papel dos intermediários financeiros. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SPBINTER>. Último acesso em: 28 abr. 2010.
[38] PAULIN, Luis Alfredo. Responsabilidade do administrador de instituição financeira, em face da lei bancária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXVI, n. 100, p. 196-206, abr.-jun. 1998; e SIMONI, Liane Maia. O regime jurídico dos administradores de instituições financeiras. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXVI, n. 44, p. 28, out.-dez. 1981.

dependem de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários para o exercício da atividade de distribuição de valores mobiliários e compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria no mercado, de acordo com o art. 16 da Lei 6.385/1976.

Ainda sobre as exigências legais para exercer a atividade de distribuição, o § 4.º do art. 19 da Lei 6.385/1976 estabelece que "nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão e que a emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira". O sistema mencionado refere-se ao sistema de distribuição de ativos e/ou valores mobiliários.

O § 2.º da Instrução da CVM n. 400/2003 confirma o requisito fundamental de participação da instituição financeira ao destacar que:

> [...] a distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ("Instituições Intermediárias"), ressalvada a hipótese de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4.º.[39]

Portanto, notamos que não são todas as instituições integrantes do sistema de distribuição que podem intermediar a distribuição pública de valores mobiliários. É necessária a participação de instituições financeiras que componham o sistema de distribuição de valores mobiliários, quais sejam: os bancos de investimentos, as sociedades corretoras e as sociedades distribuidoras.[40]

Os bancos de investimentos são os principais participantes das ofertas públicas de valores mobiliários. A Resolução 2.624/1999 do Conselho Monetário Nacional estabeleceu seus objetivos, como devem ser constituídos e as principais operações que realizam.

> [...] os bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Investimento". Não possuem

[39] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[40] EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. São Paulo: Renovar, 1992, p. 34.

> contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos.[41]

Ademais, cabe ressaltar que, de acordo com a Resolução 1.058/1985, os bancos comerciais podem atuar, a título de prestação de serviços, na distribuição pública de valores mobiliários, sendo limitada a prestação à intermediação na distribuição pública, primária ou secundária, de valores mobiliários. Vedou-se a prestação de serviço para garantir a subscrição ou aquisição de valores mobiliários, em contrato de distribuição pública, primária ou secundária.[42] Portanto, não é permitida aos bancos comerciais a participação em colocação pública prestada na modalidade de garantia firme.[43]

Com efeito, existe uma racionalidade para justificar a participação dos bancos comerciais na colocação pública de valores mobiliários com esse formato. Dado o incremento do nível de capilaridade do sistema de distribuição, de vez que, por meio de suas agências, eles podem disseminar com maior facilidade os ativos, em locais onde os bancos de investimentos, corretoras ou distribuidoras não mantêm dependências.[44]

Os intermediários financeiros, discutidos acima, recebem outra denominação quando participam de ofertas públicas de valores mobiliários. São chamados de coordenadores, que correspondem ao conjunto de intermediários financeiros (bancos de investimentos, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras) que atuam em uma determinada operação de oferta pública de valores mobiliários.

Os coordenadores dividem-se em coordenador líder, coordenadores da oferta e coordenadores contratados, dependendo das obrigações assumidas na oferta pública. Recaem sobre os coordenadores líderes as principais obrigações estabelecidas pela

---

[41] CMN (Conselho Monetário Nacional). Resolução 2.624 de 29 de julho de 1999, art. 1º. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=099172123&method=detalharNormativ>. Último acesso em: 28 abr. 2010.

[42] CMN (Conselho Monetário Nacional). Resolução 1.058 de 30 de outubro de 1985, incisos I, II e III. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=085006607&method=detalharNormativo>. Último acesso em: 28 abr. 2010.

[43] As modalidades de garantia serão explicadas com mais detalhes no capítulo 2.

[44] EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. São Paulo: Renovar, 1992, p. 36.

CVM em relação à companhia, à CVM e aos investidores, por exemplo, as definidas pelo art. 37 da instrução CVM 400/2003.[45]

Os coordenadores da oferta constituem o grupo de intermediários que também exercem algumas obrigações previstas no art. 37, referido acima, bem como assinam o Termo de Adesão ao Contrato de Distribuição. Os coordenadores contratados têm como principal obrigação auxiliar na distribuição das ações. Os coordenadores também recebem a denominação de *underwriters*, termo utilizado para se referir as instituições financeiras intermediárias no mercado norte-americano.

Dada a relevância dessa instituição intermediária no contexto do mercado de capitais e da mobilização da poupança popular, faz-se necessário compreender a atuação dos coordenadores líderes na abertura de capital das empresas que, para efeitos da lei 6.404/1976, está intrinsecamente relacionada com a admissão à negociação de valores mobiliários pela CVM.

Dispõe o art. 4.º: "[...] a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários".[46] Nessa mesma linha, entende a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

[45] Art. 37. Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações: I - avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; II - solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição (art. 7º); III - formar o consórcio de distribuição, se for o caso; IV - informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um; V - comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão; VI - remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo do Anexo VII; VII - participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto (art. 38) e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º; VIII – publicar, quando exigido por esta Instrução, os avisos nela previstos; IX - acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; X - controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição; XI - suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro; XII - sem prejuízo do disposto no inciso XI, comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou irregularidade ali mencionados à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis, nos termos do art. 19; e XIII - guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto. CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

[46] BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. art. 4. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

de São Paulo (BM&FBovespa) que "companhia aberta é aquela que pode ter seus valores mobiliários negociados".[47]

Para negociar valores mobiliários publicamente é necessário prévio registro na CVM, conforme estabelece o § 4.º do art. 19 da Lei 6.385/1976. Portanto, o "[...] primeiro procedimento para abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários".[48] Nesse sentido, a abertura de capital consiste no procedimento pelo qual a companhia emissora adquire a qualificação jurídica necessária para negociar os valores mobiliários, condição que é atingida com o registro de companhia aberta concedido pela CVM. Abrir o capital é estar apto a negociar valores mobiliários.

Adicionalmente, as companhias podem solicitar a autorização para ofertar publicamente ações e, por ser a primeira colocação pública de ações, a operação é conhecida como Oferta Pública Inicial ou IPO.[49] Esses dois registros permitem à companhia listar suas ações na BM&FBovespa. Entretanto, é necessário que a empresa obtenha o registro para listagem das ações à BM&FBovespa.

Desse modo, existem três registros distintos e essenciais para realizar a distribuição das ações na BM&FBovespa: (i) registro de companhia aberta concedido pela CVM; (ii) registro de autorização para negociar as ações; e (iii) registro para listagem das ações na BM&FBovespa.

O processo de oferta pública de valores mobiliários pode ser dividido em 12 etapas[50] e tem início com as seguintes atividades: (i) análise preliminar da conveniência da abertura; (ii) escolha do auditor independente; (iii) escolha do coordenador líder.

---

[47] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010, p. 4.
[48] *Ibidem*, p. 4.
[49] *Ibidem*, p. 4.
[50] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010, p.5.

A 1.ª etapa consiste na definição das características da oferta pelo coordenador líder e companhia ofertante. Dependendo do assunto, a auditoria independente e os consultores jurídicos podem estar envolvidos.[51]

A elaboração da minuta do contrato de distribuição caracteriza a 2.ª etapa. Contudo, esse documento é alterado ao longo do processo de oferta pública até o momento da obtenção do registro da CVM na 9.ª etapa. Participam da elaboração do contrato o coordenador líder, os coordenadores da oferta, a companhia ofertante e, dependendo do assunto, a auditoria independente e consultores legais.[52]

O contrato de distribuição[53] é requisito obrigatório para a formalização do relacionamento do ofertante com as instituições intermediárias.[54] Na prática do mercado, a denominação utilizada desse instrumento é Contrato de Colocação e, quando há esforços de colocação ou oferta no exterior, é chamada de *Placement Facilitation Agreement.*

Nesse instrumento deverão constar,

> [...] todas as formas de remuneração devidas pelo ofertante, bem como toda e qualquer outra remuneração ainda que indireta, devendo dele constar a política de desconto e/ou repasse concedido aos investidores, se for o caso, suportado pelas Instituições Intermediárias.[55]

O contrato caracteriza-se como um ajuste bilateral, não solene, comutativo e de trato sucessivo. É bilateral porque estabelece obrigações para todas as partes, para a companhia emissora e para os coordenadores. Não solene por não existir nenhum requisito de formalidade para a sua concretização. A comutatividade é característica na medida em que as prestações são conhecidas e compensam-se umas com as outras,

[51] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010.
[52] *Idem, Ibidem* e cf. informações dos contratos de distribuição.
[53] Contrato de Distribuição é o nome definido na Instrução 400/2003. O Mercado adota o nome de Contrato de Colocação para a distribuição no mercado nacional e *placement facilitation agreement* quando da colocação no mercado internacional.
[54] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[55] *Idem*, *Ibidem*. art. 33 § 1.º.

cabendo ao coordenador líder receber as comissões acordadas e, em contrapartida, realizar prestações certas e devidamente acordadas com o ofertante.[56]

O contrato de distribuição, após o início da oferta, somente poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM e no que se limita a: (i) remuneração paga pelo ofertante; (ii) procedimento de distribuição; (iii) alteração das condições de distribuição, no tocante à emissora ou ofertante; (iv) exclusão ou redução de garantia de distribuição dos valores mobiliários no mercado (garantia firme) pelas Instituições Intermediárias contratadas; e (v) substituição ou exclusão de Instituições Intermediárias.[57]

Importante destacar que normalmente são quatro consultores jurídicos que fazem parte da operação. Dois contratados pela companhia e dois contratados pelo coordenador líder, e um escritório de advocacia presta serviços de consultoria quanto ao direito brasileiro e o outro presta serviços quanto ao direito estrangeiro ou estadunidense, como ocorre em grande parte das operações. Portanto, tanto a companhia quanto o coordenador líder recebem assessorias jurídicas do direito brasileiro e estrangeiro.

A 3.ª etapa consiste na adaptação do estatuto e outros procedimentos legais, com a participação do coordenador líder, companhia ofertante e consultores legais.[58]

A 4.ª etapa cuida de uma das fases mais importantes e consiste na elaboração do prospecto e do formulário de referência[59]. O coordenador líder possui uma obrigação essencial a ser prestada perante o mercado, que é a de participar ativamente da

[56] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 66.
[57] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Art. 35. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[58] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010.
[59] O Anexo III da Instrução CVM nº 400/2003 que contém as informações detalhadas que deveriam constar no prospecto foi substituído pelo Formulário de Referência. As seções relativas ao emissor do Anexo III passam a ser informadas no Formulário de referência, tendo em vista que se prestará ao fornecimento de informações no momento da oferta de distribuição, conforme o art. 24 da Instrução 480, de 07.12.2009, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e de acordo com o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N.° 03/2010, de 12.03.2010. Instrução CVM 480 de 07 de dezembro de 2009. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 11 jan. 2011.

verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações que são disponibilizadas ao mercado.[60]

As 5.ª e 6.ª etapas consistem no processo de registro de companhia aberta, da oferta pública e da listagem junto à CVM e à BM&Fbovespa. Envolvem a participação do coordenador líder, da companhia emissora e dos coordenadores líderes.[61]

A 7.ª etapa é composta pelo aviso ao mercado da oferta e pela realização do *roadshow*, que trata-se de uma atividade de apresentação da companhia e reunião com potenciais acionistas.[62]

A 8.ª etapa envolve o período de reserva de subscrição dos valores mobiliários pelos investidores e *bookbuilding*, que consiste na coleta de intenções de aquisições das ações conduzida pelos coordenadores da oferta junto aos investidores qualificados. Após esse procedimento, é fixado o preço do ativo.

A 9.ª etapa é marcada pela obtenção do registro para realização da oferta pública e anúncio do início da distribuição pública dos valores mobiliários da companhia ofertante. Nessa fase apenas o coordenador líder participa.[63]

A 10.ª etapa é a fase de subscrição e liquidação dos valores mobiliários na bolsa de valores que envolve a participação do coordenador líder, da companhia ofertante e dos investidores. A 11.ª etapa marca o início das negociações dos investidores na bolsa de valores e a 12.ª, o fim da distribuição com o anúncio de encerramento feito pelo coordenador líder.[64]

---

[60] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. §.º1Art.56. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[61] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010.
[62] SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O'CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. *The Initial Public Offering*. New York: Bowne & Co., 2004, p 182.
[63] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010.
[64] *Idem*, *Ibidem*.

Quadro 1.

RESUMO DAS ETAPAS DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES									
1.ª etapa									
		2.ª etapa							
3.ª etapa									
	4.ª etapa								
			5.ª etapa						
			6.ª etapa						
					7.ª etapa				
						8.ª etapa			
								9.ª etapa	
								10.ª etapa	
								11.ª etapa	
									12.ª etapa

Fonte: BM&Fbovespa, 2009.

A partir da descrição do processo de oferta pública podemos notar a presença do coordenador líder em todas as etapas e verificar quais delas em que o coordenador líder presta um serviço diretamente para o investidor, como a realização da *due diligence*, visto que a realização de uma *due diligence*, tomando todas as cautelas necessárias e adotando altos padrões de diligência, pode evitar a ocorrência de danos aos investidores e a poupança popular. O Caso Agrenco Ltd. nos permite compreender a extensão dos danos que podem ser sofridos pelos investidores, pela empresa e pelo mercado.

Assim, o caso da companhia Agrenco Ltd. teve grande repercussão na economia e na mídia na medida em que expôs algumas fragilidades do nosso sistema regulatório brasileiro. Embora seja um caso singular do mercado de capitais brasileiro, ele merece atenção, pois a companhia fez uma oferta pública de valores mobiliários e obrigatoriamente passou por um processo de *due diligence*.

No ano de 2007, o mercado de capitais atingiu seu maior número de ofertas públicas iniciais ocorridas durante um ano, totalizando 64 ofertas.[65] Foi o período de maior volume de negociações de ações do mercado de capitais brasileiro. A companhia Agrenco Ltd., (“Agrenco”), foi uma das companhias que realizaram ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

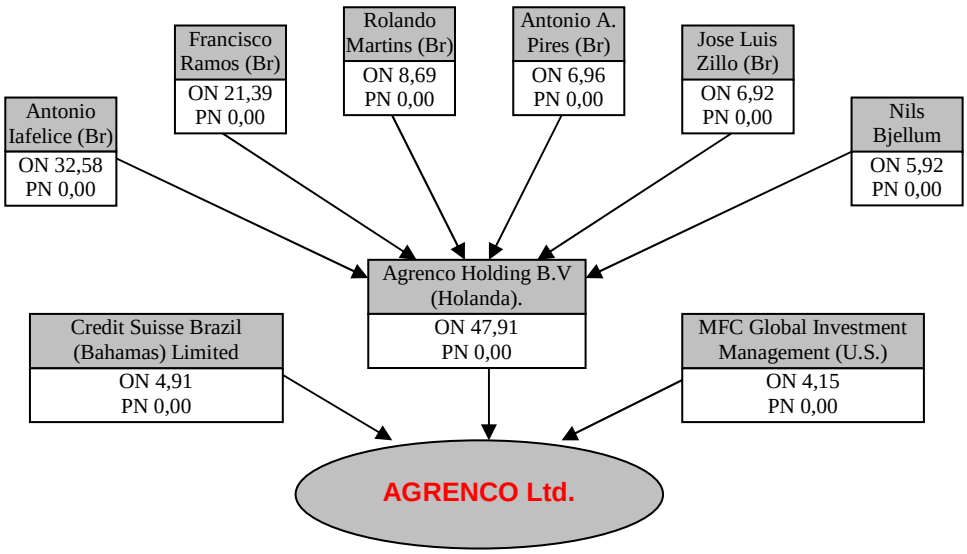
[65] BM&Fbovespa. *Listagens Recentes*: Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?Idioma=pt-br>. Último acesso em: 08 out. 2010.

A Agrenco atuava nos setores de agronegócio e biocombustível em âmbito mundial, participando de toda a cadeia de valor do agronegócio. “Atende a todo o ciclo, da produção ao consumo, de produtos agrícolas com financiamento para produtores e consumidores, originação, rastreamento, armazenagem, logística, operações portuárias, afretamento, exportação e distribuição”.[66]

A Agrenco iniciou suas atividades em 1992 na França. Entre 2004 e 2007 ela expandiu suas atividades pela Europa, Ásia e América do Sul, por meio da criação de filiais e aquisições de controle de empresas no Reino Unido, Holanda, Itália, Portugal, Malta, Suíça, Noruega, Polônia, Singapura, Argentina, Paraguai, além de estreitar relações comerciais com o Japão e China.[67]

A companhia passou por diversas reorganizações societárias, completando o processo com a constituição, no final de 2005, da *holding* do Grupo sob a denominação Agrenco N.V. e, embora tenha sede na Holanda, seus acionistas são brasileiros, como mostra o organograma abaixo. [68]

Figura 1.
Estrutura Acionária da Agrenco[69]



[66]AGRENCO GROUP. *PERFIL*. Disponível em: <http://www.agrencogroup.com/portal/DesktopDefault.aspx>. Último acesso em: 7 abr. 2010.
[67]*Idem, Ibidem*.
[68]*Idem, Ibidem*.
[69] *Idem, Ibidem*, ON significa ações ordinárias e PN ações preferenciais.

A Agrenco iniciou a negociação de Certificados de Depósitos de Ações (*Brazilian Depositary Receipt*, BDR) em 25 de outubro de 2007. Em 20 de junho de 2008, após aproximadamente oito meses do início da listagem na BM&FBovespa, a empresa divulgou ao mercado, por meio de fato relevante,[70] a prisão, pela Polícia Federal, de três executivos da companhia: o presidente do conselho de administração e diretor presidente; o diretor operacional; e o diretor de relações institucionais e membro do conselho de administração.[71]

O caso chegou ao conhecimento da Polícia Federal por fazer parte da Operação Influenza e devido a um processo de investigação que durou quatro anos.[72] "A Operação Influenza apurava suspeitas de crime contra o sistema financeiro, lavagem de dinheiro, formação de quadrilha, falsidade ideológica e improbidade administrativa."[73] Além do desvio de recursos e fraude contábil, o grupo Agrenco estaria envolvido em fraudes de licitações, estelionato e crimes tributários.

O processo corre em segredo de justiça. Entretanto, a Agrenco divulgou a decisão da Juíza de Direito da Justiça Federal da Seção Judiciária de Santa Catarina, em relação às solicitações formuladas pela Polícia Federal, em inquérito, para buscar provas que evidenciem a materialidade (ou não) de alegados ilícitos que teriam sido cometidos por determinadas pessoas, que incluem os três ex-executivos da companhia, que foram detidos pelas autoridades judiciárias e policiais.[74]

A referida decisão continha menção de que teria sido emitido documento reconhecendo dívida no valor de US$ 2.600.000,00 junto a Agrenco do Brasil S.A., "maquiando" a

---

[70] *Idem*, *Ibidem*.

[71] AGRENCO GROUP. *Relações com Investidores:* Central de Download. Disponível em: <http://www.agrencogroup.com/portal/DesktopDefault.aspx>. Último acesso em: 10 out. 2010.

[72] SEGALA, Mariana; CORREIA, Vanessa. Mais um susto para os acionistas da Agrenco. Kodja & Company.12 fev. 2010. Disponível em: <http://www.kodja.com.br/item/1/6/58/>. Último acesso: 25 ago. 2010.

[73] DIÁRIO CATARINENSE. Polícia: Operação Influenza. Disponível em: <http://www.pge.sc.gov.br/index.php?option=com_content&task=blogcategory&id=17&Itemid=184&limit=9&limitstart=531>. Último acesso em: 10 out. 2010.

[74] AGRENCO Group. *Carta Resposta à Bovespa*. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/agrenco/web/conteudo_pt.asp?tipo=15659&id=36773&idioma=0&conta=28>. Último acesso em: 10 out. 10.

contabilidade oficial, além do indiciamento sob a suspeita de transação de exportação simulada de soja no valor de, aproximadamente, R$ 2.450.000,00.[75]

Após a prisão dos executivos da Agrenco, os papéis da companhia sofreram uma desvalorização de 46,8%,[76] e posteriormente foram suspensas as negociações na BM&FBovespa. A empresa rapidamente substituiu os diretores que foram presos e anunciou um plano de capitalização por meio de um Memorando de Entendimentos firmado com a Louis Dreyfus Commodities Group ("LDC"), celebrado em 24 de junho de 2008. Pelo referido memorando, a LDC se comprometia a ajudar a empresa a buscar financiamento de R$100 milhões a R$150 milhões como uma alternativa de financiamento estável no curto prazo para manutenção das atividades da companhia.[77]

A Agrenco e sua administração buscaram incessantemente investidores para concluir a capitalização. Com o agravamento da situação financeira da Agrenco, o novo aporte de recursos foi condicionado a um pedido de recuperação judicial em relação às subsidiárias brasileiras da companhia. Não lhe sobrando alternativas, a Agrenco protocolou o pedido na 1.ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo ("1.ª Vara de Falências"), em 27 de agosto de 2008, que foi deferido pelo juiz competente em 23 de setembro de 2008.

Em 11 de fevereiro de 2010, a CVM, nos termos do parágrafo único do art. 52 da Instrução CVM 480/2009, suspendeu o registro de companhia estrangeira de que trata o art. 21 da Lei 6.385/1976 da Agrenco, por ter descumprido, por período superior a 12 meses, suas obrigações periódicas. Além da suspensão, o processo judicial continua tramitando.[78]

Diversas acusações foram apontadas. Contudo, é difícil separar o que se restringe apenas à companhia Agrenco, tendo em vista que o processo ainda está em julgamento. Entre as

[75] *Idem, Ibidem*.
[76] Caiu o disfarce. *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 59, p. 29, jul. 2008.
[77] Carta – Respostas ao Ofício GAE/SAE 1796-08 e Ofício GAE/SAE 1815-08, referentes às Notícias publicadas pela imprensa brasileira, datada de 26 de junho 2008 e Agrenco Group. Comunicado ao Mercado, datado de 16 de julho de 2008. Ambos disponíveis em: <http://www.agrenco.com.br>. Último acesso em: 26 fev. 2009.
[78] CVM. *CVM Suspende Registro da Agrenco Ltd. de companhia estrangeira*. 11 fev. 2010. Disponível em:<www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 10 out. 2010.

infrações indicadas estão:[79] (i) crimes contra o sistema financeiro; (ii) lavagem de dinheiro; (iii) formação de quadrilha; (iv) fraude contábil; (v) falsidade ideológica; (vi) improbidade administrativa; (vii) desvio de recursos; (viii) sonegação fiscal; (ix) remessa ilegal de dinheiro ao exterior; (x) corrupção ativa e passiva; (xi) internação de divisas; (xii) estelionato; e (xiii) operações cambiais ilegais.

A informação sobre a prisão dos três executivos da Agrenco no dia 20 de junho de 2008 causou uma desvalorização de 46,81% dos BDRs. A unidade do BDR custava R$ 1,92 (um real e noventa e dois centavos) no dia 19 e no dia seguinte após a divulgação da prisão, o BDR caiu para R$ 1,25 (um real e vinte e cinco centavos).

A companhia já apresentava um desempenho negativo ao longo da sua trajetória na bolsa de valores. A Agrenco, na abertura de capital, estabeleceu o preço de R$ 10,40 (dez reais e quarenta centavos) e teve negociações próximas de poucos centavos.

A oferta rendeu R$ 666.187.454,40 (seiscentos e sessenta e seis milhões, cento e oitenta e sete mil, quatrocentos e cinquenta e quatro reais e quarenta centavos) à companhia e teve a seguinte participação acionária:[80]

Quadro 2.
Participação acionária no IPO da Agrenco

Tipo de Subscritor/Adquirente	Quantidade de Subscritores/Adquirentes	Quantidade de BDRs Subscritos/Adquiridos
Pessoas Físicas	799	607.103
Clubes de Investimento	6	75.287
Fundos de Investimento	18	1.892.491
Investidores Estrangeiros Qualificados	78	64.613.940(1)
Coordenadores da Oferta Brasileira	1	6.263.057
Instituições Financeiras Ligadas à Companhia e/ou aos Coordenadores da Oferta Brasileira e/ou aos Coordenadores Contratados e/ou aos Participantes Especiais	1	105.676

[79] As infrações encontradas foram indicadas nas seguintes fontes: FREITAS, Tatiana. PF prende executivos da Agrenco por desvio de recursos. *Porta Exame*. Jun. 2008. Disponível em: http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/m0162505.html. Último acesso em: 08 ago. 2010. A NOTÍCIA. PF deflagra Operação Influenza em SC e SP. Jun. 2008. http://www.clicrbs.com.br/anoticia/jsp/default.jsp?uf=2&local=18&section=Geral&newsID=a1987837.xml. VALOR ONLINE. Ações de Agrenco despencam quase 47% após prisão dos controladores. http://www.valoronline.com.br/?online/brasil/5/4998041/acoes-de-agrenco-despencam-quase-47%-apos-prisao-dos-controladores. JB ONLINE. Executivos da Agrenco são presos pela PF. http://jbonline.terra.com.br/extra/2008/06/20/e20067360.html.

[80] CVM. Anúncio de Encerramento de Distribuição Pública Primária e Secundária de Certifcados de Depósito de Ações Ordinárias da Agrenco Ltd. Disponível em: www.cvm.gov.br .

Demais Pessoas Jurídicas	4	1.728
Subtotal	907	73.559.282
BDRs recomprados no âmbito das atividades de estabilização (2)	1	(9.502.796)
Total	908	64.056.486

Fonte: Anúncio de Encerramento da Agrenco Ltd. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.[81]

De acordo com o prospecto da oferta de BDRs, 67,5% da captação na bolsa foi usada para pagar empréstimos e 24,5% para abastecer a empresa de capital de giro. Dos R$ 425,5 milhões dedicados a honrar as dívidas, mais da metade foi destinada ao Credit Suisse, coordenador da abertura de capital, principal credor da companhia.

Como já comentado, a Agrenco encontra-se com o registro suspenso e em recuperação judicial. Os acionistas minoritários encontrarão grandes dificuldades para obter o retorno dos seus investimentos. "No plano aprovado pela Justiça, com anuência dos credores e dos acionistas majoritários, está previsto que, nos próximos 14 anos, todos os recursos gerados pelos ativos no Brasil, que estão representados pelos BDRs, serão destinados para pagar credores".[82]

A partir do que foi apresentado sobre o caso Agrenco Ltd. podemos nos perguntar: Como indenizar os investidores por danos decorrentes de infrações ao dever de informar? Os investidores possuem meios para provar a falta de diligência dos coordenadores líderes na condução do processo de *due diligence*? A atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações oferece riscos somente aos investidores ou pode atingir a higidez do mercado de capitais, as empresas, a economia de mercado e principalmente a mobilização da poupança popular?[83] Quais são os efeitos da responsabilização do coordenador líder?

[81] (1) Inclui 4.964.000 BDRs adquiridos pelo Credit Suisse Securities (Europe) Limited como forma de proteção (hedge) para operações com derivativos de ações realizadas no exterior e (2) Houve atividade de estabilização, mas não foi exercida a Opção de BDRs Suplementares. CVM. Anúncio de Encerramento de Distribuição Pública Primária e Secundária de Certificado de Depósito de Ações Ordinárias da Agrenco Ltd. Disponível em: www.cvm.gov.br.

[82] VALOR ONLINE. Minoritários esperam na fila atrás dos credores. Jul. 2010. Disponível em: http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6383433/minoritarios-esperam-na-fila-atras-dos-credores. Último acesso: 10 out. 2010.

[83] MAZZILLI, Hugo Nigro. *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686.; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991, p. 70. BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 138, abr./jun. 2005, p. 35-52.

Dessa forma, esse trabalho pretende enfrentar essas questões. Para tanto, esta pesquisa amparou-se nos seguintes pressupostos:

1) As normas, leis ou instruções têm uma relação dinâmica com o mercado, com ações e reações estratégicas. Portanto, é fundamental refletir sobre os estímulos gerados nos agentes decorrentes de qualquer alteração jurídica. De acordo com Milhaupt e Pistor, a interpretação, aplicação e exigência do cumprimento também são afetadas por fatores organizacionais.[84]

Os referidos autores entendem que os incentivos gerados, ao longo do tempo, por um regime legal e o modo como esse regime interage com o processo de elaboração, interpretação, aplicação das diretrizes normativa são fundamentais para compreensão do desenvolvimento econômico.[85]

Logo, a aplicação dos regimes de responsabilidade subjetiva e objetiva será investigada pontuando também os incentivos e efeitos gerados nos coordenadores de ofertas públicas de ações.

2) A oscilação dos preços das ações é consequência das informações relevantes concernentes àqueles títulos, disponibilizadas no mercado. De acordo com a teoria da Hipótese do Mercado Eficiente, o preço de uma ação é influenciado pela análise do conjunto de informações relevantes disponíveis aos investidores. A teoria relaciona informações relevantes com alterações no preço das ações.

De acordo com Eugene Fama, a eficiência do mercado consiste:

---

[84] MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina**.** *Law and Capitalism***.** What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world. Chicago, London: Chicago Press, 2008, p. 29-30.

[85] Por exemplo, no início do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, em meados dos anos 60, o governo buscou estimular a compra de ações por meio de benefícios fiscais, dedução de renda bruta para cálculo do imposto de renda retido, isenção de imposto de renda na fonte sobre rendimentos de ações nominativas e redução de imposto de renda sobre dividendo. A intenção do governo era incentivar a compra de ações para prover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A compra de ações de fato ocorreu. Contudo, a falta de cultura de acompanhar o mercado acionário e exigir uma qualidade maior de proteção dos investimentos resultou na compra dos ativos para obter benefícios fiscais, originando a crise das Bolsas de Valores de 1971. MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do "Milagre brasileiro": A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969 – 1971. p. 155-156. Disponível em: <www.scielo.br>. Acesso em: 25 set. 2010.

> Um mercado eficiente é definido como um mercado onde há um grande número de agentes racionais maximizadores de lucros competindo ativamente e tentando prever o valor de mercado dos títulos individuais e onde informações importantes estão disponíveis para todos os participantes a um custo próximo de zero. Em um mercado eficiente, a competição entre muitos participantes inteligentes conduz a uma situação onde, em qualquer momento no tempo, os preços reais dos ativos individuais já refletem os efeitos de informações, tanto com base em eventos que tenham ocorrido no passado ou em eventos que o mercado espera que ocorram no futuro. Em outras palavras, em um mercado eficiente o preço de um ativo será uma boa estimativa do seu valor intrínseco em qualquer momento.[86]

Pode-se dizer, sinteticamente, que um mercado eficiente é aquele que reflete nos preços dos ativos todas as informações disponíveis.[87]

Existem três ajustes possíveis para os preços diante de uma nova informação. Conforme demonstra a figura 2, a reação pode ser imediata, mostrando um mercado eficiente. Neste caso, o preço se ajusta imediatamente à nova informação, não ocorrendo nenhuma outra alteração no preço como mostra a linha em vermelho.

A linha tracejada em azul indica uma reação retardada, decorre-se um período até que o preço se ajuste à nova realidade. Por fim, a linha pontilhada em verde mostra uma reação excessiva que se corrige no decorrer dos dias.

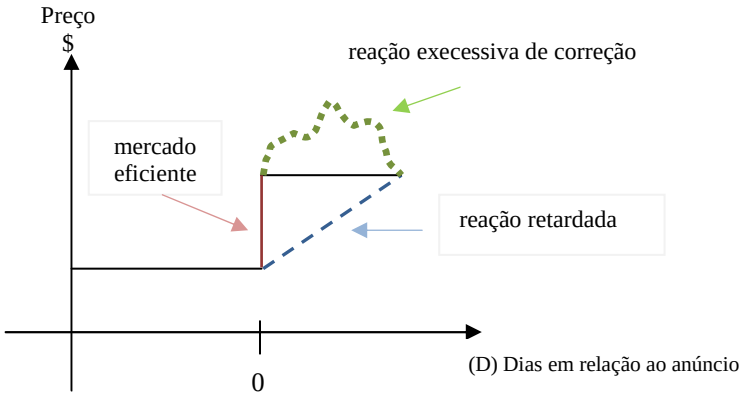
Pode-se dizer que as reações refletidas pelas linhas tracejada e pontilhada representam um mercado ineficiente, pois abre brechas para se auferir lucros até que o preço atinja o equilíbrio ou para consolidar prejuízos, tendo em vista que essa lógica é valida não só quando o preço aumenta, mas quando também diminui.

---

[86] RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. Eficiência de mercado: um estudo de evento – o impacto da nova lei das sociedades anônimas análise do comportamento das ações do Ibovespa no período de 02/01/2001 a 09/04/2001. V SEMEAD: Pesquisa Quantitativa em Finanças. Jun. 2001, disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/5semead/Finan%E7as/Eficiencia%20de%20Mercado.pdf>. Acesso em: 03 jan. 2011, p. 2. *Apud*. FAMA, Eugene. Foundations of Finance. New York: Basic Books, 1976.

[87] RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. Eficiência de mercado: um estudo de evento – o impacto da nova lei das sociedades anônimas análise do comportamento das ações do Ibovespa no período de 02/01/2001 a 09/04/2001. V SEMEAD: Pesquisa Quantitativa em Finanças. Jun. 2001, disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/5semead/Finan%E7as/Eficiencia%20de%20Mercado.pdf>. Acesso em: 03 jan. 2011, p. 2

Figura 2.
Relação do preço com anúncio de informações no mercado em diferentes tipos de eficiência de mercado[88]



Como foi visto acima, a informação pode afetar de maneira distinta o preço de um ativo. De acordo Ribeiro Neto e Famá, a eficiência foi dividida em três formas de acordo com a velocidade de reação dos preços às novas informações: fraca, semi-forte e forte.

> A forma fraca de eficiência se refere a informações passadas que são totalmente refletidas no preço da ação. É a forma menos exigente de eficiência. Informações de cotações passadas são facilmente acessíveis, se fosse possível obter lucros apenas analisando preços passados, todos o fariam, e esse ganho logo desapareceria. [...] Um mercado eficiente no sentido semi-forte, além de incorporar as informações passadas, reflete as informações públicas disponíveis. [...] O mercado eficiente em sua forma forte reflete toda a informação, seja ela pública ou privada, negando a possibilidade de ganhos por *insiders*.

Embora, a pesquisa feita pelos autores aponte que o Brasil é um mercado com ineficiente, essa informação é menos relevante em relação à constatação de que o preço de uma ação reflete as informações disponibilizadas no mercado.

Dessa forma, para este estudo nos interessa saber que as informações relevantes que não foram divulgadas ou foram divulgadas, mas de forma imprecisa, inverídica, incompleta,

[88] ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. & JAFFE, J. J. Administração Financeira – Corporate Finance, São Paulo: Atlas, p. 265. *Apud.*
Atlas, 1995.

ou seja, sem a qualidade necessária para os investidores formarem suas decisões de forma criteriosa, é um fator que afeta o preço das ações.

Esse pressuposto consiste em um elemento importante para a análise do nexo causal entre os danos dos acionistas, desvalorização das ações, e a conduta do coordenador líder, uma vez que esse agente responde pelas informações que são disponibilizadas para o mercado.

O tema do trabalho está delimitado da seguinte forma.

1) *Quantidade e tipos de ofertas públicas de valores mobiliários*

A operação de oferta pública de ações pode ser distribuída de três formas: (i) *distribuição primária*: a empresa emite e vende novas ações ao mercado; (ii) *distribuição secundária*: os sócios ou empresários são os vendedores, tratam-se de ações já existentes; e (iii) *distribuição primária e secundária*: tanto a empresa quanto os sócios são os vendedores.[89]

Quando se trata da primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial, em português, ou IPO (sigla em inglês para *Initial Public Offering*). O estudo limitou-se a analisar os IPOs por se tratar da operação que abrange um número maior e mais diversificado tanto de empresas quanto de investidores.

Escolhendo os IPOs não há riscos de se analisar empresas iguais o que para a pesquisa de concentração de mercado dos coordenadores líderes é um fator relevante, pois caso a delimitação da pesquisa fosse feita apenas pelo valor mobiliário "ação", poderia ocorrer situações de companhias que realizam mais de uma oferta pública com o mesmo coordenador líder. Ademais, os IPOs comportam uma diversificação maior de investidores que podem sofrer danos, por exemplo, pessoas físicas, investidores estrangeiros e fundos de pensão.

[89] BM&FBovespa. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – *Utilizando o mercado de capitais para crescer*. out. 2009. p. 5. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010.

Embora, os dados coletados para a pesquisa empírica sejam dos IPOs não está afastada a hipótese de se obter conclusões para todas as ofertas públicas de ações, pois a atividade realizada pelo coordenador líder é praticamente a mesma em qualquer oferta pública de ações. A escolha pelos IPOs trata-se de um recorte metodológico.

Restringiu-se também a quantidade de ofertas públicas iniciais ao período de suas distribuições entre 01.01.2004 e 01.12.2010. Foram encontradas 127 empresas[90] de capital aberto que realizaram a oferta pública inicial dentro desse período, conforme dados disponibilizados no *website* da BM&Fbovespa.

Quadro 3.
Ofertas públicas iniciais por ano de emissão

ANO DA OFERTA	N° DE IPOs
2004	7
2005	9
2006	26
2007	64
2008	4
2009	6
2010	11
TOTAL	127

A partir de dezembro de 2000, a BM&FBovespa implantou os níveis diferenciados de governança corporativa que impulsionaram o financiamento das companhias abertas, agregando valor e dando liquidez às companhias.[91] O período escolhido abrange o momento de intensa capitalização das empresas e confere com a relação de IPOs disponíveis no *website* BM&FBovespa.[92]

2) Motivo gerador da responsabilização dos coordenadores líderes

Dado a enorme gama de atividades que os coordenadores realizam em ofertas públicas de iniciais, esses intermediários podem ser responsabilizados por diversas razões, tais

[90] Descrição das empresas da amostra conforme processo n°: SP - 2010 - 182 no Anexo.
[91] CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firm's migration to premium listings in Brazil. (Working paper, 2007). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=678282>.
[92] BM&FBOVESPA. *Listagens Recentes*: Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?Idioma=pt-br. Último acesso em: 08 out. 2010.

como: operação fraudulenta, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários, 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.[93]

Contudo, o trabalho focou nas ações de responsabilidade decorrentes de danos aos investidores por declarações inverídicas, imprecisas, incompletas, inconsistentes, não claras de fatos relevantes contidos nos prospectos e no formulário de referência ou argüida ou baseada em qualquer omissão de um fato relevante. Também se limitou a tratar somente dos danos de interesses próprios dos lesados e não dos interesses derivados de danos a terceiros.

Visto que é da responsabilidade do coordenador líder zelar pela qualidade das informações que são colocadas nos referidos documentos. [94] O tema chamou-nos atenção pela discussão que se fez em torno do caso Agrenco Ltd. e a dificuldade de responsabilizar o Banco Credit Suisse de Investimentos S.A. e consequentemente dos investidores lesados diretamente obterem indenizações. O caso Agrenco é bastante ilustrativo e recente. Entretanto, essa dissertação não tem por objetivo fazer um estudo de caso. O caso foi utilizado ao longo do trabalho como forma de exemplificar e ilustrar situações de forma prática e concreta.

O principal objetivo desse estudo é identificar o regime de responsabilidade civil mais adequado para indenizar os investidores que sofreram danos decorrentes de infrações ao dever de informar. Essa pesquisa não tem finalidade fazer uma análise aprofundada sobre os pressupostos da responsabilidade civil. Buscamos neste trabalho utilizar as doutrinas mais relevantes e coerentes para construir a argumentação sobre a aplicação do regime mais adequado e não aprofundar os estudos sobre as divergências teóricas existentes no âmbito das doutrinas.

---

[93] BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro DE 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7913.htm. Último acesso em: 07 out. 2010.

[94] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. art. 56. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

Essa dissertação deparou-se com a seguinte limitação de pesquisa no anseio de se atingir os objetivos pretendidos.

De acordo com 111 dos 127 prospectos consultados, consta a informação de que os contratos de distribuição estarão disponíveis para a consulta e obtenção de cópias nos endereços dos coordenadores participantes da oferta e na CVM, conforme indica o item "Informações Adicionais". Contudo, essas informações estão imprecisas.

Consta no item de Informações Adicionais do endereço da CVM de São Paulo e do Rio de Janeiro. Na sede de São Paulo a CVM não mantém os contratos arquivados. Para providenciá-los é necessário fazer uma solicitação por escrito, indicando a qualificação do interessado, o número de processo de cada empresa referente a oferta e a justificativa do pedido, sendo que os processos é que estão a disposição. Dentro de cada processo encontram-se os contratos de distribuição.

Embora os processos possam ser enviados da CVM do Rio de Janeiro para São Paulo, dependendo da quantidade solicitada o envio fica inviabilizado porque cada processo chega a ter 10 volumes de documentos. Mesmo que a solicitação seja feita na sede da CVM no Rio de Janeiro há limites para disponibilizar os prospectos. Para essa pesquisa a CVM do Rio de Janeiro disponibilizou 25 processos.

Consta também no prospecto que os contratos de distribuição estão disponíveis para cópia na sede dos coordenadores líderes de cada oferta. Entretanto, tal informação não parece ser verídica. Foram solicitadas as cópias dos contratos por telefone e *e-mail*, para os principais coordenadores líderes da amostra, quais sejam: o Banco de Investimentos Credit Suisse S.A., Banco UBS Pactual S.A., Banco Itaú BBA S.A., Banco BTG Pactual S.A., Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A., Banco Bradesco BBI S.A., Banco J.P. Morgan S.A., Banco Morgan Stanley Dean Witter S.A. e Banco Santander (Brasil) S.A.

Dos Bancos Indicados acima apenas dois responderam o *e-mail*. O Banco Credit Suisse S.A. e o Banco Santander. O Credit Suisse aceitou ceder os contratos, isso com duas condições: como eles só tinham os contratos de distribuição e não podiam ceder o documento eletrônico caso houvesse interesse nas cópias dos 34 contratos solicitados, a

impressão seria feita pela gráfica do Banco e custaria R$ 6.000,00 (seis mil reais)[95]. A outra condição era que fosse assinado um acordo de confidencialidade das informações, que restringiria a utilização das informações obtidas dos contratos.[96] O Banco Santander respondeu apenas para justificar que não disponibilizaria, pois os contratos de distribuição só ficam à disposição para consulta durante o período de distribuição.

A intenção era analisar todos os contratos de distribuição dos 127 IPOs realizados no período para verificar quais seriam os efeitos da responsabilização dos coordenadores líderes. O estudo limitou-se a análise dos 25 contratos e foi possível obter informações significantes. Entretanto, nota-se que os contratos de distribuição não estão disponíveis na CVM como indicam os prospectos e nem acessíveis na sede dos coordenadores líderes das ofertas.

A dissertação está dividida em duas partes e cinco capítulos. A primeira parte do trabalho trata dos regimes de responsabilidade civil e está divida em três capítulos a segunda parte apresenta os desdobramentos da responsabilização do coordenador líder e está divida em dois capítulos e a síntese das conclusões.

A introdução tem por finalidade apresentar o tema e sua relevância. Destacando, a importância da atividade de intermediação financeira de ofertas públicas de ações para o desenvolvimento do mercado de capitais, ilustrando a discussão a partir do caso Agrenco Ltd. Para tanto, foi feito um levantamento bibliográfico sobre os temas de intermediação financeira, direito e desenvolvimento, oferta pública de ações e *due diligence*, utilizando os dispositivos das leis 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais), 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas) e Instrução da CVM n° 400/2003, pesquisas em textos jornalísticos e em documentos disponibilizados no *site* da CVM e da empresa para a apresentação do caso. Ademais, a introdução descreve os objetivos, pressupostos, delimitações, limites e a metodologia utilizada para a consecução do trabalho.

O capítulo 1 apresenta discute a aplicação do regime de responsabilidade civil subjetiva fundado na culpa de acordo com o art. 186 do Código Civil, bem como debate os temas

[95] A título comparativo, os 25 contratos obtidos na CVM do Rio de Janeiro somaram 2070 cópias e custaram R$ 207,00 (duzentos e sete reais).
[96] O Acordo de Confidencialidade encontra-se anexo.

sobre a conduta do agente, o nexo causal e culpa do coordenador líder. O capítulo 2 trata da aplicação do regime de responsabilidade objetiva fundada no risco da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações com base no parágrafo único do art. 927 do Código Civil, discutindo os riscos envolvidos com a atividade e as teorias debatidas no Brasil e princípios que fundamentam a aplicação da responsabilidade fundada no risco da atividade. O capítulo 3 aborda a responsabilidade objetiva fundada no Código de Defesa Consumidor ("CDC") e possibilidade do investidor ser tratado como consumidor.

O capítulo 4 trata dos tipos de danos indenizáveis e quem são os sujeitos legítimo para propor a ação indenizatória, analisando a lei 7.347/1985 (lei da Ação Civil Pública), a 7.393/89 e bibliografias sobre danos patrimoniais e extrapatrimoniais. O capítulo 5 aborda os efeitos da responsabilização, discutindo se as funções da responsabilidade civil são atingidas no caso da responsabilização do coordenador líder. Para esse capítulo, realizou-se uma pesquisa empírica com base nos prospectos e anúncios de encerramentos das 127 empresas que realizaram IPO entre os anos de janeiro de 2004 e dezembro de 2010, com o intuito de identificar o índice de concentração de mercado dos coordenadores líderes, o relacionamento comercial entre os coordenadores líderes e as empresas e a participação do capital estrangeiro nessas ofertas. Ademais, foi realizada uma pesquisa nos contratos de distribuição de 25 empresas, dentre as 127 companhias da amostra principal, disponibilizados pelo centro de consultas da CVM do Rio de Janeiro, conforme o Processo Administrativo CVM: SP – 2010 – 182,[97] para analisar as cláusulas de regresso contidas nesses contratos. Por fim, a síntese das conclusões alcançadas apresenta as considerações finais e conclui o trabalho.

[97] Cf. Anexo. Dados do processo administrativo CVM – SP – 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/processos/formproc3.asp?uf=&ano=&ident=&req_int=Handemba >. Último acesso em: 30 set. 2010.

PARTE I – A APLICABILIDADE DOS REGIMES DE RESPONSABILIDADE CIVIL À INFRAÇÃO AO DEVER DE INFORMAR DO COORDENADOR LÍDER E OS RISCOS DA ATIVIDADE DE INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA EM OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES

O debate sobre como responsabilizar os coordenadores de ofertas públicas de valores mobiliários é bastante intenso e atual. Profissionais do mercado, acadêmicos e a CVM vem discutindo há alguns anos sobre qual seria o melhor regime de responsabilidade aplicável aos coordenadores líderes pelas infrações cometidas no âmbito da oferta pública de ações e, consequentemente, indenizar os investidores que foram atingidos pelos danos da infração.[98]Entendemos que a responsabilização do coordenador líder de ofertas públicas de ações seja possível pela utilização das regras de responsabilidade civil vigentes.

De acordo com Cavalieri Filho,

> A violação de um dever jurídico configura o ilícito, que, quase sempre, acarreta dano para outrem, gerando um novo dever jurídico, qual seja, o de reparar o dano. Há assim, um dever jurídico originário, chamado por alguns de primário, cuja violação gera um dever jurídico sucessivo, também chamado de secundário, que é o de indenizar o prejuízo.[99]

[98] No Brasil o debate em torno da responsabilidade dos coordenadores de ofertas públicas teve início com o artigo SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Caso de polícia: Brasil apresenta ao mundo o mais novo "gatekeeper" de governança corporativa: a PF. *Capital Aberto*, São Paulo, ano 5, n. 60, p. 30-31, ago. 2008. Atualmente os advogados e ex-presidentes da CVM Marcelo Trindade, Luiz Leonardo Cantidiano, Francisco da Costa e Silva, advogados e acadêmico Nelson Eizirik, meio de comunicação especializado como a Revista Capital Aberto vem discutindo a responsabilidade dos coordenadores. Cf. (i) EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. (ii) MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário. Último acesso em: 11 jun. 2010; (iii) SILVA, Adriana Souza. Soltos demais? *Revista Capital Aberto*, ano 4, n. 48, p. 22-26, ago. 2007. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=1510&btxt=underwriter>. Último acesso em: 16 jun. 2010; (iv); EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade com ou sem culpa – Novo Código Civil e Código do Consumidor não se aplicam à atividade do *underwriter*. *Revista Capital Aberto*, ano 3, n. 25, p. 58-59, set. 2005. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=21&i=990&btxt=underwriter>. Último acesso em: 16 jun. 2010; (v) SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Caso de polícia: Brasil apresenta ao mundo o mais novo "gatekeeper" de governança corporativa: a PF. *Capital Aberto*, São Paulo, ano 5, n. 60, p. 30-31, ago. 2008.

[99] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 2.

Os deveres originários relacionados ao dever de informar do coordenador líder consistem na obrigação de tomar todas as cautelas necessárias e agir com elevado padrão de diligência com intuito de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, de forma a permitir que os investidores possam tomar uma decisão fundamentada a respeito da oferta.[100]

Em resumo, a instrução n. 400/2003 define para o coordenador líder a obrigação de: (i) agir com elevado padrão de diligência; (ii) assegurar a qualidade das informações; (iii) e divulgá-las de forma que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada. Adicionalmente, também podemos incluir a obrigação de agir em conformidade com o princípio da boa-fé, conforme expresso nos art. 113, 187 e 422 do Código Civil.

> Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.
> [...]
> Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.
> [...]
> Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.[101]

Nesse sentido, a partir do inadimplemento das obrigações originárias imputáveis ao coordenador líder surge o dever de reparar o prejuízo. "[...] em toda a obrigação há um dever jurídico originário, enquanto que na responsabilidade há um dever jurídico sucessivo[102]." O Código Civil traz essa distinção no seu art. 389. "Se não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos [...]."[103]

O dever jurídico, passível de violação, pode ter como fonte uma relação jurídica obrigacional preexistente, isto é, um dever oriundo de contrato, o que configura a responsabilidade contratual, ou por outro lado, pode ter causa geradora de uma obrigação imposta por preceito geral de Direito, ou pela própria lei, caracterizando a responsabilidade extracontratual.[104]

---

[100] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. 56, § 4.º Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[101] BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 20 nov. 2010.
[102] Idem, Ibidem, p. 2.
[103] . Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 20 nov. 2010.
[104] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 2.

Conforme destacado acima, percebemos que as obrigações originais do coordenador líder estão fundadas em preceitos da lei e da instrução normativa da CVM, fato que configura a relação extracontratual desse agente com o investidor.[105]

Essa dicotomia entre responsabilidade contratual e extracontratual[106] implica em distinções[107] relevantes para análise da responsabilidade do coordenador líder. A principal diferença no contexto da oferta pública de ações encontra-se em matéria de prova.

> Na responsabilidade chamada contratual, o fato do inadimplemento imputável (mora ou inadimplemento definitivo), havendo dano, conduz de *per si* à responsabilização. Será o devedor que terá de provar que a prestação não era devida, ou que o inadimplemento não decorreu de culpa sua (nos casos de responsabilidade subjetiva, ou, ainda, se houve culpa concorrente do credor ou de terceiro, ou, ainda que o inadimplemento não era imputável, *v.g*., pela intercorrência de caso fortuito.
>
> Já na responsabilidade extracontratual, em regra é o autor da demanda (e, portanto a vítima do dano) que deverá provar os fatos constitutivos de seu

---

[104] *Idem, Ibidem,* p. 14.

[105] De acordo com Judith Costa-Martins, a responsabilidade extracontratual, também dita "delitual" ou "aquiliana", atua funcionalmente "como uma concha hospedeira de todos os casos de responsabilidade que não são conduzidos à responsabilidade negocial, ou contratual. Assim, engloba a responsabilidade pré-negocial e a responsabilidade pós-negocial que obedecem, entre nós, ao seu regime. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 100.

[106] "Embora corrente, essa divisão vem sendo questionada, pois não resiste à constatação de que, na moderna sociedade de massas, ambas tem, a rigor, uma mesma fonte, "o contato social" e obedecem ao mesmo princípio, nascendo de um mesmo fato, qual seja a violação de dever jurídico preexistente. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 97. Citado na obra da autora, em relação ao termo "contato social", COUTO E SILVA, Clóvis do. *Principles Foundamentaux de La Responsabilite Civile em Droit Brésilien ET Compare*. Trabalho apresentado junto a Faculté de Droit ET Sciences Politiques de St. Maur (Paris XII). Porto Alegre, 1988. Indica também CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2002, p. 2.

[107] Judith Martins-Costa destaca cinco diferenças entre responsabilidade contratual e extracontratual que importam em efeitos práticos, quais sejam: a) *capacidade das partes*. Nascendo de infração a negócio jurídico,, a responsabilização da parte que violou regra negocial supõe que tenha capacidade negocial, caso contrário o contrato será inválido (art. 104, I), salvo os casos que se configura a responsabilidade no campo das chamadas "responsabilidades contratuais de fato"que dogmaticamente, são qualificadas como auto-fatos. Já a responsabilidade extracontratual alcança os relativamente incapazes (art. 928); b) em matéria de prova (discutido no texto); c) o *dies* a quo *para fixação do ressarcimento*: na responsabilidade contratual o marco temporal que fixa a indenização pode depender, em numerosas hipóteses, de prévia interpelação, notificação ou protesto. É preciso examinar se a prestação estava sujeita a termo, ou não, ou se é daquelas que, mesmo não sujeitas a termo, exigem prévia interpelação. Já nas obrigações decorrentes de ilícito extracontratual, a obrigação de reparar nasce no dia da prática do ato; d) *a possibilidade de pré-fixação do dano*. Nas obrigações decorrentes de contrato, é possível haver uma espécie de pré-fixação do dano, pela pactuação de cláusula penal, o que já se não verifica na responsabilidade extracontratual; e) *a determinação do lugar onde deva ser apreciado o pedido indenizatório.* Como regra, nas obrigações contratuais, o lugar a ser considerado é o lugar em que o contrato deve ser cumprido; nas obrigações extracontratuais, o lugar a ser considerado é aquele onde ocorreu o ilícito. MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 101-102.

> direito, seja a culpa do autor do dano, a ilicitude, o dano e o nexo causal, na responsabilidade subjetiva, seja o dano e o nexo causal nos casos de responsabilidade objetiva.[108]

Portanto, na responsabilidade chamada extracontratual, em regra, é o investidor, autor da demanda, que deverá provar a infração do coordenador líder, seja a culpa, a ilicitude, o nexo causal e dano pela responsabilidade subjetiva, seja a ilicitude, o dano e o nexo causal pelos regimes de responsabilidade objetiva. Contudo, veremos que há uma enorme dificuldade dos investidores provarem a culpa do coordenador líder.

O dever de agir com elevado padrão de diligência para assegurar a qualidade das informações, de divulgar esses informações de forma que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada e de atuar em conformidade com o princípio da boa-fé constituem elementos do dever de informar. Nos itens abaixo analisaremos detalhadamente a responsabilidade do coordenador líder pelas infrações ao dever de informar[109].

[108] MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 97.

[109] O dever de informar pode ser interpretado como uma das traduções da boa-fé na vida social, conforme: MARTINS-COSTA, Judith. Ação Indenizatória – Dever de Informar dos Fabricantes sobre os Riscos do Tabagismo. Revista dos Tribunais, v. 812, ano 92, jun. 2003, p. 82, ou como uma variação do princípio da transparência, resultante dos problemas de assimetria de informações destacado por George Akerlof, conforme SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Jurisprudência sobre o Mercado de Valores Mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 1998, p. 77-84. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-7.htm>. Acesso em: 13 nov. 2010. A instrução da CVM n. 400/2003 destaca a relevância de se observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação.

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM:

[...]

V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação.

Para esse estudo interessa saber apenas quais são os elementos que compõem o dever de informar do coordenador líder, visto que a partir deles poderemos identificar a violação que poderá resultar na responsabilização desse agente.

1 A responsabilização pela conduta culposa do coordenador líder

Diz-se, pois, ser subjetiva a responsabilidade quando se esteia na ideia de culpa,[110] teoria a que se filia o Código Civil brasileiro ao erigir o dolo e a culpa como fundamentos da obrigação de reparar o dano,[111] conforme previsto no art. 186 do Código Civil: "Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito".

Os requisitos essenciais da aplicação da responsabilidade subjetiva são: "a) ato ou omissão violadora do direito de outrem; b) o dano produzido por esse ato ou omissão; c) a relação de causalidade entre o ato ou omissão; e d) a culpa".[112] Desses elementos, no momento, focaremos no "ato ou omissão", no "nexo causal"e na "culpa". O dano será discutidos na parte II desse trabalho.

De acordo com Gisela S. da Cruz,

> Inúmeros são os danos que atingem as pessoas, mas o dever de indenizar só nasce quando for possível estabelecer um nexo causal entre a conduta do agente e o resultado danoso. Para que se configure a obrigação de indenizar, não basta que o agente haja procedido contra o Direito nem que tenha criado um risco, tampouco a vítima sofra um dano; é preciso que se verifique a existência, de uma relação de causalidade a ligar a conduta do agente, ou sua atividade, ao dano injustamente sofrido pela vítima.[113]

Nesse sentido, antes de analisarmos a culpa do coordenador líder ou o risco da atividade de intermediação é necessário estabelecermos o liame causal entre a sua conduta ou atividade com o resultado danoso.

Existem diversas teorias sobre o nexo causal: Teoria da Causalidade Adequada, Teoria do Dano Direto e Imediato, Teoria da Equivalência dos Antecedentes Causais, Teoria da Causa Próxima, Teoria da Causa Eficiente, Teoria da Causa Preponderante, Teoria do

[110] GONÇALVES, Carlos Roberto. *Responsabilidade Civil*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 21-22.
[111] *Ibidem*.
[112] LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 44.
[113] CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2005, p. 4.

Escopo da Norma Jurídica Violada e Teoria da Ação Humana.[114] Entretanto, no Brasil a Teoria da Causalidade Adequada e a Teoria do Dano Direto e Imediato, explicada pela escola da necessariedade, são as que contam com maior adesão da doutrina.[115] Portanto, daremos maior enfoque sobre essas.

"A teoria da Causalidade Adequada examina a adequação da causa em função da possibilidade e probabilidade de determinado resultado vir a ocorrer, à luz da experiência comum".[116] De acordo com esta teoria "quanto maior é probabilidade com que determinada causa se apresente para gerar um dano, tanto mais adequada é em relação a esse dano".[117]

De acordo com Gisela S. da Cruz, com o passar do tempo, dado a dificuldade de se identificar a causa adequada do dano, surgiram também duas formulações para a Teoria da Causalidade adequada: a formulação positiva e formulação negativa.[118]

> No entendimento de alguns autores, partidários da formulação positiva, um fato será considerado causa adequada do dano, sempre que este constitua uma conseqüência normal ou típica daquele. Quer dizer: sempre que verificado o fato se possa prever o dano como conseqüência natural ou como um feito provável dessa verificação. Esta formulação procura como se vê, averiguar se o fato pode ser considerado causa adequada do dano. Os danos que só produziu mercê de circunstâncias extraordinárias, que não poderiam ser previstas pelo observador experiente na ocasião em que o fato se realizou, devem ser suportadas pela pessoa lesada.[119]

Antes de aprofundarmos na análise da atividade de intermediação, cabe ressaltar que o coordenador líder é a instituição responsável perante a CVM e a companhia. Como vimos na introdução, é sobre esse agente que recai as principais obrigações, sendo, portanto, o agente que responde pelo processo de diligência das informações.

Nesse sentido, podemos estabelecer o liame entre a conduta do coordenador líder e o resultado danoso. O coordenador líder é o agente responsável pela realização da *due diligence* das informações que serão prestadas para o investidor para que ele possa formar sua decisão de investimento de maneira criteriosa.

---

[114] *Idem, Ibidem*.
[115] *Idem, Ibidem*. p. 347.
[116] *Idem, Ibidem*. p. 64.
[117] *Idem, Ibidem*. p. 65.
[118] *Idem, Ibidem*. p. 69.
[119] *Idem, Ibidem*. p. 69.

A partir desse fato é possível prever de maneira natural e como uma consequência natural da falha do coordenador líder na atividade de intermediação. Caso esse agente não realize um adequado processo de diligência pode ser divulgado alguma informação imprecisa ou então ser omitida algum dado relevante.

O investidor, por sua vez, ao se deparar com o conjunto de informações disponibilizadas, confia no trabalho do coordenador líder e toma como verdadeiras todas as informações que foram publicadas, inclusive as que por falta de diligência do coordenador líder, foram divulgadas de forma imprecisa, fazendo uma avaliação equivocada do valor do ativo.

Quando, por qualquer motivo, for divulgada uma informação corrigindo aquela informação que estava imprecisa, esse novo dado pode causar a desvalorização das ações, resultando assim em dano para o investidor. Dessa forma, a omissão do coordenador líder resultou em danos para o investidor.

Pela análise positiva percebemos que o processo de *due diligence* de responsabilidade do coordenador líder é causa adequada do dano, porque o resultado de desvalorização das ações foi uma consequência normal da nova informação disponibilizada no mercado e que deveria ter sido divulgada antes, no momento da divulgação do prospecto.

Partindo para a análise negativa, notamos que se trata de uma formulação mais ampla.

> [...] na busca da causa adequada o raciocínio a ser utilizado é o inverso: precisa examinar se o fato é causa inadequada a produzir o dano. O fato que atua como condição do dano só deixará de ser considerado causa adequada quando, dada sua natureza geral, se mostra indiferente para a verificação do dano, estranhas ou extraordinárias. Assim, em vez de se caracterizar a adequação, aponta-se, nesta formulação, quais são as causas inadequadas do dano.[120]

Por essa análise, percebemos que a realização do processo de *due diligence* pelo coordenador líder, fato que atua como condição do dano, não deixará de ser considerado causa, pois por sua natureza não consiste em elemento indiferente para a produção do dano. Dessa forma, tanto pela análise positiva quanto pela negativa constatamos que o a realização do processo de *due diligence* é uma casa adequada para a produção do dano.

[120] *Idem, Ibidem*. p. 70.

Partindo para a análise pela Teoria do Dano Direto e Imediato temos:

> Suposto certo dano, considera-se causa dela a que lhe é próxima ou remota, mas com relação a esta última, é mister que ela se ligue ao dano diretamente. Ela é causa necessária desse dano, porque a ela ele se filia necessariamente; é causa exclusiva, porque opera por si, dispensas outras causas. Assim é indenizável todo o dano que se filia a uma causa, ainda que remota, desde que ela lhe seja causa necessária, por não existir outra que explique o mesmo dano. Quer a lei que o dano seja o efeito direto e imediato da inexecução. Ora, a análise deste termos mostra, iniludivelmente, que a lei impõe a existência de um liame entre inadimplemento da obrigação e o dano, de modo que ao inadimplemento se atribua, com exclusividade a causa do dano.[121]

Nesse sentido, a realização do processo é *due diligence* consiste numa causa necessária para a desvalorização, desde que essa desvalorização tenha ocorrido por informações que deveriam ter sido divulgadas no prospecto ou no formulário de referência.

Portanto, pelas duas teorias mais utilizadas pela doutrina brasileira é possível estabelecer o nexo causal entre a conduta do coordenador líder e o resultado danoso. Cabe agora a análise da culpa dessa agente.

Para parte da doutrina a culpa teria dois requisitos, que podem ser denominados objetivo e subjetivo.[122] O primeiro deles seria a antijuricidade, que se traduz na *objetiva* violação de uma norma jurídica pré-existente,[123] seria a lesão do direito de outrem, o atentado ilegal ao direito alheio.[124] "Tal requisito estaria expresso no artigo 186 do diploma civil brasileiro quando neste se exige que a ação ou omissão voluntária ou imprudência *viole direito"*.[125]

"O segundo requisito seria a imputabilidade, termo que exige do agente a capacidade de entender e querer ou o discernimento para entender o caráter antijurídico dos atos danosos

---

[121] ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. São Paulo: Saraiva, 1955. *Apud*. CRUZ, Gisela Sampaio da. O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2005, p. 102-103.

[122] Esta distinção está em conformidade com o entendimento de Agostinho ALVIM, *Da inexecução das obrigações e suas conseqüências.* São Paulo: Saraiva, 1972, p. 246, que afirma: "Essa definição adapta-se em gênero, sem distinção de suas espécies. A sua análise melhor lhe revelará os elementos, que vem a ser: o dever violado (elemento objetivo) e a imputabilidade do agente (elemento subjetivo)". Essa distinção também foi utilizada por CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro, São Paulo e Recife: Renovar, 2008, p. 23.

[123] CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro, São Paulo e Recife: Renovar, 2008, p. 23.

[124] LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 52.

[125] CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro, São Paulo e Recife: Renovar, 2008, p. 23.

que pratica".[126] Trata-se de um elemento subjetivo, psicológico – o fato de prever ou ter podido prever o atentado ao direito de outrem.[127]

Contudo, de acordo com Alvino Lima, tal estrutura conceitual apresentada acima ultrapassa os limites do sentido técnico da culpa, elemento integrante da responsabilidade civil subjetiva.[128] "Se em sentido amplo, genérico podemos dizer que a culpa é a lesão imputável do direito de terceiro, ou qualquer fato ou violação de um dever jurídico, no sentido restrito, é apenas, como veremos, um erro de conduta, um desvio de normalidade".[129]

Existem diversos preceitos normativos restringindo taxativamente quais condutas devem ser evitadas pelos agentes, cuja violação implica em responsabilidade. Entretanto, na impossibilidade de uma previsão perfeita de todos os atos humanos que devem ser restringidos, o legislador recorre a preceitos genéricos, que condena o ato ilícito, traçando-lhe os elementos característicos. [130]

> Mas a conduta permitida pela ordem jurídica, de maneira que não se subverta a coordenação de todas as atividades e, consequentemente, toda a ordem econômica e social, é a que comumente se põe em prática, de maneira a não romper o equilíbrio de interesses privados e sociais. Há, pois, uma conduta normal, comum, que os homens de bom senso, prudentes, probos e equilibrados seguem cotidianamente, e que será consagrada nos usos e costumes, nos regulamentos, na lei, e que vive na consciência do povo jurídico.[131]

Nesse sentido, quem se desvia dessa conduta normal viola um direito, e se lesou alguém deverá responder pela lesão. "A responsabilidade extracontratual surge, pois, no momento em que, lesado o direito de outrem, causando-lhe um dano, verificamos que o ato ou omissão lesivo foram além dos extremos da conduta normal do homem diligente".[132]

Nesse sentido, parte da doutrina entende que o critério fixador do conceito de culpa seja a ordinária diligência do *bônus pater famílias*.[133] Para estes juristas, a culpa repousa no

[126] *Idem, Ibidem*. p. 23.
[127] LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 52.
[128] *Idem, ibidem*, p. 52.
[129] *Idem, ibidem*, p. 52.
[130] *Idem, ibidem*, p. 52.
[131] *Idem, ibidem*, p. 56.
[132] *Idem, ibidem*, p. 56.
[133] *Idem, ibidem*, p. 56.

desvio não intencional da conduta normal, que teria o *bônus pater famílias*, se tivesse agido no caso concreto a ser considerado.[134]

Contudo, baseado em considerações dessa natureza é que Alvino Lima entende que é impossível determinar a noção do que seja culpa sem verificarmos previamente, como devemos apreciar esse erro, esta ordinária diligência do *bônus pater famílias*. [135] Para tanto, o autor propõe a análise da culpa *in abstracto* e *in concreto*.

> Quando a conduta do agente do ato lesivo e prejudicial ao direito de outrem não se conforma com a determinação específica e taxativa da lei, claro está que houve um desvio que se caracteriza por si mesmo. Não obedecer à lei é um erro de conduta;
> [...] Quando, porém, a obrigação violada é genérica de prudência e diligência na prática de todos os atos, o problema da fixação do erro de conduta surge com todas as dificuldades que a prática revela, porquanto estamos em face da culpa deixada à apreciação do julgador.[136]

A partir desse problema surge o debate sobre se a culpa deve ser analisada *in concreto* ou *in abstracto*. A análise *in concreto* considera a consciência do autor, sonda o seu íntimo, enquanto a análise *in abstracto* aprecia a conduta do agente em face da conduta normal dos indivíduos em geral, colocados na mesma circunstância em que o ato se desenrolou.[137]

A apreciação da culpa do coordenador líder pela análise in *abstracto* é a mais adequada, visto que a regulação da CVM disciplina a conduta desse agente, no sentido de lhe impor um alto padrão de diligência no exercício da sua atividade. A instrução CVM n. 400/2003 exige que a instituição líder deva tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência no intuito de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante ao mercado "são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta".[138]

---

[134] *Idem, ibidem*, p. 56.
[135] *Idem, ibidem*, p. 56.
[136] *Idem, ibidem*, p. 57.
[137] *Idem, ibidem*, p. 57.
[138] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

Ademais, é também pelo seu grau de compreensão e aptidão para o exercício da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas que o coordenador líder assume a função de conduzir o processo de *due diligence*.

A análise *in concreto* conduz a um foco de avaliação na consciência do coordenador líder, fato que nos parece ser de menor relevância para o caso estudado. É importante ressaltar que há nesse ponto uma possível confusão conceitual entre a análise da culpa *in concreto* (que analisa a intenção da consciência íntima do autor) e da *imputabilidade* (no sentido de capacidade de entender o caráter antijurídico, situação que exige do agente os elementos de maturidade e a sanidade mental a fim de que a ele se possa imputar a conduta desviante de determinado padrão[139]).

A análise da culpa *in concreto* de fato recai sobre a capacidade do autor entender e querer praticar a ilicitude. Entretanto, o sentido mais adequado de imputabilidade é o de atribuir responsabilidade a alguém[140] e não "[...] o conjunto de condições pessoais do agente que dão capacidade para poder responder pelas conseqüências de uma conduta contrária ao dever; imputável é aquele que podia e devia ter agido de outro modo".[141]

> [...] compreendendo-se o verbo "imputar" no sentido corrente na língua portuguesa de "atribuir algo a alguém" e não, restritamente, como atribuição de poderes referentes à capacidade de fato: imputar, em suma, significa determinar se alguém deverá arcar com as conseqüências de ato ou fato, e quem deverá arcar, e em que medida, tendo Hans Kelsen[142] precisado que o "modo específico de imputação do direito" está em ligar ao ato praticado por uma pessoa uma conseqüência jurídica[143].

Portanto, imputabilidade está relacionada com a atribuição de responsabilidade a alguém e a análise *in concreto* não deve ser confundida com imputabilidade.

---

[139] CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na* Responsabilidade *Civil*. Rio de Janeiro, São Paulo e Recife: Renovar, 2008, p. 23.
[140] MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 88.
[141] CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: Atlas, 2007, p. 25-26.
[142] KELSEN, Hans. La Dottrina Pura del Diritto. Tradução italiana, Einaudi, 1990, p.p.93 e ss., distinguindo o princípio da causalidade do princípio da imputação (Zurechnung) *Apud* MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé. Set. 2006. Disponível em: <www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/.../CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.15.
[143] MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé. Set. 2006. Disponível em: <http://www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/LusCommune/CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.15.

A culpa *in abstracto* do coordenador líder será analisada a partir do momento que surge o dever de reparar os prejuízos, sendo esta uma consequência do inadimplemento imputável ao devedor da prestação[144]. De acordo com Judith Martins-Costa,

> O inadimplemento não é, pois, nem a simples ausência de cumprimento nem a mera não realização da prestação devida: constitui, especificamente, a não realização da prestação devida na *medida em que essa não realização corresponda à violação da norma*[145] (legal, convencional, imposta pelos usos ou derivada de modelo jurisprudencial) que era especificamente dirigida ao devedor (cominando o dever de prestar) ou ao credor (cominando o dever de receber).[146]

Nesse sentido, o inadimplemento do coordenador líder não consiste apenas em ausência de realização de uma *due diligence* com alto padrão de diligência das informações. Configura-se por não adotar os mais elevados padrões de diligência na condução processo de *due diligence* e por divulgar informações de forma que não permita o investidor tomar uma decisão fundamentada, na medida em que essas não realizações correspondem às violações de normas (legais, convencionais, impostas pelos usos ou derivada de um modelo jurisprudencial) quando são especificamente dirigidas ao coordenador líder.

A instrução normativa n. 400/2003 da CVM assim estabeleceu para a atuação do coordenador líder:

> Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.
>
> §1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:
>
> I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e
>
> II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a

[144] MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 83.
[145] MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha. *Direito das Obrigações*. Lisboa: Associação Acadêmica da Faculdade de Direito de Lisboa, 1980, p. 436. *Apud*: MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 83.
[146] MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 83.

> integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

A partir do dispositivo acima, notamos que a CVM atribui a responsabilidade ao coordenador líder pelo processo de *due diligence*, pela verificação da qualidade das informações e sua divulgação de forma que os investidores possam tomar uma decisão fundamentada. Embora outros agentes também participem do processo de *due diligence*, a violação das normas não pode ser imputada a esses participantes.[147]

Por exemplo, em relação a empresa de auditoria independente e os escritórios de advocacia, a ANBIMA determina que o coordenador líder deva obter desses participantes, respectivamente, a carta de conforto e o parecer legal.

> O coordenador líder deve obter dos auditores independentes da emissora e/ou ofertantes, manifestação escrita[148_149] acerca da consistência das informações financeiras constantes do prospecto da oferta pública na seção de análise e discussão das demonstrações financeiras da emissora, relativamente às demonstrações financeiras publicadas; e obter dos advogados contratados para assessorar a instituição participante da oferta pública, parecer legal sobre a consistência das informações fornecidas no prospecto com aquelas

[147] Os demais coordenadores, consultores jurídicos e empresa de auditoria também participam do processo de *due diligence.*

[148] A Lei das Sociedades Anônimas estabelece obrigatoriamente que as demonstrações financeiras devem ser auditadas por auditores independentes, tendo em vista que a sua obrigação está relacionada a um interesse público.

Art. 275. O grupo de sociedades publicará, além das demonstrações financeiras referentes a cada uma das companhias que o compõem, demonstrações consolidadas, compreendendo todas as sociedades do grupo, elaboradas com observância do disposto no artigo 250.

[...]

§ 4.º As demonstrações consolidadas de grupo de sociedades que inclua companhia aberta serão obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na Comissão de Valores Mobiliários, e observarão as normas expedidas por essa comissão.

BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

[149] O resultado do trabalho do auditor independente consiste na certificação das informações que serão disponibilizados publicamente e na elaboração da carta de conforto. Contudo, o auditor independente somente pode manifestar-se sobre determinadas informações financeiras incluídas no prospecto de oferta pública que: (i) forem obtidas diretamente das demonstrações contábeis da empresa auditada ou sujeitas aos procedimentos de revisão consoante as normas de auditoria aplicáveis ao Brasil; e (ii) forem obtidas diretamente dos registros contábeis mantidos pela companhia emissora e sujeitos aos procedimentos e políticas interna da estrutura de controles da companhia. Na prática, duas cartas de confortos são elaboradas para o coordenador líder. A primeira é datada do início da oferta pública e menciona que os procedimentos nela descritos compreende o período entre o corte (*cutoff*) e data de sua emissão, que normalmente não excede cinco dias[149]. A outra carta adicional, conhecida com *bring-down confort letter*, é usualmente emitida com a data de liquidação da oferta pública para o auditor independente atestar que a primeira carta de conforto permanece com o conteúdo verdadeiro, preciso e válido na data da liquidação. DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; FERREIRA, Fabiana Falcoski. *Cartas de Conforto ("Confort Letters") no âmbito da Oferta Pública de Valores Mobiliários.* Pinheiro Neto Advogados, Anexo Mercado de Capitais n. 9, mai./jun. 2006. Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_boletim/pdf/170407103548Anexo_n9.pdf. Último acesso: 06 ago. 2010.

> analisadas durante o procedimento de diligência legal na emissora e/ou ofertantes.[150]

O objetivo da emissão de uma carta de conforto pelo auditor independente é o de auxiliar o coordenador líder envolvido com a emissão dos valores mobiliários, no seu processo de diligência.[151] Trata-se de um dos procedimentos, dentre vários, que permite ao coordenador líder atestar que conduziu uma investigação, independente, razoável e cuidadosa.[152] Já a *legal opinion*[153] é um documento elaborado por advogados com o objetivo de atestar para o coordenador líder que as informações não contábeis contidas no prospecto e no formulário de referência foram verificadas durante o processo de *due diligence*.[154]

Portanto, a responsabilidade pela condução do processo de *due diligence* é do coordenador líder, ou seja, imputa-se a esse agente a responsabilidade por prejuízos decorrentes das informações prestadas sem qualidade ou de forma que não permita o investidor tomar a decisão fundamentada. Dessa forma, parece-nos menos conveniente a análise da culpa do coordenador líder *in concreto.*

---

[150] AMBIMA. Código ANBID de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários de 19 de outubro de 2009. Art. 6, XII e XIII, grifos do autor. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf>. Último acesso em: 13 mai. 2010.

[151] DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; FERREIRA, Fabiana Falcoski. *Cartas de Conforto ("Confort Letters") no âmbito da Oferta Pública de Valores Mobiliários.* Pinheiro Neto Advogados, Anexo Mercado de Capitais n. 9, mai./jun. 2006. Disponível em: <http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_boletim/pdf/170407103548Anexo_n9.pdf>. Acesso em: 13 mai. 2010.

[152] Idem, Ibidem.

[153] Em relação aos consultores jurídicos, basicamente quatro escritórios são contratados para participar de ofertas públicas de ações. Dois assessoram a companhia ofertante e dois escritórios prestam serviços para o coordenador líder, sendo que em ambas as situações um escritório assessora sobre questões relacionadas ao direito brasileiro e outro assessora para assuntos de direito estrangeiros. Todos elaboram os pareceres exigidos pela ANBIMA para o coordenador líder. O resultado do trabalho dos advogados é mais amplo e menos identificável se comparado ao trabalho do auditor independente. Além de fornecer o parecer legal, a prestação da consultoria consiste em orientar confidencialmente a companhia e o coordenador líder no decorrer da operação. LABY, Arthur B.. *Differentiating Gatekeepers*. 2006. Disponível em: <www.ssrn.com>. Último acesso em: 17 abr. 2010, p. 128. A relação dos advogados é protegida pelo sigilo. O art. 26 do Código de Ética Profissional, combinado com os arts. 7.º, XIX, e 34, VII, da Lei 8.906/1994, dispõe que: [...] o advogado deve guardar sigilo, mesmo em depoimento judicial, sobre o que saiba em razão de seu ofício, cabendo-lhe recusar-se a depor como testemunha em processo no qual funcionou, ou sobre fato relacionado com pessoa de quem seja ou tenha sido advogado, mesmo que autorizado ou solicitado pelo constituinte. Estabelece-se uma relação de confiança entre as partes. Embora o Tribunal de Ética e Disciplina já tenha entendido que é possível o advogado quebrar o sigilo para se defender. Para aprofundar-se no caso veja: OAB (Ordem dos Advogados do Brasil). Para TED, advogado pode quebrar sigilo para se defender, jun. 2006. Disponível em: <http://www.oabsp.org.br/noticias/2006/01/06/3393/>. Último acesso em: 20 jun. 2010.

[154] CINTRA, Antonio Feliz. O parecer dos advogados. Revista Capital Aberto. Disponível em: http://intranet.tfts.com.br/public/Arquivo_2007-01-09.pdf. Último acesso em: 30 ago. 09.

Utilizar o ferramental de análise *in abstracto* constitui uma forma conceitual incompleta na qual o juiz ou órgão julgador pode tomar e considerar todas as circunstâncias que parecem servir de parâmetros para definir o tipo de padrão de diligência. Entretanto, [155] o conceito de culpa, como elemento distinto e específico do ato ilícito, depende da fixação da compreensão de qual seja a conduta normal esperada do agente dentro do contexto que atua.[156] A partir do exposto no §1° do art. 56 da instrução 400/2003, podemos visualizar as exigências estabelecidas pela CVM para o coordenador líder;

1. Tomar todas as cautelas necessárias e agir com elevados padrões de diligência para:

    a. assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; e

    b. fornecer informações ao mercado durante todo o prazo de distribuição de forma que permitam aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

Há, portanto, três obrigações definidas pela CVM, que são de responsabilidade do coordenador líder, quais sejam: o processo de *due diligence*, a análise do conteúdo e a forma de disponibilização da informação aos investidores.

O processo de *due diligence* é o meio pelo qual se assegura que as informações divulgadas no prospecto e no formulário de referência são precisas e que o documento não omitiu nenhuma informação. Trata-se de uma investigação da substancialidade das informações disponibilizada pela companhia emissora.[157]

A ANBIMA também destaca no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas e Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários a importância

[155] LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 59.
[156] LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 59.
[157] SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O'CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. *The Initial Public Offering*. New York: Bowne & Co. 2004, 182.

do processo de diligência na elaboração de documentos que serão disponibilizados aos investidores, estabelecendo como princípio o:

> De conduzir processo de diligência (*due diligence*) das informações relativas aos negócios e atividades da emissora e, especialmente, com vistas à preparação do prospecto e demais documentos que serão disponibilizados aos investidores, observado o presente Código e a regulamentação da CVM, de modo a buscar disponibilizar aos investidores, no âmbito das Ofertas Públicas, informações suficientes e precisas sobre a emissora e/ou ofertantes.[158]

A *due diligence* pode ser dividida em três categorias diferentes, variando quanto ao objeto e quem a conduz.

(i) *due diligence financeira*, detalha à empresa a sua condição financeira (liquidez, alavancagem, desempenho, e as vantagens obtidas no processo de abertura de capital) realizada pelo coordenador líder.

(ii) *due diligence jurídica*, envolve a participação dos quatro consultores jurídicos e resume-se à verificação da consistência das informações não contábeis fornecidas no prospecto e no formulário de referência. Os documentos são solicitados às empresas e disponibilizados em local chamado *data room* (sala de informações).[159]

Os assessores legais da companhia emissora, cuja principal responsabilidade é redigir o prospecto e elaborar o formulário de referência, e os assessores legais dos coordenadores, que tem por responsabilidade revisar o prospecto e as informações disponibilizadas no formulário de referência, examinam a documentação do *data room* para que seja possível a emissão de um parecer legal de cada consultor jurídico, atestando ao coordenador líder que as informações constantes do prospecto são verdadeiras, corretas e suficientes, conforme o §1° do art. 56 da instrução CVM n° 400/03.[160]

---

[158] AMBIMA. Código AMBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários de 19 de outubro de 2009. art. 6.º, VI. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf>. Último acesso em: 13 mai. 2010.

[159] Por costume o *data room* é disponibilizado na companhia emissora ou no escritório dos seus assessores legais.

[160] DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. O processo de diligência em Ofertas Públicas de Valores Mobiliários. Dez. 2006- mar.2007, Anexo Mercado de Capitais n° 12, Pinheiro Neto Advogados. Disponível em: <www.ibri.com.br/download/espaco_juridico/Anexo_12.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2010, p. 2.

(iii) *due diligence contábil,* realizada pela empresa de auditoria independente, consiste na verificação relativa da consistência das informações contábeis. No decorrer da *due diligence* é "realizada uma reunião ou conferência telefônica com os auditores da companhia emissora."[161] Em tal evento, "são formuladas perguntas acerca dos controles internos da empresa, esclarecimentos sobre as demonstrações financeiras e o relacionamento dos auditores com a companhia, entre outros assuntos".[162]

De acordo com Daniela P. A. S. Doria e Alexandre C. P. Rios, durante a *due diligence* é feito o processo de *back-up* que "consiste na confirmação da companhia emissora, através de documentos diversos atestando que as informações operacionais constantes do prospecto são verdadeiras e corretas. Cada dado não financeiro ou contábil deverá ter um documento de suporte comprovando o dado".[163]

Para Nelson Eizirik, o dever de diligência é usualmente utilizado como uma consagração do padrão do *bonus pater familiae*, que significa que cabe ao agente, no desenvolvimento de suas atividades, empregar o zelo e o cuidado que o tipo médio ou homem comum utilizaria na condução dos seus próprios negócios.[164] Entretanto, não é o que se espera do coordenador líder, pois o padrão de conduta exigido pela CVM é elevado e deve adotar todas as cautelas necessárias para assegurar a qualidade da informação.[165]

Há falta de maior precisão da CVM no que se refere a quais cautelas devem ser adotadas, qual o sentido da expressão "elevado padrão de diligência" na realização da *due diligence* e quais atos são vedados aos coordenadores líderes dão o ensejo de que a ilicitude dos atos desse agente ocorra em maior frequência por omissão.

---

[161] Id, ibidem , p. 2

[162] Para mais informações sobre o processo de *due diligence* Cf. DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. O processo de diligência em Ofertas Públicas de Valores Mobiliários. Dez. 2006-mar.2007, Anexo Mercado de Capitais n° 12, Pinheiro Neto Advogados. Disponível em: <www.ibri.com.br/download/espaco_juridico/Anexo_12.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2010.

[163] DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. O processo de diligência em Ofertas Públicas de Valores Mobiliários. Dez. 2006-mar.2007, Anexo Mercado de Capitais n° 12, Pinheiro Neto Advogados. Disponível em: <www.ibri.com.br/download/espaco_juridico/Anexo_12.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2010, p. 3.

[164] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 178.

[165] É importante destacar que, de acordo com a Lei 6.385/1976 compete à CVM definir a responsabilidade dos intermediários financeiros nas operações realizadas na Bolsa. Entretanto, não tem competência para regular sobre os regimes de responsabilidade.

Não há nenhuma vedação específica definida pela instrução n. 400/2003 da CVM de quais procedimentos que não podem ser adotados na realização da *due diligence*, ou seja, qualquer ação do coordenador líder feita no exercício da função de assegurar a qualidade das informações é lícita. Portanto, não há como caracterizar uma infração decorrente de uma ação positiva do coordenador líder.

Ademais, ainda que o coordenador líder tenha uma ação positiva imprudente ou negligente, conforme descrita no art. 186 do Código Civil, no contexto de uma oferta pública de ações, esse comportamento traduz-se em não adotar as cautelas necessárias ou não agir com elevados padrões de diligência, que para a análise da responsabilidade significa a omissão do coordenador líder, porque o resultado prático será a divulgação de informações pela companhia sem a qualidade necessária, infringindo o dever de informar.

Cabe destacar que há uma confusão que se faz em torno da relação entre ilicitude e culpa, o entendimento da doutrina tradicional não incluía os casos em que ocorre o nascimento do dever de indenizar independentemente da prática de ato ilícito, de conduta culposa ou de ilicitude sem dano indenizável[166_167].

De acordo com Judith Martins-Costa,

> (i) há ilicitude quando há contrariedade às regras de dever-ser postas no Ordenamento jurídico compreendido como uma dinâmica e complexa totalidade de regras, princípios e modelos jurídicos derivados das quatro fontes de produção de normatividade, quais sejam, as fontes legal, jurisprudencial, consuetudinária e jurisprudencial; (ii) há formas de ilicitude a *priori* detectáveis, porque a conduta contrária ao Direito já vem descrita com suficiente previsão na norma legal; (iii) essa não é, porém, a única forma de ilicitude pois há "configurações de ilicitude" que se hão de realizar depois de constituído um particular "contexto situacional" tramado pela conexão entre elementos fáticos (por exemplo, uma situação de confiança legítima, quando alguém pratica ou deixa de praticar algo porque

[166] As situações de quais danos são indenizáveis serão tratadas na parte II.

[167] De acordo com Judith Martins Costa "[...] na majoritária doutrina civilista, abuso, culpa, dano patrimonial e responsabilidade civil subjetiva parecem ainda ser institutos indissociáveis, não se trabalhando nem na doutrina, nem na jurisprudência, a distinção conceitual e funcional entre ilicitude civil (como contrariedade ao ordenamento jurídico e culpa "como violação do dever jurídico que o agente podia e devia observar"). MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé. Set. 2006. Disponível em: <http://www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/LusCommune/CostaJudith.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2011, p.19.

> acredita na regularidade de certa conduta alheia) e jurídicos por exemplo, os princípios conducentes à responsabilização pela confiança[...].[168]

A ilicitude consiste na contrariedade à ordem jurídica[169], ou seja, como contrariedade ao "Direito entendido como Ordenamento composto por princípios e regras polarizados por uma precisa finalidade, qual seja, *ordenar a coexistência de liberdade[...]*".[170] "O modo de exercerem-se os direitos, faculdades, poderes, pode levar à contrariedade ao Direito compreendido como Ordenamento. Essa contrariedade, porém, não precisa ser culposa. Basta que seja imputável, isto é, atribuível a alguém, segundo a ordem jurídica".[171]

> Essa ligação entre a ação (ou omissão) e a sua conseqüência é informada por critérios normativos, sendo o mais corriqueiro, no Direito Civil, o critério da culpa. Porém, ainda que no terreno civil seja quantitativamente prevalecente a imputação informada pelo critério da culpa, esse não é o único critério. Também há essa atribuição segundo outros critérios (por exemplo, o critério da confiança; o do risco etc). Como conseqüência, admite-se uma complexa dimensão da ilicitude que engloba a chamada ilicitude subjetiva e objetiva: é subjetiva quando a norma determinada seja o nexo de imputação balizado pela culpa, impondo-se a verificação da negligência ou da imprudência ou, ainda, no caso do dolo, também da intencionalidade; é objetiva quando não é necessário averiguar se subjacente ao ato ou conduta, houve ato negligente ou imprudente, pois a ilicitude estará caracterizada pelo desvio ou pela contrariedade à norma de dever-ser imposta pelo Ordenamento [...].[172]

O conceito de ilicitude relevante para o presente capítulo é o de ilicitude subjetiva, isto é, ilicitude violadora de direitos ou interesses de outrem juridicamente protegidos informado pelo critério normativo da culpa por omissão, sendo que a omissão só será ilícita se existir

---

[168] *Idem, Ibidem*.

[169] CARVALHO, Pedro Pitta e Cunha Nunes. Omissão e dever de agir em Direito Civil. Coimbra: Almedina, p. 137.

[170] MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé. Set. 2006. Disponível em: <http://www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/LusCommune/CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.14. De acordo com a autora a " licitude demarca, portanto, o modo de coexistência numa comunidade ordenada pelo Direito, de modo que: (i) há ilicitude quando há contrariedade às regras de dever-ser postas no Ordenamento jurídico compreendido como uma dinâmica e complexa totalidade de regras, princípios e modelos jurídicos derivados das quatro fontes de produção de normatividade, quais sejam, as fontes legal, jurisprudencial, consuetudinária e jurisprudencial; (ii) há formas de ilicitude a priori detectáveis, porque a conduta contrária ao Direito já vem descrita com suficiente previsão na norma legal; (iii) essa não é, porém, a única forma de ilicitude pois há "configurações de ilicitude" que se hão de realizar depois de constituído um particular "contexto situacional" tramado para ela conexão entre elementos fáticos (por exemplo, uma situação de confiança legítima, quando alguém pratica ou deixa de praticar algo porque acredita na regularidade de certa conduta alheia) e jurídicos (por exemplo, os princípios conducentes à responsabilização pela confiança; ou as regras de exclusão de ilicitude do art. 188 ou ainda as regras de validação de situações possessórias como as resultantes da usucapião etc)."*idem, ibidem*, p. 14.

[171] MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé[1]. Set. 2006. Disponível em: <http://www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/LusCommune/CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.15.

[172] *Idem, ibidem*, p. 16.

o dever jurídico de agir do coordenador líder.[173] Nesse sentido, qual o dever jurídico de agir que o coordenador líder tem no âmbito da realização do processo de *due diligence*?[174]

A resposta imediata é que o coordenador deva adotar todas as cautelas necessárias. Inclusive, para se atingir um alto padrão de *due diligence*, não se descarta a utilização de parâmetros de outros países, como o dos Estados Unidos, até pelo fato da semelhança dos procedimentos e pela grande influência dos bancos de investimentos e dos investidores estrangeiros.

Para se ter uma base, a média de participação dos investidores estrangeiros nas ofertas públicas iniciais ocorridas entre 2004 e 2010 foi de 71,6%. Tal fato parece justificar a alta porcentagem de participação dos coordenadores líderes estrangeiros nos IPOs do mesmo período, que foi de 88 participações das 127 ofertas públicas analisadas, visto que para se acessar essa categoria de investidores é imprescindível o acesso a eles pelos bancos estrangeiros. Ou seja, são os acionistas estrangeiros que possuem uma porção significativa das ações do mercado empresarial brasileiro.[175]

Nos Estados Unidos, diante das reais possibilidades de os *underwriters* arcarem com as indenizações, a *Section* 11 da Securities Act de 1933 estabeleceu a *due diligence defense,* que se trata de um conjunto de procedimento de defesa a ser adotado durante o processo de IPO como forma deste agente estar protegido contra ações indenizatórias.[176]

Em resumo, com a finalidade de estabelecer a *due diligence defense* e evitar a responsabilização por falhas nos documentos da oferta, o coordenador líder e grupo de trabalho têm o ônus de provar que:

---

[173] *Ibidem*, p. 137.

[174] Note que, ao exigir um dever jurídico, pretende-se excluir da qualificação como ilícitos os deveres meramente morais ou de cortesia. Também não se trata de restringir os deveres legais, pois há a possibilidade de um dever ser jurídico, mas não derivar imediatamente de lei, por exemplo, as obrigações de agir derivadas de contratos. CARVALHO, Pedro Pitta e Cunha Nunes. Omissão e dever de agir em Direito Civil. Coimbra: Almedina, p. 137.

[175] Embora os investidores estrangeiros formem a parte acionária mais significativa, não formam o grupo mais representativo. A média de participação dos investidores estrangeiros no período foi de aproximadamente 156 acionistas, enquanto que as pessoas físicas formaram uma média de aproximadamente 12.000 acionistas.

[176] SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O`CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. *The Initial Public Offering*. New York: Bowne & Co., Inc., 2004, p. 115.

> (i) o grupo de trabalho realizou de uma razoável investigação considerando o conteúdo das declarações relacionadas com o registro da oferta pública; e
>
> (ii) o grupo de trabalho tem razoáveis motivos para acreditar, e acredita, que, no momento em que a oferta se tornou efetiva, as declarações contidas nos documentos da oferta eram verídicas e que nenhuma informação relevante obrigatória ou necessária foi omitida, de modo a prevenir que não houve informações disponibilizadas ao mercado que possam conduzir o investidor a erro.[177]

Nos Estados Unidos, em virtude do tratamento rigoroso da responsabilidade, a Associação Nacional de Intermediários de Valores Mobiliários (NASD – National Association of Securities Dealers) estabeleceu condutas a serem tomadas pelas companhias como forma de defesa contra as possíveis ações judiciais.

Os padrões de diligências foram formados a partir das decisões judiciais dos tribunais estadunidenses. Três casos[178] se destacam, tendo em vista que as decisões estabeleceram os parâmetros do comportamento que os *underwriters* devem adotar e/ou evitar durante o processo de diligência.

No caso Escott v. BarCris Construction Corporation o juiz decidiu-se contrário aos *underwriters*, pois esses agentes não realizaram uma razoável[179] investigação na companhia. A decisão apresenta diversas condutas que os *underwriters* não deveriam fazer e o que deveriam fazer. Já no caso Software Toolworks, Inc. Securities Litigation o juiz julgou a favor dos *underwriters* por eles terem estabelecido padrões razoáveis de diligência.

---

[177] *Ibidem*, p. 116.

[178] *Escott v. BarCris Construction Corporation* decidido em 1968, *Software Toolworks, Inc. Securities Litigation*, decido em 1992; e *International Rectifier Securities Litigation*, decidido em 1997. Todos os casos estão disponíveis em: COFFEE JR., John C.; SELIGMAN, Joel; SALE, Hillary A.. *Securities Regulation*. New York: Foudation Press, 2007.

[179] A *Section 11 da Securities Act* de 1933 estabelece com padrões de razoabilidade o "*padrão de que devem ser exigidas a um homem prudente na gestão da sua propriedade*." "C. Standard of reasonableness In determining, for the purpose of paragraph (3) of subsection (b) of this section, what constitutes reasonable investigation and reasonable ground for belief, the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property." Securities Exchange Comission. Securities Act de 1933: Section 11. Disponível em: http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec11.html. Último acesso em: 08 ago. 2010, tradução do autor.

No quadro abaixo são apresentadas, a título de exemplo, práticas que devem ser adotadas pelos *underwriters* para eximirem-se de responsabilidades pelas informações disponibilizadas no prospecto e no formulário de referência.

Quadro 04.

EXEMPLOS DE PROCEDIMENTOS DA *DUE DILIGENCE DEFENCE*[180]
Entrevista com funcionários da empresa de diferentes posições hierárquicas, incluindo diretores e membro do conselho de administração, explorando todos os aspectos do negócio.
Análise dos jornais especializados e outras publicações relacionadas com o setor econômico da empresa emissora para verificar as tendências do setor, do mercado e informações sobre a concorrência.
Contato com clientes, distribuidores ou desenvolvedores de tecnologia, importantes para verificar o relacionamento com os representantes da administração.
Contato com uma organização do setor econômico da empresa emissora para conhecer a saúde do mercado em que ela atua.
Inspeção da fábrica ou do escritório em que o produto da empresa ou serviço estava sendo fabricado ou prestado.
Análise das demonstrações financeiras da empresa emissora com os auditores.
Revisão do modelo interno de gestão financeira da empresa.
Obtenção da carta de conforto (*confort letter*) da auditora da empresa.
Obtenção da declaração da empresa de que as informações prestadas eram verdadeiras, precisas, consistentes e que nenhuma informação relevante foi omitida.
Obtenção da declaração por escrito dos acionistas vendedores de que as informações prestadas eram verdadeiras, precisas, consistentes e que nenhuma informação relevante foi omitida.

Portanto, é possível visualizar diversos procedimentos que são adotados pelas instituições financeiras intermediárias no processo de *due diligence* nos Estados Unidos. No Brasil, é difícil identificar o que é feito no processo de *due diligence*. Existe uma prática do mercado, mas não há parâmetros específicos definidos pela regulação, o que dificulta constatar se foram adotadas todas as cautelas necessárias.

Contudo, os procedimentos detalhados acima possibilitam visualizar que os coordenadores líderes possuem um dever jurídico de agir durante a realização da *due diligence*, que se configura com a adoção das cautelas necessárias para garantir a qualidade das informações prestadas ao mercado, como as exemplificadas acima. Caso os coordenadores líderes sejam omissos, estaria agindo de forma ilícita e descumprindo com o seu dever de agir.

[180] Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O`CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. *The Initial Public Offering*. New York: Bowne & Co., Inc., 2004. Para visualizar mais procedimentos a serem adotados pelos coordenadores, conferir o anexo III desse trabalho.

O dever jurídico do coordenador líder também encontra fundamento no direito penal. De acordo com o art. 6.º da Lei 7.492, de 16 de junho de 1986, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional, pune-se com reclusão, de 2 a 6 anos, e multa, induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente.[181]-[182] Podemos entender que se reforça a necessidade de o coordenador líder não ser omisso e adotar todas as cautelas necessárias na condução da *due diligence*.

Em relação a exigência da CVM do coordenador líder de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, encontramos respaldo no princípio da transparência.

O sistema jurídico brasileiro tem como um dos princípios fundamentais do mercado de capitais a transparência das informações.[183] O referido princípio busca garantir condições de igualdade no acesso de tais informações e que dados relevantes e com qualidade sejam divulgados para os investidores, de forma que possam avaliar criteriosamente todos os aspectos relacionados com a decisão de investir. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa define o princípio da transparência como:

> Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.[184]

---

[181] BRASIL. Lei 7.492 de 16 de junho de 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7492.htm. Último acesso em: 04 out. 2010.

[182] Entendemos que a responsabilidade, nesse no caso, recairia sobre os administradores do coordenador líder, visto que de acordo com o art. 56-A da instrução CVM no 400/2003 "Os administradores da instituição líder da oferta, dentro de suas competências legais e estatutárias, têm o dever de zelar pelo cumprimento das obrigações impostas ao líder por esta Instrução". (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

[183] MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 269.

[184] Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4.ed. São Paulo: IBGC, 2009, p. 19.

Para Marcos Paulo de Almeida Salles, o princípio da transparência trata-se de "pretensão de plenitude democrática da informação prestada", de tal modo que ao investidor é dada a possibilidade de ponderar o risco de seu investimento.[185]

De acordo com Marcos P. A. Salles esse princípio tem sua origem no sistema jurídico norte-americano, que procurou dar amparo às conseqüências geradas pela crise de 1929, buscando transferir ao investidor a responsabilidade pelos riscos inerentes aos investimentos. Entretanto, os riscos seriam aferíveis por meio da avaliação das informações divulgadas que se tornaram publicações obrigatórias das companhias, exigidas pelos órgãos normativos.[186]

O objetivo de obrigar as companhias a divulgarem informações é suprir a assimetria informacional existente entre o investidor e a companhia. Os investidores precisam de adequada informação para avaliar os riscos e alocar seus recursos de maneira a atender as suas expectativas.

De acordo com George A. Akerlof, a assimetria informacional pode acarretar no problema da seleção adversa. Conforme o autor menciona em seu trabalho[187], no mercado de automóveis usados existe assimetria de informações entre os compradores e vendedores, visto que o vendedor possui mais conhecimento sobre a qualidade dos carros do que o comprador que nunca teve contato com o produto.[188] Nesse sentido, a tendência é que carros com qualidade inferior sejam negociados com o mesmo preço dos carros de qualidade superior gerando o problema da seleção adversa.[189]

Transportando a análise para o contexto do mercado de capitais, a divulgação de informações supre a assimetria de informações entre a companhia e o investidor, possibilitando a este último avaliar a qualidade do ativo que está investindo. Dessa

[185] SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Jurisprudência sobre o Mercado de Valores Mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 1998, p. 77-84. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-7.htm>. Acesso em: 13 nov. 2010.
[186] SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Jurisprudência sobre o Mercado de Valores Mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 1998, p. 77-84. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-7.htm>. Acesso em: 10 nov. 2010.
[187] AKERLOF, George Arthur. The Market for "lemmons": quality uncertainty and market mechanism. 1970. Quaterly Journal of Economics, v. 84, n. 3. Disponível em: <http:www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 17 nov. 2010, p. 488-500.
[188] Idem, ibidem, p. 488-499.
[189] Idem, ibidem, p. 488-499.

forma, um dos requisitos fundamentais para o pleno funcionamento do sistema regulatório de mercado de capitais baseado em informações é que haja divulgação das informações,[190] condição que a regulação do mercado de capitais brasileiro tratou amplamente.

O §4° de art. 157 lei 6.404/1976 exige que os administradores da companhia aberta devem comunicar imediatamente à BM&FBovespa e divulgar pela imprensa qualquer "deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".[191]

No âmbito de uma oferta pública, o prospecto e o formulário de referência são os documentos que contêm todas as informações relevantes para que os investidores possam formar criteriosamente sua decisão de investimento. De acordo com o art. 38 da Instrução 400/2003,

> [...] o prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.[192]

De acordo com o art. 39 da Instrução 400/2003 da CVM, o coordenador líder é o responsável pela elaboração do prospecto e esse documento deverá:

> [...] de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:
>
> I – a oferta;
> II – os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes;
> III – o ofertante;
> IV – a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;

[190] PAREDES, Troy. Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation. Jun. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=413180>. Acesso em: 13 nov. 2010.
[191] BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. art. 82. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010
[192] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

> V – terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e
> VI – terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta. [193]

A Instrução CVM 358, de janeiro de 2002, que regula o uso de informações sobre ato ou fato relevante, define este da seguinte forma:

> Art. 2.º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:
>
> I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
> II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
> III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Portanto, o coordenador líder tem a obrigação – e existem critérios definidos pela Instrução CVM 358/2002 – para colocar informações relevantes no prospecto e no formulário de referência.

Além da lei e da instrução normativa, o mercado passou a exigir mais transparência das informações por meio da autorregulação. O fenômeno da autorregulação surge como uma forma eficiente de provocar mudanças de forma rápida e independente de outros órgãos.[194]

---

[193] Ibidem. Art. 39.

[194] De acordo com o Conselho de Valores Mobiliários (CVM) a autorregulamentação está fundamentada nos seguintes pressupostos: (i) A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação; (ii) Uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados; (iii) A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador. Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar mais eficiente a atuação do órgão regulador, já que só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, o maior zelo na observância das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento. CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Cadernos CVM: a auto-regulação. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1(new).asp#auto>. Acesso em: 14 nov. 2010.
Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, como a

De acordo com Otavio Yasbek[195] as normas que envolvem a autorregulação podem ser sintetizadas em duas amplas categorias: (i) regras de acesso aos sistemas da bolsa, que englobam todos os mecanismos de ingresso de intermediários e de emissores de títulos, assim como as condições de listagem para negociação; e (ii) as regras protetivas dos agentes ou garantidoras dos mecanismos de negociação, por exemplo, regras sobre processos de formação de preços, operacionais, de conduta e de prestação de informação.

A instrução CVM n° 312 de 13 de agosto de 1999 possibilitou à bolsa de valores estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seu recinto ou sistema. A partir de então, a BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM)[196] tornou-se o principal órgão autorregulador do mercado de capitais brasileiro, desempenhando um papel fundamental para alavancar o mercado de capitais e atrair investidores. Em 2000 a BSM criou os segmentos de práticas diferenciadas de governança corporativa que passou a exigir mais transparência das informações prestadas publicamente pelas companhias listadas na Bolsa de Valores.[197]

---

complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência a autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade adversa aos negócios. "

[195] YASBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2007.

[196] A BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM) atua na fiscalização do mercado de valores mobiliários e foi adequada aos princípios e às regras da Instrução CVM nº 461/07, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários. A BSM sempre atuou como órgão auxiliar da CVM no que concerne à regulação dos mercados da bolsa. Antes de 2007, só cuidava do que agora se chama "segmento" Bovespa (mercado de ações). A partir de 2008, com a completa integração das antigas bolsas, Bovespa e BM&F, a BSM passou a responder também pela regulação do "segmento" BM&F (mercados de *commodities* e futuros). Atualmente a BSM é a responsável pela autorregulação de todos os mercados da BM&FBovespa. Cf. em: BM&FBovespa. A BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/QuemSomos.asp>. Acesso em: 14 nov. 2010.

[197] O nível 1 exige principalmente melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs), às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e às Informações Anuais (IANs); divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores e divulgação dos contratos com partes relacionadas (são contratos, operações, negociações realizados entre uma companhia e suas controlada(s) e/ou coligada(s), adminstradores,e seus acionistas controladores, e, ainda, entre uma companhia e sociedade(s) controlada(s) e/ou coligada(s) dos administradores e do acionista controlador, assim como com outra sociedades que com qualquer dessas pessoas que integre um mesmo grupo de fato ou de direito).
O nível 2 e o Novo Mercado exige a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP. BM&FBovespa. *Governança Corporativa*: os segmentos de listagem da BM&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp>. Acesso em: 16 nov. 2010.

A ANBIMA, outra entidade autorreguladora e que regula sobre as ofertas públicas de distribuição, também dispõe sobre a transparência das informações:

> Art. 9º - Nas Ofertas Públicas em que atuem na qualidade de Coordenadores, as Instituições Participantes deverão, na forma deste Código, zelar pela elaboração de prospecto que contenha informações apresentadas de forma suficiente, clara e precisa para que o investidor tome a decisão de investimento com as informações necessárias disponíveis.[198]

Portanto, percebemos que diversos órgãos normativos exigem a divulgação de informações relevantes no âmbito da oferta pública de valores mobiliários. Contudo, com qual parâmetro pode-se afirmar que as afirmações contidas nos prospecto e formulários de referência não condizem com os fatos na prática, ou seja, o que significa informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, conforme previsto na instrução CVM n° 400/2003?

Sobre essa questão entendemos que a linguagem sempre comportará certa indeterminação, contudo não afastará daquele que se sentir lesado por uma informação falsa, inconsistente, inverídica ou insuficiente o ônus argumentativo de justificar seus questionamentos.

De acordo com a teoria interpretativista[199] o intérprete tem duas tarefas separadas, primeiro formular hipóteses que sejam consistentes com os fatos na prática e segundo mostrar qual dentre elas fornece a justificativa mais verossímil com os fatos na prática.[200]

No contexto de uma oferta pública de valores mobiliários o intérprete do prospecto e do formulário de referência são os investidores que devem analisar as informações para formar sua decisão. Caso sofra danos e acredite que seja decorrente de informações

---

[198] AMBIMA. Código AMBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários de 19 de outubro de 2009. art. 6.º, VI. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf>. Último acesso em: 13 maio 2010.

[199] Interpretativismo é uma teoria sobre o que determina os direitos e deveres jurídicos, o que torna o que a lei exige condizente com o que acontece na prática. STAVROPOULOS, Nicos. Interpretivist Theories of Law. Stanford Encyclopaedia of Philosophy, disponível em: <http://plato.stanford.edu/entries/law-interpretivist/>. Acesso em: 14 nov. 2010.

[200] STAVROPOULOS, Nicos. Interpretivist Theories of Law. Stanford Encyclopaedia of Philosophy, disponível em: <http://plato.stanford.edu/entries/law-interpretivist/>. Acesso em: 14 nov. 2010.

falsas, inconsistentes, inverídicas ou insuficientes sua primeira tarefa será encontrar uma hipótese que seja coerente com informação adequada. Posteriormente deverá apresentá-la justificadamente, mostrando a verossimilhança com os fatos na prática.

O caso que envolve a empresa Gafisa S.A. ilustra esse procedimento descrito acima. A Gafisa S.A. realizou oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias em 17 de fevereiro de 2006. O processo administrativo na CVM iniciou-se com a reclamação do Sr. José Souza do Nascimento sobre irregularidade envolvendo os empreendimentos Condomínio Alphaville Manaus e Condomínio Riviera de Ponta Negra, na cidade de Manaus. De acordo com o relator do caso:

> Segundo o Reclamante, o Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias omitiu informações relacionadas a processos judiciais que estariam em curso contra a Gafisa S.A., que questionavam a titularidade de imóveis sobre os quais se situavam empreendimentos da Gafisa e, de acordo com o Reclamante, constituíam contingências que deveriam ser informadas ao mercado.
>
> Em atendimento a solicitação de esclarecimentos da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, a Gafisa afirmou que as referidas contingências judiciais não foram informadas porque não existiam, na medida em que se referiam a ações judiciais cujas sentenças já haviam transitado em julgado. Após verificar a consistência dessa informação, a SRE entendeu não haver contingências judiciais pendentes de divulgação pela Gafisa.
> [...]
> O Relator, após analisar os fatos, concordou com o entendimento da SRE, manifestando-se no sentido de que, por ocasião da publicação do Prospecto, não teria havido infração por parte da companhia ao dever de informar, dada a inexistência de contingência que devesse ser divulgada.[201]

A hipótese formulada pelo reclamante foi de que existiam contingências que não foram informadas. Entretanto, não apresentou justificativas coerentes ao ponto de demonstrar a verossimilhança com os fatos na prática e foi a argumentação apresentada pela Gafisa S.A. que descreveu melhor os fatos, forneceu melhores razões e foi considerada a mais verossímil.[202]

Portanto, não há como se definir *a priori* o que seja uma informação verdadeira, consistente, correta e suficiente, sendo ônus da vítima formular a hipótese sobre qual

[201] CVM. Processo Administrativo nº RJ2007/0057. Recurso da Gafisa S.A. contra solicitação da SEP para que a Cia. encaminhasse manifestação, via sistema IPE, acerca de denúncia formulada por José Souza do Nascimento – proc. rj2007/0057. Relator: DMP. J. em 24 jun. 08. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 20 ago. 2010.

[202] Note que a discussão acima é diferente do debate sobre quem deve provar os fatos alegados, pois esse assunto será tratado na parte II do trabalho.

seria a distorção entre o que está escrito no prospecto ou no formulário de referência com o fato na prática e apresentá-la justificadamente.[203]

A última exigência do art. 56, §1° da instrução n. 400/2003 da CVM, sobre a responsabilidade do coordenador líder de assegurar que as informações fornecidas ao mercado permitam aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta, consiste num ponto que não foi tratado pela doutrina brasileira e que pode suscitar questões sobre o alcance da responsabilidade do coordenador líder, tais como:

(i) O coordenador líder pode ser responsabilizado pela forma como as informações são disponibilizadas para o investidor?

(ii) A forma como as informações são disponibilizadas no prospecto e no formulário permitem às diversas espécies de investidores uma tomada de decisão fundamentada sobre o investimento?

(iii) O sentido dessa exigência é a de gerar informação ou gerar esclarecimento?

O sistema regulatório do mercado de capitais está pautado na hipótese do mercado de capitais eficiente (*Efficient Capital Market Hypothesis*, "ECMH"). De acordo com essa teoria os preços dos ativos de uma companhia refletem todas as informações relevantes disponíveis.[204] Contudo, não basta haver ampla divulgação é necessária informação que esclareça o investidor e permita-o fazer a análise.

Em decisão administrativa do Colegiado da CVM, o órgão confirmou a necessidade de informação que esclareça o investidor. De acordo com a decisão: "não basta haver a ampla divulgação das informações do prospecto. Para se assegurar o pressuposto do mercado eficiente é necessário que o prospecto seja redigido em linguagem acessível,

[203] No caso da aplicação do regime de responsabilidade objetiva será ônus da vítima formular a hipótese e demonstrar a verossimilhança com os fatos, contudo não caberá a ela provar os fatos alegados. Essa situação será estudada nos capítulos seguintes.

[204] FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets*: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Finance, v. 383, 1970; e FAMA Eugene F. *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*. Abr. 1997. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15108>. Acesso em: 14 nov. 2007.

de forma que seu conteúdo seja bem compreendido e assimilado pelo público alvo da oferta”. [205]

Apesar do reconhecimento da importância de informação que esclareça o investidor a preocupação do sistema regulatório brasileiro tem apontado em outro sentido. O que se verifica é exigência de cada vez mais informação das companhias e consequentemente um aumento na quantidade de informações prestadas para os investidores analisarem, ou seja, a premissa que o mercado de capitais brasileiro adota é de quanto mais informação melhor.

Resultado dessa lógica pode-se incluir, por exemplo, as exigências de informações dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&Fbovespa e a recente instrução CVM n° 480 de 07 de dezembro de 2009, que alterou substancialmente a quantidade de informações a serem prestadas pelas companhias, tais como: (i) atribuições de cada órgão e comitê da companhias; (ii) mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê; (iii) em relação aos membros da diretoria, suas atribuições e poderes individuais; e (iv) mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, dos comitês e da diretoria.[206]

Desde que Bernard Black, em 2000, constatou que o mercado de capitais brasileiro não possuía uma cultura muito forte de cumprimento de prestação de informações[207], muito se evoluiu. É bem verdade que a maior transparência das companhias resultou num aumento da credibilidade do mercado brasileiro. Contudo, o nosso sistema regulatório deu atenção destacada para quantidade e os tipos de informações prestadas e pouco se discutiu sobre formas para gerar informações que produzam esclarecimento.

Informar e não gerar esclarecimento tem um efeito tão prejudicial quanto prestar informações inconsistentes, equivocadas, erradas ou insuficientes e também podem ser objeto de ação de responsabilidade civil em caso de danos aos investidores não apenas

[205] Decisão do Colegiado da CVM datado: 08/09/2004, Assunto: Dispensa de Requisito de Registro na Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Preferenciais "A" de emissão de Braskem S.A. ("Braskem") – Processo CVM Nº RJ/2004/2465.

[206] Para uma análise mais aprofundada veja Quadro Comparativo Das Informações Periódicas e Eventuais Das Companhias Abertas após a Instrução CVM N.º 480, de 7 de dezembro de 2009 em anexo.

[207] BLACK, Bernard. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 13 nov. 2010.

fundamentado na art. 56 da instrução 400/2003 da CVM, mas também no princípio da boa-fé. Nesse sentido, os dispositivos que fundamentam a aplicação da boa-fé são:

> Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.
> [...]
> Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.
> [...]
> 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

A importância da distinção de culpa e ilicitude está em discutir a aplicabilidade da boa-fé objetiva[208], princípio esculpido também no artigo 187 do Código Civil e que não exige a conduta culposa para a configuração do ato ilícito.

> [...] a expressão *boa-fé objetiva* exprime o *standard* de lisura, correção, probidade, lealdade, honestidade – enfim, o *civiliter agere* que deve pautar as relações intersubjetivas regradas pelo Direito. Daí a razão pela qual a boa-fé objetiva atue, concomitantemente, como (i) fonte de deveres de conduta (deveres de prestação e deveres de proteção) no terreno obrigacional; (ii) cânone para a interpretação dos negócios jurídicos; e (iii) baliza para a averiguação da licitude no modo de exercício de direitos, vedando, por exemplo, o comportamento contraditório ou desleal.

Dessa tríplice função, hoje perfeitamente discernida nos arts. 113,187 e 422 do Código Civil Brasileiro, interessa aos fins do presente estudo apenas a terceira, pois a boa-fé objetiva exerce uma função de garante das legítimas expectativas do coordenador líder e dos investidores, "sendo a missão primária do Direito assegurar expectativas e direcionar condutas a uma ordem de convivência que permita coordenar positivamente a interação social".[209]

"Na função de baliza da licitude, confiança e boa-fé (idéias já unidas etimologicamente pela noção de *fides*) conectam-se funcionalmente, uma sintetizando a proteção das

[208] "Hoje é corrente a distinção entre a boa-fé subjetiva e objetiva. Sabe-se que o papel dogmático da boa-fé subjetiva (ou "boa-fé psicológica") diz respeito à tutela, em certas situações, do estado psicológico, estado de consciência caracterizado pela ignorância de se estar a lesar direitos ou interesses alheios em que pode estar um sujeito jurídico. A expressão traduz a idéia naturalista da boa-fé, aquela que, por antinomia, é conotada à má-fé e que também se manifesta pela crença justificada na aparência de certa situação ou realidade jurídica." MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé[1]. Set. 2006. Disponível em: <www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/.../CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.26.

[209] MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé[1]. Set. 2006. Disponível em: <http://www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/LusCommune/CostaJudith.pdf>. Acesso em: 11 dez. 2011, p.27.

legítimas expectativas, outra traduzindo as exigências de probidade e correção no trafego jurídico".[210] Nesse sentido, a função da boa-fé objetiva como balizadora da licitude atua para coibir as condutas do coordenador líder que possam afetar as expectativas de confiança do acionista.

Entre as regras éticas esperadas do coordenador líder está em não criar ou sustentar indevidamente expectativas falsas nos investidores, bem como de prevenir a formação de informações incorretas, inverídicas, insuficientes ou inadequadas. Trata-se evidentemente de tutelar expectativas legítimas para os investidores.

Existe uma situação de confiança legítima entre o investidor e o coordenador líder. O primeiro ao analisar as informações contidas no prospecto de oferta pública e no formulário de referência acredita que o coordenador líder tenha exercido de modo regular a sua atividade. Havendo quebra nessa relação de confiança motivada por prejuízos decorrentes das divulgações de informações, não significa que haja culpa do coordenador líder.

Por exemplo, ainda que os danos sejam pela infração ao dever de informar, o que não afasta a responsabilidade do coordenador líder, o motivo real pode ter sido numa infração ao dever de cooperação da companhia emissora em relação à prestação das informações ao coordenador líder. Nesse sentido, como já mencionado, o modo de exercerem-se os direitos, faculdades, poderes, pode levar à contrariedade ao ordenamento jurídico a essa contrariedade, porém, não precisa ser culposa, basta que seja imputável.

No exemplo acima, não está afastada a responsabilidade do coordenador líder perante o investidor. Esse agente terá direito de regresso contra a companhia conforme previsão contratual do Contrato de Distribuição. Contudo, existem hipóteses de excludentes da imputabilidade, quais sejam:

Apesar de ser possível caracterizar as ilicitudes dos coordenadores líderes, há uma grande dificuldade a ser enfrentada pelo investidor quando incumbe a ele provar a culpa do coordenador líder. Abaixo, vemos que a evolução da responsabilidade civil sempre

[210] *Idem, Ibidem*, p. 28.

se deparou com situações em que a formação de provas pela vítima se mostrava um fardo por vezes inviável.

> De início a dificuldade de demonstração da culpa atendia, em boa medida, ao interesse social que rejeitava a limitação da autonomia privada, salvo na hipótese de uso flagrante inaceitável da liberdade individual. Entretanto, com o desenvolvimento do capitalismo industrial e a proliferação de acidentes ligados às novas tecnologias, tal dificuldade intensificou-se ao extremo, atraindo a intolerância social e a rejeição do próprio poder judiciário. A exigência de que a vítima demonstrasse a culpa em acidentes desta natureza – basta pensar em acidentes de transporte ferroviário ou em acidentes de trabalho ocorridos no interior das fábricas – tornava-se verdadeiramente odiosa diante do seu desconhecimento sobre o maquinismo empregado, da sua condição de vulnerabilidade no momento do acidente e de outros tantos fatores que acabaram por assegurar à prova da culpa a alcunha de *probatio dibolica*.[211]

A situação apresentada acima não se configura de maneira diferente no caso da relação do coordenador líder com os investidores. Os investidores não têm acesso à documentação que demonstraria o padrão de condução da realização da *due diligence* e que poderia servir de prova num processo judicial. Para as companhias e os bancos de investimentos esses documentos são confidenciais.

Embora o coordenador líder tenha a obrigação de guardar por cinco anos toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do prospecto e do formulário de referência, eles estão disponíveis apenas para a CVM, conforme definido no art. 37 da Instrução 400/2003.

De acordo com o inciso I do art. 48 da Instrução 400/2003, as instituições intermediárias, desde a contratação, envolvidas na oferta pública de distribuição, deverão, sem prejuízo da divulgação pela emissora das informações periódicas e eventuais exigidas pela CVM, até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar-se a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida.

Corroborando com a ideia da dificuldade de comprovação da culpa, um advogado que preferiu não se identificar, em entrevista à *Revista Capital Aberto*, contou que seu escritório foi procurado por investidores que o questionaram sobre as possibilidades de

[211] SCHREIBER, Anderson. *Novos Paradigmas da Responsabilidade Civil*. Da erosão dos Filtros da Reparação à Diluição dos Danos. São Paulo: Atlas, 2007, p. 17.

conseguir na Justiça uma indenização do Banco Credit Suisse, coordenador líder da distribuição pública de certificado de ações da Agrenco Ltd.

O advogado "disse a eles que o grande problema seria coletar provas de que a instituição intermediária tinha conhecimento das falcatruas existentes na empresa". Acrescentamos ainda que os investidores, por exemplo, teriam que encontrar um funcionário que comprovasse essa alegação, fato que classificou como "muito difícil".[212]

Portanto, a aplicação do regime de responsabilidade subjetiva para indenizar o coordenador líder por erros de condutas que tenham cometido mostra-se pouco viável pela dificuldade de se caracterizar o erro e por ser de difícil comprovação pelos investidores. Uma solução para esse problema seria a inversão do ônus da prova pela presunção de culpa do coordenador líder.

> As presunções de culpa consagradas na lei, invertendo o ônus da prova, vieram melhorar a situação da vítima, criando-se a seu favor uma posição privilegiada. Tratando-se, contudo, de presunções *juris tantum*, não nos afastamos do conceito de culpa da teoria clássica, mas apenas derrogamos do conceito de culpa um princípio dominante em matéria de prova. Tais presunções são em geral, criadas nos casos de responsabilidades complexas isto é, das que decorrem de fato de outrem, ou dos fatos das coisas inanimadas.[213] Fixadas por lei as presunções *júris tantum*, o fato lesivo é considerado, em si mesmo, um fato culposo[214] e como tal determinará a responsabilidade do autor, se este não provar a ausência de causa estranha causadora do dano, como força maior, o caso fortuito, a culpa da própria vítima ou o fato de terceiro.

Nesse sentido, dada a dificuldade de provar a culpa do coordenador líder, tendo em vista a inacessibilidade dos investidores aos documentos e procedimentos que foram utilizados do decorrer do processo de *due diligence*, a presunção de culpa apresenta-se como uma estratégia que melhora a situação das vítimas. Dessa forma, o ônus da prova é invertido, incumbindo aos coordenadores provarem a ausência de culpa.

A opção de presumir a culpa do coordenador líder também é defendida por Nelson Eizirik. Ele entende que é bastante "gravoso ao investidor, especialmente aquele não qualificado, ter que provar que o *underwriter*, em determinada situação concreta, não

---

[212] MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008.
[213] PAGE, Henri De. *Traité de droit civil belge*. Bruxelas-Paris, 1934, p. 932-933. *Apud*: LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 72.
[214] *Ibidem*, p. 969. *In*: *Ibidem*, p. 72.

teria atuado com a diligência esperada de um bom profissional".[215] Por outro lado, não cogita a aplicação da responsabilidade objetiva, visto que os atos dos coordenadores podem ser concretamente examinados.[216] O autor, por fim, entende prevalecer uma solução intermediária, que consiste no "reconhecimento de presunção de culpa do *underwriter* nos casos em que os investidores forem lesados pela ausência de informações ou pela inclusão de informações inverídicas nos documentos relacionados à oferta pública".[217] De acordo com Sergio Cavalieri Filho,

> A culpa presumida foi um dos estágios na longa evolução do sistema de responsabilidade subjetiva ao da responsabilidade objetiva. Em face da dificuldade de se provar a culpa em determinadas situações e da resistência de alguns autores subjetivistas em aceitar a responsabilidade objetiva, a culpa presumida foi o mecanismo encontrado para favorecer a posição da vítima. O fundamento da responsabilidade continuou o mesmo, a diferença reside num aspecto meramente processual de distribuição do ônus da prova. Enquanto no sistema clássico (da culpa comprovada) cabe à vítima provar a culpa do causador do dano, no de inversão do ônus probatório atribui-se ao demandado o ônus de provar que não agiu com culpa.[218]-[219]

O estabelecimento da presunção de culpa depende de regulação normativa. Contudo, definir a presunção de culpa do coordenador líder nos casos de infração ao dever de diligência não depende de revisão da Lei 6.385/1976, como defendeu o advogado e ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade.[220]

De acordo com o inciso II, *a*, do art. 18 da Lei 6.385/1976, é da competência da CVM definir "as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações".[221] Nesse sentido, caberia apenas à CVM definir por meio ato normativo a presunção de culpa.

---

[215] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais*: Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 186.
[216] *Ibidem*, p. 186.
[217] *Ibidem*, p. 186.
[218] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 39.
[219] No momento, não cabe discutir se o acadêmico e advogado Nelson Eizirik está ou não sendo resistente em relação à responsabilidade objetiva. Esta discussão será feita no próximo item.
[220] MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. *Revista Capital Aberto*, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário>. Último acesso em: 11 jun. 2010.
[221] BRASIL. Lei 6.385 de 07 de setembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 de abr. 2010.

> A CVM, por sua vez, tem o poder de emitir normativos complementares às Leis e Resoluções que a norteiam. Esses normativos chamam-se Instruções, Deliberações, Pareceres e Notas Explicativas. A definição formal para esses atos está contida na Deliberação n.º 1.[222]

O ato normativo adequado é a Instrução, tendo em vista que se direciona a regulamentar as matérias expressamente previstas na Lei 6.385/1976.[223] Portanto, para a inversão do ônus da prova que, supriria a dificuldade de provar a culpa do coordenador líder por infrações ao seu dever de agir, basta que a CVM emita uma instrução presumindo a responsabilidade dos intermediários. Dessa forma, o ônus recairia sobre os coordenadores, facilitando a reparação dos investidores.

Por fim, a regulação que disciplina a conduta dos coordenadores líderes de ofertas públicas de ações permite que em cada operação exista um padrão de diligência diferente. Contudo, o padrão de diligência exigido pela CVM é alto e as ilicitudes do coordenador líder podem ser identificadas.

No contexto de uma oferta pública de ações, no que tange infrações ao dever de informar que resultaram em danos para os acionistas, os coordenadores líderes podem ser responsabilizados por: não adotar todas as cautelas necessárias no processo de *due diligence*; pela divulgação de informações inverídicas, incorretas, insuficientes ou por omissão de informações relevantes; não divulgar as informações de forma que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada; e por infringir o princípio da boa-fé-objetiva.

As situações apresentadas acima são possíveis violações à regulação de ofertas públicas, ou seja, são os atos ilícitos do coordenador líder no âmbito de uma oferta pública. As ilicitudes podem ser praticadas sem a presença da culpa do coordenador líder, o que não afasta a responsabilização, pois basta que a violação seja imputável ao coordenador líder.

---

[222] CVM. Atos Normativos na Esfera da CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/atos/atos.asp. Último acesso em: 06 out. 2010.

[223] CVM. *DELIBERAÇÃO CVM Nº 01, de 23 de fevereiro de 1978*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\deli\deli001.htm. Último acesso em: 06 out. 2010.

A responsabilização do coordenador líder informada pela culpa impõe ao acionista, vítima da infração, o fardo de formar provas sobre as suas alegações. Fato que se mostra inviável, visto que os acionistas não possuem acesso às informações sobre como o processo de *due diligence* foi realizada.

Nesse sentido, a inversão do ônus da prova parece ser uma solução para a dificuldade de formação de provas pelos acionistas, pois o ônus passaria a ser do coordenador líder. Para tanto, é necessário que a CVM elabore uma instrução, dado que esse instrumento destina-se a regulamentar matérias previstas na Lei 6.385/1976, esta por sua vez, estabelece que é competência da CVM disciplinar a responsabilidade dos intermediários financeiros.

Portanto, a responsabilização dos coordenadores líderes de ofertas públicas de ações responsabilização depende de uma alteração regulatória o que nos leva a concluir que atualmente esse regime não é o mais adequado para indenizar os investidores.

Nos próximos capítulos dessa primeira parte do trabalho estudaremos a possibilidade de aplicação do regime de responsabilidade objetiva à atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações que pode ser pautada pelo Código Civil ou pela aplicação do Código de Defesa do Consumidor.

Na primeira situação caberá a discussão sobre os riscos da atividade de intermediação, enquanto na segunda situação será necessário caracterizar o investidor como um consumidor, o coordenador líder como um fornecedor e entender o serviço que é prestado pelo coordenador líder na atividade de intermediação financeira. Os capítulos abaixo tratarão desses pontos para investigar a possibilidade da aplicação dos regimes de responsabilidade objetiva.

2 O risco da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas iniciais

O Código Civil de 2002, ao estabelecer no parágrafo único do art. 927 que "Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem", não está inovando a matéria de responsabilidade objetiva, mas reconhecendo uma tendência à objetivação.

A tendência à objetivação é também reconhecida por Caio Maio da Silva Pereira. Segundo o autor:

> Não será sempre que a reparação do dano se abstrairá do conceito de culpa, porém quando o autorizar a ordem jurídica positiva. É neste sentido que os sistemas modernos se encaminham, como, por exemplo, o italiano, reconhecendo em casos particulares e em material espacial a responsabilidade objetiva, mas conservando o princípio tradicional da imputabilidade do fato lesivo. Insurgi-se contra a ideia tradicional da culpa é criar uma dogmática desafinada de todos os sistemas jurídicos. Ficar somente com ela é entravar o progresso.[224]

Entretanto, a aplicação da responsabilidade objetiva na atividade de intermediação financeira de ofertas públicas de ações é contestada por alguns autores. Eizirik *et al*. entende que a "obrigação de reparar o dano independentemente da prova de culpa, justifica-se em função do exercício de atividade perigosa, tendo em vista o risco que ela apresenta para terceiros".[225]

Ademais, os autores defendem que a responsabilidade objetiva não se aplica a toda e qualquer atividade econômica, "mas apenas àquelas que, por envolverem um risco extraordinário muito maior do que o normal, justifiquem a adoção de um tratamento jurídico especial no que se refere à responsabilidade civil".[226]

---

[224]PEREIRA, Caio Mario. Instituições de Direito Civil. *Apud* GONÇALVES, Carlos Roberto. *Responsabilidade Civil*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 25.

[225] BITTAR, Carlos Alberto. Responsabilidade Civil nas atividades perigosas. *In*: Responsabilidade Civil – Doutrina Jurisprudência. São Paulo, Saraiva, 1984, p. 93-94. *Apud*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais***:** Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 184.

[226] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais***:** Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 184.

Esse estudo discorda do posicionamento citado acima e neste tópico aprofundaremos o assunto, justificando a aplicação da responsabilidade objetiva pelo risco extraordinário que a atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações cria para a poupança popular no mercado de capitais brasileiro.

Antes de adentrarmos no cerne da discussão, é importante fazermos alguns esclarecimentos iniciais. Cabe destacar que, conforme o disposto no art. 927 do Código Civil, é necessário que a atividade seja normalmente desenvolvida para se aplicar a responsabilização pelo risco. Não um conceito do que seja atividade desenvolvida normalmente. Nesse sentido, entendemos que ocorra quando se repete com uma frequência razoável de vezes.

Embora a nossa análise limita-se à atividade intermediação dos coordenadores em ofertas públicas de ações, a atividade de intermediação é exigida em toda e qualquer oferta pública de valores mobiliários.[227] O quadro abaixo retrata tanto o número de ofertas de ações como o de outras ofertas públicas de valores mobiliários realizadas somente no ano de 2010, mostrando que é uma atividade que ocorre com uma frequência razoável.

Quadro 05.

Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2010[228]

TIPO DE OFERTA	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Nº de registros	Volume em R$	Nº de registros	Volume em R$	Nº de registros	Volume em R$
Ações	23	145.208.531.033,85	11	6.799.036.009,50	34	152.007.567.043,35
Certificado audiovisual	75	90.872.187,00	0	0,00	75	90.872.187,00
Certificado de depósito de ações	1	172.500.000,00	0	0,00	1	172.500.000,00
Certificado de recebíveis imobiliários	53	2.138.652.571,90	0	0,00	53	2.138.652.571,90
Debêntures	19	15.634.956.000,00	0	0,00	19	15.634.956.000,00
Quotas de fidc / fic-fidc/ fidc-np	41	10.233.600.000,00	0	0,00	41	10.233.600.000,00
Quotas de fip / fic-fip	17	3.512.990.418,36	0	0,00	17	3.512.990.418,36
Quotas de funcine	2	150.000.000,00	0	0,00	2	150.000.000,00
Quotas de fundo imobiliário	35	9.158.593.193,32	4	570.479.720,00	39	9.729.072.913,32
Total:	**266**	**186.300.695.404,43**	**15**	**7.369.515.729,50**	**281**	**193.670.211.133,93**

Fonte: www.cvm.gov.br

[227] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

[228] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 20 Ofertas Primárias e Secundárias Registradas na CVM em 2010: Posição até 10 de janeiro de 2011. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 10 jan. 2010.

No contexto da oferta pública inicial, como vimos no quadro 1, até a crise econômica de 2008 as ofertas vinham sendo realizadas numa crescente. Em 2004, foram 7 IPOs; 2005, 9 IPOs; 2006, 26 IPOs; 2007, 64 IPOs; 2008, 4 IPOs; 2009, 6 IPOs; e 2010, 11 IPOs.

Outra questão que merece esclarecimento são as diferenças conceituais entre perigo, álea e risco. Saber brevemente suas distinções nos possibilitará visualizar quais são as situações em que é válido discutir a possibilidade de aplicação do regime de responsabilidade objetiva.

De acordo com Teresa Ancona Lopes, perigo é "tudo aquilo que ameaça ou compromete a segurança de uma pessoa ou coisa".[229] Trata-se de uma situação conhecida e real. Diferente da álea que consiste em um "acontecimento totalmente inevitável para o qual não há, geralmente, possibilidade de previsão".[230] Os perigos que decorrem daí são incalculáveis.

Já o risco trata-se de um "perigo eventual mais ou menos previsível, diferente da álea (imprevisível) e do perigo (real)".[231] Para a responsabilidade civil, a noção de risco se refere ao prejuízo que uma das partes pode sofrer ou já sofreu.[232] Dessa forma, assumir o risco de uma atividade significa aceitar os danos decorrentes de perigos incertos, mais ou menos previsíveis, que aquela atividade pode gerar.

Na atividade de intermediação financeira estão envolvidos diversos tipos de riscos. Para este estudo cabe diferenciar os riscos que são relevantes para a análise da responsabilidade civil objetiva, distinguindo-os pelos agentes que os suportam.

As companhias, ao decidirem captar recursos, procuram se defender de certos riscos inerentes à colocação pública de valores mobiliários. Tais como:

---

[229] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 17.
[230] *Ibidem*, p. 17.
[231] *Ibidem*, p. 18.
[232] *Ibidem*, p. 19.

1) *Risco de espera*, relativo ao período de tempo que transcorre entre o momento em que a companhia detecta a necessidade de captar recursos, projeta a operação, atende às exigências legais e administrativas e o lançamento dos títulos do mercado;

2) Risco decorrente da determinação do preço do lançamento dos títulos (*pricing risk*) que deve ser objeto de acurada análise; se o preço for muito baixo, a companhia captará volume menor de recursos; se for muito alto, a colocação poderá ficar comprometida; e

3) O risco de distribuição pública dos títulos (*marketing*) decorrentes das dificuldades de vender os papéis por quem não dispõe de uma estrutura especializada e não tem condições de prever como evoluirão as condições do mercado.[233]

As companhias assumem o risco de *espera* exclusivamente e compartilha o risco da *precificação* com os coordenadores. Estes, por sua vez, assumem os riscos decorrentes do eventual insucesso na colocação pública dos títulos, por meio da cláusula de garantia de subscrição de ações. Contudo, esses riscos não estão relacionados com a potencialidade de causar danos diretamente aos investidores. Portanto, não são relevantes para a discussão da responsabilidade objetiva pelo risco.

Com o intuito de viabilizar a liquidação dos ativos da oferta pública de valores mobiliários, as instituições financeiras participantes e a emissora da oferta podem entre si contratar um regime de subscrição das ações.

A partir da leitura do inciso I, art. 15, da Lei 6.385/1976, entende-se que existem dois regimes essenciais de subscrição de ações, nos quais as instituições financeiras (i) distribuem os valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou (ii) distribuem por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para posterior colocação. Abaixo discutiremos detalhadamente as modalidades apresentadas.

As instituições financeiras que tenham no contrato de colocação por objeto distribuir os valores mobiliários por conta própria, subscrevendo ou comprando os valores mobiliários para colocar no mercado, configuram o regime de garantia firme ou *straight*. Nessa modalidade os coordenadores assumem o compromisso de subscrever a totalidade dos valores mobiliários para posterior revenda ao público.

[233] BLOCH, Ernest. Inside Investment Banking. Homewood, Beard Books, 1989, p. 248 e SS. ARAOZ, Alexandro Fernandez de. Entidades Colocadoras Y Comercializadoras. *In*: Regime Jurídico de Las Emissiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores. Madrid, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1995, p. 835. *Apud*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais*: Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 164.

No caso, conforme pontua Eizirik *et al.*[234] "[...], o *underwriter* assume o risco integral da colocação, uma vez que, enquanto subscritor, torna-se titular dos valores mobiliários, não podendo devolvê-los à companhia emissora, ou dela receber qualquer compensação, na hipótese de insucesso da colocação pública". Trata-se da modalidade que foi utilizada por 99% das empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2010, ou seja, apenas a companhia Renar Maças S.A. adotou modalidade diferente, optando pelo *best effort* ou melhores esforços.

Na modalidade de melhores esforços os coordenadores apenas assumem o compromisso no contrato de colocação de envidar os melhores esforços para colocar os títulos no mercado, não se obrigando a adquiri-los em caso de insucesso da distribuição pública.[235]

Por fim, há a opção de garantia residual ou *stand by*. Na garantia residual os coordenadores não se comprometem em subscrever a totalidade, mas somente assumem a obrigação de subscrever as sobras, após a distribuição dos títulos aos acionistas e ao mercado. Inicialmente, os coordenadores fazem um esforço de colocação dos títulos e posteriormente subscrevem os valores mobiliários não vendidos ao público.[236]

Os riscos relacionados à subscrição de ações também não afetam os acionistas, mas a companhia e o coordenador líder. Portanto, não interessam para a análise da responsabilização do coordenador líder pelo acionista.

Há os riscos que os investidores assumem cientemente da existência deles quando adquirem os valores mobiliários, tais como: risco sistêmico, não sistêmico, liquidez de mercado, oscilação brusca de preços, utilização e interpretação do conteúdo das análises e informações sobre valores mobiliários contidas no *site*, falta de entrega de ativos no prazo estipulado, interrupção ou queda do sistema, cancelamento de negócios (leilões), cancelamento de negócios pelos órgãos reguladores do mercado.[237]

---

[234] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 166.
[235] *Ibidem*, p. 166.
[236] *Ibidem*, p. 167.
[237] Riscos descritos pela corretora credenciada na CVM. Sistêmico: os investimentos realizados no mercado acionário podem ser afetados por condições econômicas gerais, tanto nacionais quanto internacionais, que podem afetar os preços das ações e das opções em geral; (ii) Não–Sistêmico: os investimentos em ações ou

Todos esses riscos definidos acima podem gerar prejuízos aos investidores. Embora sejam conhecidos e inerentes à própria negociação das ações, podem gerar a responsabilização caso o motivo gerador tenha sido uma infração ao dever de informar, desde que ocasione um dano aos investidores.

Por exemplo, as ações possuem uma oscilação de preço natural e aceitável pelo mercado. Contudo, uma oscilação brusca que tenha gerado um dano aos investidores, ocorrido porque a companhia omitiu informações relevantes sobre o seu balanço patrimonial será passível de ação de responsabilidade.

Os riscos que interessam à responsabilização dos coordenadores consistem nos riscos da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações relacionadas com a potencialidade de danos à higidez do mercado de capitais, às empresas, à economia de mercado e aos investidores, individual e coletivamente.

Há um conjunto de direitos metaindividuais que devem ser protegidos. Esses são os motivos, segundo Hugo Nigro Mazzili, Paulo Fernando Campos Salles Toledo e Wilges Bruscasto, que justificam a intervenção do Ministério Público na defesa de interesses dos investidores por meio da Lei 7.913/1989, que dispõe em seu art. 1.º.[238]

---

em opções estão sujeitos a riscos de perda total ou parcial do capital investido, em razão da degeneração da situação econômico-financeira da empresa emissora das ações; (iii) Liquidez de mercado: os ativos (ações e opções) podem passar por períodos de menor volume de negócios, dificultando sua negociação, o que poderá gerar perda significativa em caso de necessidade de venda; (iv) Oscilação brusca de preços: os preços das ações e das opções podem sofrer fortes variações, por influência de diversos fatores econômicos e políticos, nacionais e internacionais, o que poderá gerar eventuais perdas, inclusive do valor principal; (v) Utilização e interpretação do conteúdo das análises e informações sobre valores mobiliários contidas no site: as informações e análises não garantem ganhos no mercado. As decisões tomadas com base nas análises e informações constantes do site são de responsabilidade do cliente e poderão resultar em perdas; (vi) Falta de entrega de ativos no prazo estipulado: nas operações de compra de ações há risco de a liquidação física (entrega do ativo) não ocorrer no prazo estipulado em virtude de inadimplemento da contraparte vendedora. A Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC - conta com procedimentos de recompra que visam, quando possível, disponibilizar o ativo ao investidor; (vii) Interrupção ou queda do sistema: toda a comunicação pela rede mundial de computadores (Internet) está sujeita a interrupções, podendo invalidar ordens ou negociações; (viii) Cancelamento de negócios (Leilões): a Bolsa de Valores de São Paulo poderá cancelar negócios previamente realizados e enviar para leilão, conforme procedimentos especiais de Leilão constantes da Instrução CVM 168; (ix) Cancelamento de negócios pelos órgãos reguladores do mercado: as entidades autorreguladoras, a Comissão de Valores Mobiliários e as Bolsas de Valores têm poderes para cancelar negócios previamente realizados no caso de serem constatadas infrações a dispositivos normativos e legais. ITRAUTRADE. *Termo de Ciência e Risco*. Disponível em: http://www.itautrade.com.br/. Último acesso em: 07 out. 2010.

[238] MAZIZILI, Hugo Nigro. *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686.; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial

> 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.[239]

O Ministério Público intervém sempre que convenha à coletividade o funcionamento correto como um todo de um sistema econômico, social e jurídico.[240] "Exemplificativamente, há sérios abalos na captação da poupança ou na confiança de mercado sempre que ocorram falhas de gravidade no sistema."[241] Justifica-se a específica tutela do mercado de capitais pela necessidade de proteção dos investidores, havendo um interesse público na regulação dessa atividade,[242] mesmo porque o sistema de mercado só funciona se houver confiança na regulação e nos agentes atuantes.[243]

A partir da mencionada lei, o legislador reconheceu que as relações estabelecidas no mercado de valores mobiliários transcendem os interesses imediatos e diretos dos investidores, das empresas e agentes do mercado.[244] As negociações ocorridas nas bolsas de valores não afetam apenas os intervenientes diretos, atingem também os indiretos, ou seja, com naturais variações, os demais titulares de valores mobiliários, os agentes do mercado de capitais, a bolsa de valores onde foram realizadas as operações, e por consequência o mercado de capitais como um todo, finalmente, na própria economia.[245]

De acordo o art. 1.º da Lei 7.913/1989, caberá ação civil pública para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

---

do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991, p. 70. BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 138, abr./jun. 2005, p. 35-52.

[239] BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro DE 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7913.htm. Último acesso em: 07 out. 2010.

[240] MAZIZILI, Hugo Nigro. *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686.

[241] *Ibidem*. p. 686.

[242] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991, p. 70.

[243] LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais e "*Insider Trading*". São Paulo: RT, 1982, p. 194. *Apud* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991, p. 71.

[244] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991, p. 70.

[245] *Ibidem*, p. 71.

> I – operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço 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. [246]

Nesse sentido, uma falha no exercício da atividade de intermediação pelos coordenadores de ofertas públicas, por exemplo, não agir com a diligência esperada na realização da *due diligence,* que resultou em divulgação de informações de forma incompleta, poderá afetar a poupança popular de forma imensurável. O caso Agrenco Ltd. retrata bem essa situação.

A oferta pública de certificados de ações realizada pela companhia envolveu a participação de 799 investidores, pessoas físicas que, juntos, adquiriram 607.103 títulos. Se nenhum deles vendeu os títulos durante o período em que não estavam suspensas as negociações, o dano material foi de R$ 6.313.871,20 (seis milhões, trezentos e treze mil oitocentos e setenta e um reais e vinte centavos). Além do elevado prejuízo que a coletividade de investidores sofreu, a credibilidade do mercado e da poupança popular foi abalada.

Quando ocorre a divulgação de informações inverídicas, incompletas ou imprecisas, ou a omissão de informações relevantes, esses fatos retiram a possibilidade do investidor de fazer uma análise criteriosa dos riscos que está assumindo. Se as informações sem a qualidade necessária ou a omissão delas resultarem em prejuízos, esses danos são passíveis de ação de responsabilidade civil.

O investidor deve ter plena capacidade de fazer uma avaliação dos riscos do seu investimento, e, por isso, não pode ocorrer a omissão de fatores de risco. De acordo com a Instrução 482/2009 da CVM, o prospecto deve:

> 4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores de risco relacionados com a oferta e com o valor mobiliário que possam, de alguma forma, fundamentar

[246] BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro DE 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7913.htm. Último acesso em: 07 out. 2010.

> decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

Ademais, o Código Anbima de regulação e Melhores Práticas de Ofertas Públicas de Valores Mobiliários[247] também dispõe sobre os fatores de risco no prospecto. O referido código exige que constem no prospecto todos e quaisquer fatos relevantes que sejam capazes de afetar a decisão de investimento do investidor.[248]

Embora existam diversos tipos de riscos envolvidos na atividade de intermediação de ofertas públicas que podem gerar prejuízos aos investidores, nem todas estão sujeitas à responsabilização dos coordenadores. Existem riscos inerentes à atividade que são suportados pela companhia, pelos coordenadores e pelos investidores. Os riscos que são passíveis de responsabilização dos coordenadores pelos investidores são os riscos que não estão na margem de avaliação dos investidores.

A teoria do risco busca apresentar explicações para a reparação dos danos, fundamentadas no regime da responsabilidade objetiva. De acordo com Caio Mário Pereira,[249] existem subespécies da teoria do risco: a teoria do risco profissional, risco excepcional, risco integral, risco proveito e teoria do risco criado.

De acordo com a teoria do risco *profissional*, há dever de indenizar "quando o fato prejudicial é uma decorrência da atividade ou profissão do lesado".[250] A teoria do risco

---

[247] Anbima, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, consiste numa das entidades autorreguladoras do mercado de capitais que disciplina sobre ofertas públicas de valores mobiliários.

[248] Art. 9º - Nas Ofertas Públicas em que atuem na qualidade de Coordenadores, as Instituições Participantes deverão, na forma deste Código, zelar pela elaboração de prospecto que contenha informações apresentadas de forma suficiente, clara e precisa para que o investidor tome a decisão de investimento com as informações necessárias disponíveis. ANBIMA. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas: Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários. 09 de jun. 2010. Disponível em: http://www.anbima.com.br/supervisao/codigos.asp. Último acesso em: 07 out. 2010.
§1º. Além das informações exigidas pela regulamentação, do prospecto deverá constar:
III. seção de fatores de risco: descrição, sem mitigação, de todos e quaisquer fatos que considere relevantes, assim entendidos aqueles que sejam capazes de afetar sua própria decisão de investimento, entendendo-se por "mitigação", para efeito deste inciso, qualquer forma de amenizar, tornar brando ou justificar o risco. ANBIMA. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas: Ofertas Públicas de Distribuição de Valores Mobiliários. 09 de jun. 2010. Disponível em: http://www.anbima.com.br/supervisao/codigos.asp. Último acesso em: 07 out. 2010.

[249] PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2001, p. 270.

[250] *Ibidem*, p. 270.

profissional "sujeita o empregador a ressarcir danos resultantes de acidentes envolvendo seus empregados, no trabalho ou por ocasião dele".[251]

"Num outro sentido, dá-se realce a ideia segundo a qual a reparação é devida quando o dano é consequência de um *risco excepcional*, que escapa da craveira comum da atividade da vítima, ainda que estranho ao trabalho que normalmente exerça."[252]

A teoria do *risco integral* ganhou atenção no campo do direito público, com foco na responsabilidade civil do Estado,[253] e preconiza que "todo o fato que provoque um dano deve resultar na responsabilização do agente. Essa teoria não obteve repercussão no direito privado".[254]

A teoria do risco *proveito* teve ampla repercussão.[255] "Baseia-se na ideia de que a responsabilidade deve ser imputada a quem retira proveito ou vantagem do fato causador do dano: *ubi emolumentum, ibi onus.* Problema dessa teoria é definir o que se deve considerar como proveito ou vantagem."[256]

De acordo com Caio Mário,

> [...] o conceito de risco que melhor se adapta as condições de vida social é aquele que se fixa no de que, se alguém põe em funcionamento uma qualquer atividade, responde pelos eventos danosos que esta atividade gera para os indivíduos, independente de determinar se em cada caso, isoladamente, o dano é devido à imprudência, à negligência, a um erro de conduta, e assim se configura a teoria do risco criado.[257]

Como visto acima, Caio Mário da Silva Pereira defende a teoria do risco criado, segundo a qual se atribui a responsabilidade ao sujeito que cria o risco. "Ela é, segundo o autor, mais ampla do que a teoria do risco proveito, pois não depende do fato de ser o dano

[251] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 96.
[252] PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2001, p. 270.
[253] *Ibidem.* P. 270.
[254] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 96.
[255] *Ibidem*, p. 96.
[256] *Ibidem*, p. 96.
[257] PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2001, p. 270.

correlativo de um proveito ou vantagem para o agente."[258] Segundo Silvio Venosa, ao se analisar a teoria do risco criado, o que se leva em conta é

> [...] a potencialidade de ocasionar danos; a atividade ou conduta do agente que resulta por si só na exposição a um perigo, noção introduzida pelo Código Civil Italiano de 1942 (art. 2.050). Leva-se em conta o perigo da atividade do causador do dano por sua natureza e pela natureza dos meios adotados.[259]

Entendemos que a teoria do risco criado seja a teoria adotada pelo direito brasileiro que, por sua vez, fundamenta de modo mais coerente com o caso da intermediação financeira em ofertas públicas de valores mobiliários, visto que o coordenador líder obtém proveito do processo do fato gerador do dano. O proveito consiste na remuneração que ganha realizar o processo de *due diligence*.

Em seguida, cabe-nos analisar os diversos princípios que fundamentam a aplicação da responsabilidade objetiva. Adicionalmente relacionamos os princípios com a aplicação do regime de responsabilidade objetiva pelo risco da atividade de intermediação financeira do coordenador líder.

a) Princípio do Risco Extraordinário

De acordo com esse princípio, justifica-se o tratamento diferenciado dos riscos envolvidos nas mais diversas áreas da vida; é a ideia de risco extraordinário, ou seja, um risco acima do normal, tendo em vista que em qualquer atividade existe um risco de gerar um dano. [260]

"O caráter extraordinário do risco pode ser determinado pela probabilidade de ocorrência de danos, pelo valor elevado dos prejuízos ou pelo desconhecimento do potencial danoso da situação ou atividade regulada".[261]

---

[258] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 96.
[259] VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil – Responsabilidade Civil. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 9.
[260] Cf. PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 97, e ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. *Pressuposto da Responsabilidade Civil Objetiva*. São Paulo: Saraiva, 2000, 41.
[261] K. Larenz C. W. *Lehrbuch des Schuldrechts*, p. 607. *Apud*. PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 98.

O princípio do risco extraordinário justifica a aplicação da responsabilidade objetiva sobre os coordenadores de ofertas públicas de ações, dada a elevada potencialidade de danos aos investidores, à higidez do mercado de capitais, das empresas e principalmente da poupança popular.

b) Princípio da Causa do Risco

De acordo com esse princípio, "a responsabilidade deve ser atribuída a quem deu causa ao dano, isto é, ao sujeito que mantém a fonte do risco".[262] Dessa forma, a responsabilização do coordenador líder justifica-se por ter relação com a causa dos danos dos investidores. Nos casos de danos decorrentes por informações sem qualidade ou pela falta de divulgação de informações relevantes, esse intermediário tem a capacidade de verificar a veracidade, completude, precisão da informação e de filtrar quais informações relevantes serão divulgadas ao mercado.

c) Princípio da Prevenção

Esse princípio se relaciona intimamente com o princípio da causa do risco,[263] uma vez que o "sujeito que mantém a fonte do risco é quem a conhece melhor e está na melhor posição para evitar, na medida do possível, a ocorrência de danos".[264]

De acordo com Jeremy Wiesen, os coordenadores são os únicos, "dentre as pessoas ou instituições atuando na emissão pública, realmente experiente em realizar investigações diligentes sobre a veracidade das informações prestadas pelo ofertante".[265] São instituições capazes e com qualificação profissional para atuarem na oferta pública. Sendo os agentes com maior capacidade de controlar os riscos, eles podem reduzir o risco ao nível mais baixo possível.

---

[262] Cf. PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 97, e ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. *Pressuposto da Responsabilidade Civil Objetiva*. São Paulo: Saraiva, 2000, 41.
[263] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 98.
[264] *Ibidem*. p. 98.
[265] WIESEN, Jeremy. Regulation Transactions in Securities. St Paul, West Publishing Company, 1975, p. 246-247, *Apud*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 176.

d) Princípio da Distribuição dos Danos

De acordo com esse princípio, a responsabilidade deve ser atribuída a quem estiver em melhores condições de repartir o prejuízo, de modo que um número maior de pessoas o suporte e seja diminuído o fardo individual.[266] Nesse sentido, o coordenador líder apresenta-se como principal o núcleo das relações entre os participantes. Consiste na parte que assina o contrato de distribuição com a companhia, recebe a carta de conforto das empresas de auditoria, recebe o parecer jurídico dos escritórios de advocacia e assina o termo de adesão ao contrato de distribuição com os participantes do consórcio de coordenadores.

O consórcio de coordenadores consiste na formação, por meio de um contrato (termo de adesão ao contrato de distribuição), de um conjunto de instituições financeiras participantes da distribuição destinado a viabilizar a colocação pública de valores mobiliários, tendo em vista o montante e a complexidade de distribuição dos ativos. De acordo com Eizirik *et al.*, o consórcio de coordenadores "constitui um contrato de colaboração entre instituições financeiras, mediante o qual elas conjugam esforços com vistas a viabilização de determinado empreendimento, consistente na colocação dos títulos emitidos por uma companhia".[267]

A Lei 4.728/1965 em seu art. 15 faculta às instituições financeiras autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais a organização do consórcio para o fim especial de colocação de títulos ou valores mobiliários no mercado.[268] A Instrução da CVM 400/2003 confirmou a possibilidade no *caput* do art. 34, também restringindo a sua atuação à colocação de valores mobiliários e/ou para garantir a subscrição da emissão.

A formação do consórcio sob o ponto de vista econômico justifica-se pela colocação pública que envolve montantes expressivos de valores mobiliários, de forma que uma

[266] MARTON G., *Les foundements de la responsabilité civile*, p. 192; TUNC, A. *La responsabilité Civile*, p. 147-149; TRIMARCHI, P.. *Rischio e responsabilitá aggetiva*, p. 14; e ALFA, G.; BESSONE, M. *La responsabilitá Del produttore*, p. 96. *ApudS.* PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 98.

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

[268] BRASIL. Lei 4.728 de 14 de julho de 1965. Art. 15. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

única instituição financeira assumiria um risco excessivo em garantir a eficiente distribuição, podendo assim comprometer a oferta pública. Pela possibilidade de ampliação da rede de canais de distribuição, há a pulverização dos riscos entre outras instituições, além de aumentar também as chances de sucesso da oferta.[269]

O consórcio será regulado por contrato, estando sujeito ao registro na CVM, e obrigatoriamente devem constar as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante, a designação da instituição líder do consórcio e a outorga, a esta, de poderes de representação das demais instituições participantes, e a responsabilidade de cada instituição participante do consórcio será limitada ao montante do risco que assumir no contrato.[270] O art. 34 da Instrução CVM 400/2003 ainda determina que:

> § 1.º As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das Instituições Intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante.
> [...]
> § 3.º Salvo disposição em contrário, a obrigação de cada uma das Instituições Intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado, nos termos deste artigo, ficará, no mínimo, limitada ao montante do risco assumido no contrato, observadas as disposições do parágrafo único do art. 36 .[271]

Portanto, o coordenador líder caracteriza-se como o agente em melhores condições de repartir o prejuízo entre os demais participantes da oferta, cumprindo com uma das funções da responsabilidade de distribuir os danos de forma a não suportá-lo individualmente.

e) Princípio da Equidade

De acordo com Paulo Sérgio de Gomes Alonso, o princípio da equidade ou do interesse preponderante constitui um dos instrumentos de justificativas da fundamentação da

[269] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 167-168.
[270] BRASIL. Lei 4.728 de 14 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[271] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Art. 34. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

responsabilidade sem culpa, fundada na circunstância especial do caso concreto.[272] Segundo o princípio da equidade, a "responsabilidade se atribui a quem tem melhores condições de suportar o prejuízo do ponto de vista econômico".[273]

Os coordenadores líderes são instituições financeiras com grande capacidade de suportar os prejuízos. Como discutimos acima, o coordenador líder deve ter a capacidade de assumir o risco integral da colocação, visto que a garantia firme é a modalidade de colocação utilizada no mercado de capitais brasileiro. Nessa modalidade, o coordenador líder se torna o titular dos valores mobiliários ofertados, não podendo devolvê-los à companhia emissora, ou dela receber qualquer compensação, na hipótese de insucesso da colocação pública.

Para realizar tal operação, o coordenador líder tem capacidade econômica suficiente para suportar os prejuízos. Ademais, entre os participantes da oferta, o coordenador líder é o agente que recebe a comissão mais elevada.

Este princípio pode ser considerado uma justificativa complementar para a atribuição da responsabilidade objetiva aos coordenadores.[274] Existem princípios que também justificam a aplicação da responsabilidade objetiva,[275] mas nenhum deles melhor se ajusta ao caso do coordenador do que os que já foram citados acima.

Em suma, a intermediação financeira em ofertas públicas de ações é uma atividade desenvolvida normalmente que envolve diversos riscos para os participantes. Entretanto, nem todos os riscos são relevantes para a responsabilização do coordenador líder pelos investidores.

---

[272] ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. *Pressuposto da Responsabilidade Civil Objetiva*. São Paulo: Saraiva, 2000, 48.

[273] MARTON G., *Les foundements de la responsabilité civile*, p. 188-189. *Apud*. PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 99.

[274] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 98.

[275] Paulo Sergio Gomes Alonso indica o princípio da *paz pública e bem comum*, com a concepção de que se deve buscar a preservação dos interesses da sociedade de forma mais ampla, e não só do indivíduo em si, atendendo aos imperativos da ordem na manutenção da paz social. Cita também o princípio da *solidariedade*, pelo qual se propõe dar um tratamento diferenciado aos desiguais, na busca da solidariedade social. Por fim, além dos descritos no decorrer do texto, comenta sobre o princípio *social*, que se pauta na premissa de que o prejuízo causado ao particular repercute na coletividade, fica rompido o equilíbrio social, que deverá então ser restabelecido. ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. *Pressuposto da Responsabilidade Civil Objetiva*. São Paulo: Saraiva, 2000, 44-46.

Os riscos relevantes para a responsabilização do coordenador líder são aqueles relacionados com a potencialidade de danos à higidez do mercado de capitais, às empresas, à economia de mercado e aos investidores, individual e coletivamente. Pois há um conjunto de direitos metaindividuais que devem ser protegidos. Esses são os motivos que justificam a intervenção do Ministério Público na defesa de interesses dos investidores por meio da Lei 7.913/1989 para manter o funcionamento correto de todo o sistema econômico.

Entendemos que a teoria do risco seja a teoria adotada pelo ordenamento brasileiro. Ademais, condiz com o caso da intermediação financeira em ofertas públicas de valores mobiliários, visto que o coordenador líder é remunerado pela realização do processo de *due diligence* e outras atividades relacionadas com a intermediação. Os princípios do risco extraordinário, da causa do risco, da prevenção, da distribuição dos danos e da equidade também se mostram coerentes com a aplicação do regime de responsabilidade objetiva aos coordenadores líderes.

Portanto, concluímos que a responsabilidade objetiva fundada no risco é o regime mais adequado para indenizar os acionistas, tendo em vista a gravidade que os danos decorrentes de falhas na *due diligence* podem gerar aos investidores, empresas, mercado de capitais e à economia.

3 Existe relação de consumo entre o coordenador líder e o investidor?

A Súmula 297 do STJ definiu que "O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras",[276] contudo tal previsão não é suficiente para orientar se o CDC aplica-se à relação do acionista/investidor com os intermediários financeiros. A discussão inicia-se pelo questionamento dos arts. 2.º e 3.º da Lei 8.078/1990, descritos abaixo:

> Art. 2.º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.
>
> Parágrafo único. Equipara-se ao consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo.
>
> Art. 3.º 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.
>
> § 1.º Produto é qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial.
>
> § 2.º 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.[277]

A partir da leitura dos artigos e da súmula surgem as seguintes questões:

(i) Coordenadores líderes de ofertas públicas são fornecedores?

(ii) Investidores das companhias emissoras são consumidores, ou seja, tratam-se de pessoas físicas ou jurídicas que adquirem ou utilizam produto como destinatários finais?

[276] BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Súmula 297. J. em: 09 set. 2004. Disponível em: www.stf.jus.br. Último acesso em: 09 out. 2010.

[277] BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm. Último acesso em: 09 out. 2010.

(iii) Os serviços prestados pelos coordenadores líderes aos investidores são de natureza bancária ou financeira?

(iv) Os coordenadores são remunerados pelos serviços prestados?

Em relação à primeira questão entendemos que não haja dúvidas em afirmar que coordenadores de ofertas públicas de ações são instituições financeiras, visto que, como já discutido, para constituir-se uma companhia por subscrição pública é indispensável a intermediação de instituição financeira.[278]

Contudo, antes de responder às questões (ii), (iii) e (iv), cabe dialogar com o principal estudioso do tema, Professor Nelson Eizirik. Entre os seus diversos estudos, destacam-se aqueles em que ele discute a responsabilidade dos coordenadores (*underwriter*, termo que ele prefere utilizar) de ofertas públicas de valores mobiliários, tanto no âmbito da responsabilidade subjetiva como na responsabilidade objetiva fundada no risco ou pela aplicação do CDC.

No que tange à responsabilidade objetiva do CDC, ele destaca três principais argumentos para afastar a possibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor na relação entre os investidores e o *underwriter* que serão apresentados nos parágrafos abaixo.

Entende o autor que investidores e consumidores são categorias diferentes por pertencerem a mercados diferentes e, portanto, inexiste relação de consumo nas operações realizadas no mercado de capitais. [279] Trata-se de uma distinção econômica, pela qual se distinguem os mercados em que o investidor e o consumidor atuam. Enquanto o primeiro atua no mercado financeiro, o segundo o faz no mercado de consumo. Ainda em relação a esse argumento, Eizirik indica alguns autores que corroboram com a mesma ideia.[280]

---

[278] BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. art. 82. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010,

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

[280] GRINOVER, Ada Pellegrini *et al*. *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor*: Comentado pelos Autores d o Anteprojeto. São Paulo: Forense Universitária, 1997, p. 41; CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Limites do Campo de incidência da Lei 8.078 de 11.9.90: O Código de Defesa do Consumidor e os investidores ou poupadores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 92, 1993, p. 89-90; WALD, Arnold. *O Direito do Consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras*. Revista dos Tribunais. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 666, abr. 1997.

Cita:

> Nesse sentido, entende-se que os consumidores e investidores são categorias diferenciadas, quer conceitualmente, quer do ponto de vista legal. A poupança não se confunde com o consumo nem do ponto de vista econômico nem do ponto de vista de jurídico. Essas diferenças conceituais levam a que consumidores e poupadores, embora apresentando características comuns, carecem – até para serem protegidos em seus interesses legítimos – de tratamento diferenciado, que levam em conta as peculiaridades de cada categoria.[281]

Nesse mesmo ponto, o autor reconhece a tendência dos Tribunais de estender o conceito de consumidor (embora discorde expressamente), "a fim de abranger todas as situações em que se verifique a existência de um desequilíbrio entre as partes envolvidas",[282] conforme ele cita a Decisão do Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 552.959/RJ do STJ.

Ademais, Eizirik utiliza o argumento de que "autores do anteprojeto de Lei que deu origem ao CDC reconhecem que o referido Código não se aplica aos investidores do mercado de valores mobiliários",[283] citando o seguinte trecho:

> E os investidores no mercado de valores mobiliários, serão eles igualmente considerados também consumidores com relação às instituições ou empresas que propiciam tal tipo de investimento?
>
> A resposta é certamente negativa.
> Tanto isso é verdade, que a Lei 7.913, de 07 de dezembro de 1989, previu ações específicas de ressarcimento a investidores, prevendo ainda a Lei 6.024, de 13 de março de 1974, medidas acautelatórias quando se tratar de liquidação extrajudicial de instituições de crédito.

Por fim, Eizirik argumenta que a atividade de intermediação financeira não pode ser incluída na noção de serviço bancário ou financeiro, primeiramente porque para ele "nem todas as atividades exercidas pelas instituições financeiras podem ser incluídas na noção

---

[281] CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Limites do Campo de incidência da Lei 8.078 de 11.9.90: O Código de Defesa do Consumidor e os investidores ou poupadores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 92, 1993, p. 89-90 *Apud* EIZIRIK, Nelson. Negócios Jurídicos de Underwriting. In: PERIN JUNIOR, Écio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. *Direito Empresarial*: Aspectos Atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005, p. 261.

[282] EIZIRIK, Nelson. Negócios Jurídicos de Underwriting. In: PERIN JUNIOR, Écio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. *Direito Empresarial*: Aspectos Atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005, p. 262.

[283] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais***:** Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, 182-183.

de serviços de natureza bancária",[284] e só podem estar inseridas nessas categorias aquelas fornecidas no mercado de consumo, como expressamente determina o art. 3.º, § 2.º, do CDC. Nesse sentido, no conceito de atividades bancárias e financeiras sujeitas às regras do CDC não estão incluídas aquelas ligadas ao investimento no mercado de valores mobiliários, uma vez que, conforme referido, os investidores não se situam no âmbito do mercado de consumo.

Passemos então a abordar os principais pontos levantados na argumentação do Eizirik. A Decisão do Agravo Regimental no Agravo de Instrumento n. 552.959/RJ do STJ, citada por Eizirik, relatada pelo Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, embora reconheça que a relação existente entre os clientes (investidores) e a instituição financeira administradora de fundos de investimentos apresentava nítidos contornos de uma relação de consumo,[285] a decisão não entra no mérito dos motivos da aplicação do CDC, visto que está explicitado na apelação do mesmo processo.[286]

Pela análise da apelação, notou-se que o caso mencionado tratava-se de uma discussão sobre prejuízos de investidores de fundos de investimentos[287] decorrentes da insuficiente prestação de informações pela instituição financeira BES – Boavista e Espírito Santo Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (BES).[288]

O BES argumentou que "os investidores foram prévia e suficientemente informados acerca dos riscos dos investimentos", e acolhe o entendimento de que o investimento exigiria uma minuciosa investigação das provas.[289] Contudo, o tribunal do Rio de Janeiro

[284] LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. As relações de Consumo e o crédito ao consumidor. *In*: VIDIGAL, Geraldo (coord.). Lei de defesa do Consumidor. São Paulo, IBCB, 1991, p. 69-70. *Apud*. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais***:** Regime Jurídico. 2 ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 184.

[285] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 552.959/RJ. Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. J. em 06 abr. 2004. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/revistaeletronica/Abre_Documento.asp?sSeq=465966&sReg=200301748094&sData=20040517&formato=PDF>. Último acesso em: 08 out. 2010.

[286] RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n.º 13244/2002. Relator: José Affonso Rondeau. Rio de Janeiro. J. em 05 nov. 2002. Disponível em: www.tjrj.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

[287] Os fundos de investimentos também são valores mobiliários assim como as ações. Cf BRASIL. Lei 6.385 de 07 de setembro de 1976. Art. 2.º. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

[288] RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n.º 13244/2002. Relator: José Affonso Rondeau. Rio de Janeiro. J. em 05 nov. 2002. p. 5-7. Disponível em: www.tjrj.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

[289] *Ibidem*. p. 6.

entendeu haver nítidos contornos de uma relação de consumo entre os clientes e a instituição financeira. Dessa forma, seria aplicável o Código de Defesa do Consumidor no caso em tela.[290]

O Desembargador José Affonso Rondeau justificou que o Código de Defesa do Consumidor tem dimensão coletiva e é aplicável a diversos campos do Direito. Citando Sérgio Cavalieri Filho: "concebe o Código de Proteção e Defesa do Consumidor uma estrutura jurídica multidisciplinar, aplicável em toda e qualquer área do Direito [...]".[291] Portanto, não haveria razões para uma incompatibilidade entre consumidor e investidor.

Ademais, segundo o Desembargador, as instituições financeiras amoldam-se ao conceito legal de fornecedor, pois a legislação consumerista inovou em formular um conceito amplo de fornecedor. O conceito inclui, "[...] **todos** os agentes econômicos que atuam, diretamente ou indiretamente, no mercado de consumo, produzindo, distribuindo, comercializando produtos e serviços abrangendo, de maneira expressa as operações **de crédito, de financiamento, bancárias e securitárias**".[292]

Em seguida, destaca o tratamento dado ao conceito de produto no CDC, citando Claudia Lima Marques. O relator indica que para a autora o sistema da legislação consumerista não utiliza as definições de bem consumível do Código Civil, nem a definição econômica de "insumo". A autora entende que a intermediação e aplicação de recursos financeiros do mercado são produtos oferecidos ao consumidor.[293] O Desembargador concorda, mas faz a ressalva de que se trata de serviços oferecidos ao consumidor, e não produto. Ademais, na mesma citação, o relator transcreve a seguinte afirmação da Claudia Lima Marques: "[...] caracterização do fornecedor vem da operação bancária e financeira geral oferecidas no mercado e não só dos contratos concluídos".[294]

---

[290] *Ibidem*. p. 6.
[291] *Ibidem*. p. 5.
[292] *Ibidem*. p. 6.
[293] MARQUES, Claudia Lima. Contratos no Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: RT, 1999, p. 197. *Apud* RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n.º 13244/2002. Relator: José Affonso Rondeau. Rio de Janeiro. J. em 05 nov. 2002. p. 5-7. Disponível em: www.tjrj.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.
[294]

Nesse sentido, concluiu o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro que estão presentes os elementos da relação de consumo e que é inafastável a aplicação do Código de Proteção e Defesa do Consumidor.

A partir das ideias trazidas pela decisão destaca-se que o argumento de Nelson Eizirik defendendo a inexistência de relação de consumo nas operações realizadas no mercado de capitais pode ser fragilizado, visto que o investidor foi tratado como consumidor no caso em questão. Ficou entendido que o Código de Defesa do Consumidor tem alcance sobre a prestação de serviços de atividade financeira aos investidores, sendo o gestor do fundo de investimento considerado um fornecedor nos termos do Código de Defesa do Consumidor.

Essa decisão não é a única que trata da relação entre investidores e as instituições financeiras administradoras de fundos de investimentos. O Tribunal de Justiça de São Paulo julgou improcedente a apelação do HSBC Bank Brasil S.A. Banco Múltiplo (HSBC), administradora de fundos de investimentos, por ter sido reconhecida pelo tribunal *a quo* a sua responsabilidade pelas perdas de um fundo de investimento.[295] Na sentença proferida pelo Tribunal do São Paulo, reconheceu-se que havia uma relação de consumo.

Argumentou o Desembargador Luis Eduardo Scarabelli que os investidores eram os destinatários finais dos serviços realizados pela instituição financeira administradora de fundos de investimentos, que eram prestados de forma habitual e contínua, portanto aplicar-se-ia a responsabilidade objetiva do CDC, não sendo necessário o investidor provar a culpa do HSBC.[296]

O Desembargador ainda defendeu que o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições bancárias e financeiras, conforme o entendimento do Supremo Tribunal Federal que recentemente reconheceu que "As instituições financeiras estão todas elas alcançadas pela incidência das normas veiculadas pelo Código de Defesa do Consumidor

[295] SÃO PAULO. Tribunal do Estado de São Paulo. Apelação n.º 7.218.147-4. Relator: Luis Eduardo Scarabelli. J. em 03 abr. 2009. Disponível em: www.tjsp.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.
[296] *Ibidem*, p. 3.

e que Consumidor, para efeitos do Código, é toda pessoa física jurídica que utiliza, como destinatário final, atividade bancária, financeira ou de crédito".[297]

Interessante argumentação do Tribunal de São Paulo foi defender a responsabilidade objetiva, ainda que não fosse pela aplicação do CDC, em razão da natureza de seus serviços e da teoria do risco profissional.

> As instituições financeiras, nelas compreendidas as instituições bancárias, privadas, integram o Sistema Financeiro Nacional, o qual é estrutura de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir os interesses da coletividade nos termos do art. 192 da Constituição Federal. Exercem atividades sujeitas à permissão e fiscalização do Poder Público, e assim, prestam serviços públicos e respondendo pelos danos que seus agentes, nessa qualidade causarem a terceiros, conforme o § 6.º do artigo 37 da Carta Política. Sua responsabilidade é, portanto objetiva, independentemente de culpa, bastando o nexo causal entre o fato e dano.

O relator complementa a argumentação afirmando que "Os bancos respondem pelo risco profissional assumido, só elidindo tal responsabilidade à prova, pela instituição financeira, de culpa grave do cliente ou de caso fortuito ou força maior".[298]

Portanto, entenderam os desembargadores do Tribunal de Justiça de São Paulo que a responsabilidade do HSBC pode ser delineada tanto pela relação consumerista quanto pelo caráter público de seus serviços e pelo próprio risco da atividade exercida.

No caso de ofertas públicas de ações, os investidores ao terem acesso ao prospecto e o formulário de referência para tomarem uma decisão fundamenta sobre o investimento, estão utilizando serviços prestados pelo coordenador líder como destinatários finais. A intermediação em ofertas públicas envolve diversas atividades que tanto servem aos interesses da companhia quanto aos dos investidores.

Por exemplo, em relação à companhia emissora, o coordenador líder possui obrigações amplas definidas pela Instrução 400/2003, por exemplo, a de avaliar, com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser

[297] BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade n.º 2591. Relator: Ministro Eros Grau. J. em: 07 jun. 2006. Disponível em: www.stf.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010, p. 142.
[298] SÃO PAULO. Tribunal do Estado de São Paulo. Apelação n.º 7.218.147-4. Relator: Luis Eduardo Scarabelli. J. em 03 abr. 2009. Disponível em: www.tjsp.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

celebrado, e a de solicitar, com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição.

Ressalta-se que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários será requerido à CVM pelos fundadores ou pelo ofertante, conforme o caso, com a instituição líder da distribuição, e deverá ser instruído com os documentos e informações constantes do Anexo II da Instrução 400/2003, em forma de minuta, preliminar ou final, conforme o caso. Cabe também ao coordenador líder formar o consórcio de distribuição, se for o caso, para uma melhor distribuição dos valores mobiliários da emissora.

Além dessas atividades, os coordenadores possuem obrigações mais específicas destinadas aos investidores. As principais obrigações são: elaboração e disponibilização do prospecto e do formulário de referência, realização do *roadshow e bookbuilding*, organização da estrutura de reservas para subscrição e promover uma ampla divulgação da oferta.[299]

A elaboração do prospecto e do formulário de referência estão objetivamente direcionados aos investidores, conforme definido na Instrução CVM 400/2003:

> [...] prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. [300]

Antes de executar a ordem de reserva das ações na corretora, o investidor é obrigado a declarar que leu o prospecto e, ao fazê-lo, ele está confirmando a utilização do serviço de *due diligence* realizados pelos coordenadores da oferta para a elaboração do prospecto e do formulário de referência. Portanto, os investidores podem ser considerados como pessoas físicas ou jurídicas que usam um serviço como destinatários finais.

[299] *Ibidem*.
[300] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Art. 38. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

Além de elaborar o prospecto, é da responsabilidade da instituição líder disponibilizar o prospecto definitivo na data do início da distribuição, na sede e na página da rede mundial de computadores, de entregar o formulário de referência atualizado na data do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários, entregar o exemplar do prospecto definitivo e preliminar ao investidor, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico.[301]

As apresentações do *roadshow* e consultas do *bookbuilding* a potenciais investidores são permitidas quando feitas pelo ofertante e pelo coordenador líder da distribuição, com a finalidade de apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder a 50 investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.[302]

A Instrução CVM 400/2003 também determina que, durante a consulta a potenciais investidores, o ofertante e a instituição líder da distribuição devem acautelar os investidores de que a intenção de realizar distribuição pública de valores mobiliários seja mantida em sigilo até a sua regular e ampla divulgação ao mercado.[303]

A instituição líder é responsável também pela indicação da instituição financeira autorizada para receber o depósito em dinheiro dos investidores para as reservas (se houver) de aquisição dos valores mobiliários, na forma e condições estabelecidas no prospecto, cujas condições e regras devem estar de acordo com a Instrução 400/2003.[304]

Por fim, entre as principais obrigações do coordenador líder perante os investidores está a de dar ampla divulgação à oferta, por meio de anúncio de início de distribuição, publicado nos jornais em que a emissora normalmente divulga seus avisos, nos termos da Instrução 400/2003.[305] Caso seja utilizado prospecto preliminar para apresentação aos investidores, o coordenador líder deverá imediatamente publicar aviso, na forma

[301] *Ibidem*, 42, § 4.º
[302] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Art. 43, § 1º. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[303] *Ibidem*. art. 43, § 2.º.
[304] *Ibidem*, art. 45, § 2.º
[305] *Ibidem*, art. 52.

prevista no art. 52 e seu parágrafo único, precedendo o anúncio de início de distribuição, o qual deve conter as informações exigidas na instrução.[306]

Portanto, podemos notar que os investidores podem ser consumidores quando o entendimento for de que o coordenador líder presta um serviço e os investidores o utilizam como destinatários finais.

Em relação ao argumento que afasta a aplicação do CDC, visto que a Lei 7.913/1989 prevê a possibilidade de ressarcimento dos investidores, vale a observação de que a referida lei disciplina ação civil pública por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Trata-se de uma finalidade diferente do que se pretende com a aplicação do CDC.

A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989, permite que o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, adote as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado. Consiste em uma forma de reparar prejuízos por meio da ação civil pública na qual o Ministério Público toma as medidas judiciais.

A aplicação do CDC permite ao investidor prejudicado acionar os coordenadores individualmente sem ter que arcar com o ônus da prova. A referida lei menciona que não é a única forma de reparar os investidores, mas trata-se de uma ação indenizatória coletiva. O art. 1.º da Lei 7.913/1989 é claro ao mencionar que ação civil pública tramita sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, visto que o prejudicado não é parte competente para propor ação civil pública.[307] Portanto, não faz sentido afastar a aplicação do CDC em função da Lei 7.913/1989, por terem finalidades distintas e diferentes proponentes.

Em relação à questão sobre "se os serviços prestados pelos coordenadores aos investidores são de natureza bancária ou financeira", entendemos que a resposta já se encontra no próprio nome da atividade exercida pelos coordenadores: a intermediação

[306] *Ibidem*, art. 53.
[307] BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro DE 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7913.htm. Último acesso em: 07 out. 2010.

financeira. Contudo, exploraremos mais a fundo a natureza financeira da atividade dos coordenadores de ofertas públicas.

De acordo com Bodie e Merton:

> A teoria financeira consiste em um conjunto de conceitos que ajudam organizar o pensamento das pessoas sobre como alocar recursos ao longo do tempo e um conjunto de modelos quantitativos para ajudar as pessoas avaliarem alternativas, tomarem decisões e implementá-las. [308]

Nesse sentido, os coordenadores de ofertas públicas são responsáveis por diversas atividades em torno de uma obrigação central: fornecer elementos de modo a permitir que possam organizar seus pensamentos e ponderar alternativas sobre se devem ou não e como alocar seus recursos. Ou seja, os coordenadores estão auxiliando os investidores a tomar uma decisão mais criteriosa, seja pela elaboração do prospecto ou pela ampla divulgação da oferta. Dessa forma, não há como afastar a natureza financeira das atividades exercidas pelos coordenadores de ofertas públicas de ações, e com isso respondemos a questão (iii) do início deste item.

A última questão sobre se os coordenadores são remunerados pelos serviços prestados é fundamental para caracterizar a atividade dos coordenadores como serviço. De acordo com a Instrução 400/2003 da CVM, o serviço dos coordenadores é remunerado, e de acordo com o § 1.º do art. 6.º-B:

> O contrato de distribuição deverá ter explícitas todas as formas de remuneração devidas pelo ofertante, bem como toda e qualquer outra remuneração ainda que indireta, devendo dele constar a política de desconto e/ou repasse concedido aos investidores, se for o caso, suportado pelas Instituições Intermediárias.

A remuneração se divide basicamente em quatro categorias: (a) comissão de coordenação; (b) comissão de garantia firme; (c) comissão de colocação; (iv) comissão de incentivo. As três primeiras comissões foram cobradas em basicamente todas as ofertas entre 2004 e 2010. Já a comissão de incentivo esteve presente em algumas ofertas. Todas as comissões são calculadas de acordo com "Preço Total de Venda", ou seja, são porcentagens do produto entre (i) o número total de ações ou certificados de ações

[308] BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. Finanças. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002, p. 32.

efetivamente vendidos e (ii) o preço por ação, que consiste no preço inicial da oferta, definido antes do início da distribuição dos valores mobiliários.

A comissão de coordenação consiste no valor cobrado pelos serviços prestados pelo Coordenador Líder e pelos Coordenadores da Oferta. A comissão de garantia refere-se ao valor cobrado por aqueles que assumem o risco da colocação dos valores mobiliários, que em geral é o Coordenador Líder isoladamente, mas pode ter outros Coordenadores da Oferta participando.

A comissão de colocação apresenta subdivisões, pois se trata do valor cobrado por aqueles que participaram da distribuição dos valores mobiliários, que inclui o Coordenador Líder, os Coordenadores da Oferta e os Coordenadores Contratados. Por fim, a comissão de incentivo trata-se de uma remuneração adicional a ser concedida discricionariamente pela companhia emissora, com as devidas anuências.

A remuneração dos coordenadores é recebida de acordo com a quantidade de valores mobiliários adquiridos pelos investidores. De certa forma, podemos entender que quem remunera os coordenadores são os investidores, visto que, ao adquirirem os valores mobiliários, estão pagando pelo preço definido pelos coordenadores e pela companhia.[309]

A principal vantagem da aplicação do Código de Defesa do Consumidor na relação entre o coordenador líder e os acionistas está no fato do ônus da prova ser do coordenador líder. Conforme o art. 6 do Código de Defesa do Consumidor são direitos básicos do consumidor: "a facilitação da defesa de seus direitos, inclusive com a inversão do ônus da prova, a seu favor, no processo civil, quando, a critério do juiz, for verossímil a alegação ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências".[310]

Ademais, o fornecedor responde independente da existência de culpa, conforme expresso no artigo 14.

[309] Não há um padrão de definição do preço da ação. Sabe-se que são utilizadas ferramentas financeiras para determinar o valor das companhias, mas não se sabe precisamente quais são as variáveis utilizadas. SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O'CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. *The Initial Public Offering*. New York: Bowne & Co., 2004, p. 187.

[310] BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm. Acesso em: 11 jan. 2011

> Art. 14. O fornecedor de serviços responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos.[311]

Entretanto, o fornecedor, no caso o coordenador líder, não é responsável por todos os danos resultantes de um serviço que tenha prestado, mas apenas por aqueles decorrentes de serviço que tenha sido prestado de forma defeituosa para o mercado. Isso significa que o CDC não atribui ao fornecedor a responsabilidade objetiva por todos os riscos relacionados com o exercício de sua atividade, mas apenas por determinado tipo de risco: o risco decorrente de serviços prestados de forma defeituosa colocados a disposição do mercado.

De acordo com Flávia P. Puschel, "tratando-se de responsabilidade por acidentes de consumo, o conceito de defeito funda-se na falta de segurança do produto. Em outras palavras, um produto é defeituoso por ser inseguro".

> Inseguro, por sua vez, é o produto capaz de provocar danos à vida, à integridade físico-psíquica das pessoas, bem como a outros bens, excetuado o dano ao próprio produto em questão.
> No entanto, nem todo produto inseguro é defeituoso. A responsabilidade por fato do produto trata da indenização de prejuízos decorrentes de uma característica socialmente inadequada, isto é, inaceitável. Defeito é, portanto, a característica socialmente inadequada de um produto, da qual resulta sua insegurança.[312]

De acordo com a autora, o que se "exige do produto não é a segurança absoluta, capaz de proteger as pessoas de todo o perigo em qualquer situação, não importando qual seja o uso que se faça dele. Exige-se que o produto atenda a uma expectativa legítima da sociedade no que se refere à sua segurança."[313]

A partir da análise da autora sobre o conceito de defeito em produtos é possível fazer a analogia para os defeitos na prestação de serviços. Dessa forma, o conceito de defeito funda-se na falta de segurança do resultado do serviço prestado. Transportando para a intermediação financeira, o serviço torna-se defeituoso na medida em que gera

---

311 BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm. Acesso em: 11 jan. 2011.
312 PÜSCHEL, Flávia Portella. *A Responsabilidade por Fato do Produto no CDC*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 98.
313 PÜSCHEL, Flávia Portella. *A Responsabilidade por Fato do Produto no CDC*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 99.

insegurança quanto às informações prestadas no prospecto e no formulário de referência sobre a sua fruição e riscos. Inseguro, por sua vez, pode ser entendido como o serviço que pode provocar danos a um bem.

Contudo, assim como na responsabilidade por fato do produto, nem todo o serviço é inseguro e nesse ponto podemos encontrar um fator que pode afastar a aplicação do CDC à atividade de intermediação. Se entendermos que a atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações possui um nível de insegurança aceitável pela sociedade, tendo em vista que as ações possuem a característica de volatilidade de preços que pode resultar em danos aos investidores, pode-se afastar a aplicação do CDC. Caso haja um entendimento contrário, no sentido de que a atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de valores mobiliários não possui um nível de segurança aceitável, pode-se cogitar a aplicação do CDC.

O fator determinante para se caracterizar se o serviço é defeituoso, e por sua vez, passível de responsabilização, é entender qual é o nível de segurança aceitável e adequado para a prestação de serviços de intermediação financeira em ofertas públicas de ações. Entretanto, não há parâmetros a estabelecer sobre esse nível.

Para o caso de produto, defeito é a falta de conformidade do produto em relação à legítima expectativa de segurança da sociedade. Contudo, essa expectativa de segurança está relacionada com a expectativa da própria vítima ou de quaisquer consumidores individuais.[314]

> As expectativas dos indivíduos são por vezes altas demais, por vezes exageradamente baixas, em função de fatores como a sua falta de conhecimento técnico a respeito das condições técnicas de produção.
> Diante disso, há autores que defendem a adoção de um tipo ideal de consumidor, o consumidor médio, como padrão para o estabelecimento da legitima expectativa de segurança.
> Ao contrário, há quem rejeite a adoção de qualquer espécie de consumidor como padrão, seja o consumidor concreto, seja o consumidor médio.[315]

[314] PÜSCHEL, Flávia Portella. *A Responsabilidade por Fato do Produto no CDC*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 101.
[315] PÜSCHEL, Flávia Portella. *A Responsabilidade por Fato do Produto no CDC*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 101.

No caso da prestação de serviços de intermediação há uma dificuldade enorme em identificar os defeitos e quais são as expectativas de segurança dos acionistas quanto ao serviço prestado. No mesmo sentido, parece-nos inadequado estabelecer um padrão médio de consumidor dado os diversos tipos de investidores quanto à aversão ou propensão a riscos. Dessa forma, não há como Identificar o defeito na prestação do serviço de intermediação financeira em ofertas públicas de ações, pois é difícil precisar a expectativa legítima dos investidores quanto à segurança do serviço, em outras palavras, quanto a possibilidade de provocar prejuízos para os acionistas, visto que a volatilidade do preço das ações é algo aceitável.

Ademais, ainda que a aplicação do CDC fosse cogitada poderíamos esbarrar na questão sobre a vulnerabilidade dos acionistas. A partir da leitura do artigo 4° do CDC, podemos entender que há o critério da vulnerabilidade para a aplicação do CDC.

> Art. 4º A Política Nacional das Relações de Consumo tem por objetivo o atendimento das necessidades dos consumidores, o respeito à sua dignidade, saúde e segurança, a proteção de seus interesses econômicos, a melhoria da sua qualidade de vida, bem como a transparência e harmonia das relações de consumo, atendidos os seguintes princípios:
> I - reconhecimento da vulnerabilidade do consumidor no mercado de consumo;

Essa interpretação também é defendida por Arnoldo Wald,

> [...] O Direito do Consumidor destina-se, especialmente, a proteger os consumidores mais fracos. [...] No plano contratual, a sua finalidade consiste em restabelecer o equilíbrio contratual que deve existir entre as partes na relação de consumo e que muitas vezes, é rompida pela superioridade fática do profissional, que, no plano técnico e econômico, tem condições e conhecimentos muito mais amplos que o consumidor.[316]

No mercado acionário brasileiro é grande a participação dos investidores qualificados estrangeiros no acionário brasileiro, ou seja, investidores que não são vulneráveis economicamente e tecnicamente, que no caso dos IPOs dos últimos seis anos foi de aproximadamente 71%. O conceito de investidor qualificado é apresentado pela instrução 409/2004, que consistem em:

> I – instituições financeiras;
> II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

[316] WALD, Arnoldo. O Direito do Consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras (parecer solicitado pela Febraban). Revista dos Tribunais. Ano 80, v. 666, abr. 1991, p. 8-9.

> III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
> IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;
> V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e
> VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Dessa forma, caso a vulnerabilidade seja tida como um requisito para a aplicação do CDC, poderíamos entender que o CDC não se aplicaria à maior parte dos acionistas do mercado brasileiro, dado que são investidores qualificados.

O debate sobre a aplicação do CDC à atividade de intermediação financeira é longo e precisa de um maior aprofundamento. Contudo, entendemos que os argumentos apresentados pela doutrina atual que é contra a aplicação do CDC não são suficientes para sustentar a inaplicabilidade do CDC no mercado de capitais. Entendemos que a discussão deva avançar sobre a caracterização do nível de segurança do serviço defeituoso da atividade de intermediação financeira de ofertas públicas de ações aceitáveis pelos investidores. Dessa forma, será possível caracterizar o defeito do serviço e possibilitar a responsabilização pela aplicação do código de defesa do consumidor.

PARTE II - DESDOBRAMENTOS DA RESPONSABILIZAÇÃO DO COORDENADOR LÍDER POR INFRAÇÕES AO DEVER DE INFORMAR

A parte II desse trabalho aborda de danos indenizáveis, os sujeitos ativos para propositura da ação indenizatória e os efeitos da responsabilização. Os danos podem divididos em patrimoniais e extrapatrimoniais, sendo que estes se subdividem em objetivos e subjetivos e aqueles em dano emergente e lucros cessantes.

As ações indenizatórias podem ser propostas, individualmente pelos investidores ou representados pela Associação de Investidores do Mercado de Capitais ou pelo Ministério Público. Por fim, discutiremos os efeitos da responsabilização do coordenador líder a partir das principais funções da responsabilidade civil.

Veremos que a atual configuração regulatória, a concentração do mercado e os arranjos contratuais não criam estímulos para o coordenador líder melhorar o padrão de diligência. Dessa forma, a responsabilidade civil servirá apenas para reparar os danos dos investidores. No tópico abaixo veremos esses assuntos com mais detalhes.

4 Os tipos de danos indenizáveis e os sujeitos ativos para propor ação indenizatória

O pagamento de danos é efeito da obrigação de indenizar, que nasce com o inadimplemento imputável. Seu escopo é o de colocar a vítima na situação em que ela se encontraria se o prejuízo não tivesse sido produzido.[317] Contudo, quais são os danos dos investidores e da poupança popular passíveis de serem indenizados, no que tange que há infração ao dever de informar do coordenador líder?

É importante iniciar a discussão a partir das condições para a configuração do dano. De acordo com Sérgio Severo o dano deve ser direto, certo e atingir um interesse legítimo, que deve ser pessoal.[318]

"O dano direto é aquele que decorre de uma relação suficiente de causa e efeito, de modo que o dano remoto não seria indenizável".[319] No tocante a certeza, certo é o dano que é real e efetivo e não puramente eventual ou hipotética.[320] O dano sofrido pelos investidores traduz-se em perda de valor das ações que decorre de uma nova informação que é disponibilizada e precificada pelo mercado de acordo com a teoria da Hipótese do Mercado Eficiente.

No contexto da oferta pública de ações, é possível visualizar a relação suficiente de causa e efeito entre o dano e agente causador. O coordenador líder é o responsável por verificar a qualidade das informações que são disponibilizadas ao mercado. Se não o faz com alto padrão de diligência e são disponibilizadas no mercado informações, por exemplo, inverídicas, o acionista precifica o valor da companhia de maneira imprecisa. Logo, quando a informação verdadeira vier ao público, o mercado precificará as ações com essa nova informação. A desvalorização das ações é o dano que deve ser ressarcido pelo coordenador líder. A causa é a falha no processo de *due diligence* pelo coordenador líder, o efeito é a desvalorização das ações dos acionistas.

---

[317] MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao Novo Código Civil. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 323.
[318] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 08.
[319] *Idem*, *Ibidem*. p. 08.
[320] *Idem*, *Ibidem*. p. 08.

Essa análise é semelhante à aplicada para a discussão sobre o nexo de causalidade e é natural que seja, pois para configuração do dano é necessário que haja uma causa que o tenha gerado.

A legislação processual brasileira estabelece que para propor uma ação é necessário ter interesse e legitimidade[321]. Esses dois requisitos se conjugam, "uma vez que o interesse dever ser compatível com a ordem jurídica vigente, de modo que a ausência de interesse faz ilegítimo o pleito e a ausência de legitimidade importa na falta de interesse".[322]

Saber quem pode exercer a ação de reparação do dano pode parecer uma tarefa simples. Porém, desmentindo a primeira impressão, o problema possui certa complexidade no direito positivo brasileiro.[323] Pela aplicação do mencionado art. 3° do Código de Processo Civil, percebemos que cabe não somente a uma pessoa lesada, mas a todos os lesados, isto é, todas as pessoas prejudicadas pelo ato danoso podem propor a ação.[324]

Corresponde a esse entendimento o art. 186 do Código Civil, que, "sem distinção de nenhuma espécie, quanto às pessoas prejudicadas, obriga a reparação do dano a quem quer que cause o prejuízo a outrem. Dos seus termos se evidencia que a ação cabe a toda pessoa que tenha sido vítima de um dano".[325] Nesse sentido, o interesse pode ser dividido em interesses próprios e interesse derivado de dano a terceiro[326_327].

O interesse próprio pode ser subdividido em individual, coletivo e difuso.[328] O interesse individual é aquele que diz respeito a um sujeito singular. Na esfera dos interesses meta-individuais encontram-se os interesses coletivos e difusos.[329] Interesse coletivo é aquele

---

[321] BRASIL. Lei 5.689 de 11 de janeiro de 1973. Art. 3° Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5869.htm>. Acesso em: 27 nov. 2010.
[322] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 15.
[323] DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2006, p. 1059-1060.
[324] DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2006, p. 1059-1060.
[325] DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2006, p. 1060.
[326] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 15.
[327] O *interesse derivado de dano a terceiro* não será tratado nesse trabalho. O foco desse estudo é avançar na discussão sobre como indenizar os investidores por interesses próprios. O debate sobre os interesses derivados de dano a terceiro é extenso e precisaria de um aprofundamento muito maior.
[328] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 15.
[329] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 15.

que diz respeito a uma coletividade de pessoas, mas somente a elas, contanto que exista um vínculo jurídico entre os membros deste grupo.[330]

Para aclarar melhor o conceito de interesses coletivos, evidenciam-se algumas das características básicas destacadas por Benjamin:

> Transindividualidade real ou essencial restrita (limitada ao grupo, à categoria ou a classe de pessoas);
> Determinabilidade dos sujeitos;
> Disponibilidade coletiva e indisponibilidade individual, a saber, a associação pode dispor dos interesses e direito decorrentes do associativismo, enquanto tal disponibilidade é negada aos membros do grupo isoladamente; e
> Reparabilidade indireta.[331]

Por sua vez, o interesse difuso não se funda num vínculo jurídico, mas sobre "dados de fatos genéricos e contingentes, acidentais e mutáveis, como habitar na mesma região, consumir iguais produtos, em determinadas circunstâncias socioeconômicas, submeter-se a particulares empreendimentos".[332] Possui como características:

> 1. a transindividualidade real ou essencial ampla, quando o número de pessoas ultrapassa a esfera de atuação dos indivíduos isoladamente considerados, para levá-la a uma dimensão coletiva. Outrossim, esta transinvidualidade significa dizer que a pluralidade de sujeitos chega ao ponto de se confundir, muitas vezes, com a comunidade;
> 2. a indeterminabilidade de seus sujeitos, isto é, as pessoas envolvidas são substancialmente anônimas;
> 3. a indivisibilidade ampla, ou seja, uma espécie de comunhão, tipificada pelo fato de que a satisfação de um só implica a satisfação de todos, assim como a lesão de um só constitui a lesão da inteira coletividade;
> 4. a indisponibilidade no campo relacional jurídico, por não dispor de titulares determináveis, apresenta dificuldades em transigir de seu objeto no campo jurídico-relacional;
> 5. ressarcibilidade indireta, quando não houver a reparabilidade direta aos sujeitos individualmente considerados (levando em conta o caráter "anônimo" dos sujeitos) e, sim, ao fundo, para recuperação dos bens lesados.[333]

---

[330] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 18.
[331] BENJAMIN, Antonio Herman V. A insurreição da aldeia global versus o processo civil clássico. In: Textos: ambiente e consumidor. Lisboa: Centro de Estudos Judiciários, 1996, v. 1. *Apud* LEITE, José Rubens Morato. Dano Ambiental - Do individual ao coletivo extrapatrimonial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 240.
[332] GRINOVER, Ada Pellegrini. Ações Coletivas para a tutela do ambiente e dos consumidores (Lei n. 7.347, de 24.7.85), Ajuris 36: p. 8-9. *Apud*: LEITE, José Rubens Morato. Dano Ambiental - Do individual ao coletivo extrapatrimonial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 238.
[333] BENJAMIN, Antonio Herman V. A insurreição da aldeia global versus o processo civil clássico. In: Textos: ambiente e consumidor. Lisboa: Centro de Estudos Judiciários, 1996, v. 1. *Apud* LEITE, José Rubens Morato. Dano Ambiental - Do individual ao coletivo extrapatrimonial. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 240.

Em vista do interesse individual próprio do acionista, o objetivo principal do interessado não tem por principal objetivo a proteção da higidez da economia e poupança popular. Esse direito será tutelado, de forma indireta, pela atitude do demandante, isto é, o interesse protegido de forma direta é a lesão ao patrimônio decorrente da desvalorização das ações.

Podemos apontar também a possibilidade do investidor, em benefício próprio e coletivo, suscitar a demanda de proteção à poupança popular, por meio da ação popular prevista no CDC. Outra medida a ser citada é a expressa na Lei 7.913 de 1989, que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

Essa lei possibilita o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, sem prejuízo da ação indenizatória do prejudicado, adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado de capitais nos casos específicos de:

> I - operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço 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.[334]

Ademais, as importâncias[335] decorrentes da condenação, na ação de que trata esta lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo.

---

[334] BRASIL. Lei 7.913 de 1989 de 07 de dezembro de 1989. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm>. Acesso em: 27 nov. 2010.

[335] § 1º As importâncias a que se refere este artigo ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo, até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber.§ 2º Decairá do direito à habilitação o investidor que não o exercer no prazo de 2 (dois) anos, contado da data da publicação do edital a que alude o parágrafo anterior, devendo a quantia correspondente ser recolhida como receita da União.

Embora essa lei defina medidas de proteção dos investidores para os danos sofridos nas hipóteses mencionadas, não está afastada a aplicação da ação civil pública pela lei 7.347 de 24 de junho de 1985[336], conforme disposto no art. 3° da lei 7.393/89.

Pelo disposto no art. 1° da lei 7.347/1985 é possível a propositura da ação civil pública de responsabilidade por danos morais e patrimoniais causados por infração da ordem econômica e da economia popular, podendo ter por objeto a condenação em dinheiro. Note que as leis não se contradizem, mas se complementam.

Enquanto na lei 7.347/1985 (lei da ação civil pública) as matérias são tratadas de formas mais amplas, na lei 7.913/1989 (lei de ação civil pública para a proteção do mercado de capitais) há especificação das hipóteses para propositura da ação. Há uma íntima relação entre as leis, visto que as situações detalhadas na lei 7.913/1989 podem afetar a economia popular[337].

No que tange os legitimados para a propositura da ação civil pública o art. 5° da lei 7.347/1985 define:

I - o Ministério Público;
II - a Defensoria Pública;
III - a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios;
IV - a autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista; e
V - a associação que concomitantemente:

a) esteja constituída há pelo menos 1 (um) ano nos termos da lei civil; e

b) inclua, entre suas finalidades institucionais, a proteção ao meio ambiente, ao consumidor, à ordem econômica, à livre concorrência ou ao patrimônio artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico[338].

[336] A lei 7.347 de julho de 1985 disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico dá outras providências. BRASIL. Lei 7.347 de julho de 1985. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7347orig.htm>. Acesso em: 28 nov. 2010.
[337] MAZZILLI, Hugo Nigro. *A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 686.
[338] § 4.° O requisito da pré-constituição poderá ser dispensado pelo juiz quando haja manifesto interesse social evidenciado pela dimensão ou característica do dano, ou pela relevância do bem jurídico a ser protegido. BRASIL. Lei 7.347 de julho de 1985. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7347orig.htm>. Acesso em: 28 nov. 2010.

Neste ínterim, a AMEC (Associação dos Investidores do Mercado de Capitais)[339] atua na defesa dos direitos dos acionistas minoritários em companhias abertas, configurando-se como uma das legitimadas para propor a ação civil pública. Tem como missão "Defender os direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas brasileiras, tendo como base a promoção de boas práticas de governança corporativa e a criação de valor para as empresas".

Constituída desde julho de 2006, tem o seguinte objeto social definido em seu estatuto social: "Art. 3° - A AMEC atuará com a finalidade precípua de representar interesses de investidores no mercado brasileiro de capitais, em especial de investidores detentores de ações, não integrantes do bloco de controle, de companhias abertas".[340]

Portanto, essa associação está plenamente apta a propor uma ação civil pública de responsabilidade por danos à economia popular. Embora, não seja possível a propositura da ação civil pública por pessoa física, "qualquer pessoa poderá e o servidor público deverá provocar a iniciativa do Ministério Público, ministrando-lhe informações sobre fatos que constituam objeto da ação civil e indicando-lhe os elementos de convicção".[341] Logo, os investidores individualmente assumem um papel relevante na condução do processo, levando o conhecimento dos fatos aos entes públicos, para que tomem as providências cabíveis.

---

[339] Reúne 40 gestores de recursos de terceiros, e atua no sentido de unir esforços para que esses profissionais cumpram o dever de fidúcia e de preservação do patrimônio dos cotistas dos fundos de investimento por eles geridos. Para desempenhar esse papel, a AMEC tem se manifestado publicamente em casos concretos que revelam conflitos societários, ocasiões em que são identificados tratamentos não-equitativos entre acionistas controladores e minoritários. Seus pronunciamentos resultam do fórum de discussão promovido entre os associados, a fim de articular e viabilizar medidas que protejam o interesse dos investidores que não fazem parte do bloco de controle de companhias. A AMEC admite como associados gestores de fundos de ações e multimercados, independentes ou ligados a instituições financeiras, com sede no Brasil e no exterior. Também admite o ingresso de entidades abertas e fechadas de previdência complementar. Com sede em São Paulo, é uma instituição sem fins econômicos, que tem como fonte de rendimentos as contribuições mensais de seus associados. Os valores são estipulados conforme o porte do gestor, determinado de acordo com o volume de recursos por ele administrado. AMEC (Associação dos Investidores do Mercado de Capitais). *Perfil*. Disponível em: <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/sobre-amec.html>. Acesso em: 22 nov. 2010.

[340] AMEC (Associação dos Investidores do Mercado de Capitais). *Estatuto Social*. Disponível em: <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/institucional/sobre-amec/estatuto.html>. Acesso em: 22 nov. 2010.

[341] BRASIL. Lei 7.347 de julho de 1985. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7347orig.htm>. Acesso em: 28 nov. 2010.

O interesse difuso também poderá ser pleiteado, por meio do Ministério Público, tendo em vista que a lesão pode ultrapassar o grupo de acionistas e afetar a economia popular. Nessa hipótese, o Ministério Público será o autor da ação. Além de ser um legitimado para propor a ação é o responsável por tomar as providências cabíveis, quando receber peças dos juízes e tribunais que, no exercício de suas funções, tiveram conhecimento de fatos que possam ensejar a ação civil pública[342].

Em suma, a ação de responsabilidade civil do coordenador líder poderá ser proposta individualmente pelo acionista, coletivamente pela AMEC ou pelo Ministério Público ou quando o dano ultrapassar o grupo de acionistas poderá ser proposta pelo Ministério Público, tutelando a proteção da economia popular. Cabe-nos agora distinguir os tipos de danos.

Esses danos podem ser divididos em patrimoniais e extrapatrimoniais. Sendo que os danos patrimoniais podem atingir não somente o patrimônio presente da vítima, como também, o futuro; pode não somente provocar sua diminuição, a sua redução, mas também impedir o seu crescimento, o seu aumento. Por isso, o dano patrimonial se divide em dano emergente e lucro cessante.[343] O dano extrapatrimonial pode ser subdividido em objetivo e subjetivo.

O dano patrimonial, também chamado de dano material, atinge os bens integrantes do patrimônio da vítima, entendendo-se como tal o conjunto de relações jurídicas de uma pessoa apreciáveis pecuniariamente.[344] O dano patrimonial é suscetível de avaliação pecuniária, podendo ser reparado, senão diretamente – mediante reparação natural ou restituição específica da situação anterior à lesão – pelo menos indiretamente – por meio de equivalente ou indenização.[345]

O art. 1059 do Código Civil dispõe que é indenizável aquilo que o credor da obrigação de indenizar “efetivamente perdeu” e o “que razoavelmente deixou de lucrar”.[346] Aquilo

---

[342] BRASIL. Lei 7.347 de julho de 1985. Art. 7°. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L7347orig.htm>. Acesso em: 28 nov. 2010.
[343] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 72.
[344] *Idem, ibidem.* p. 71.
[345] VARELA, Antunes. *Das obrigações em geral*. Coimbra: Almedina, 2000, p. 611.
[346] BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 19 out. 2010.

que efetivamente se perdeu é o dano atual, também designado de dano emergente. O que razoavelmente deixou de lucrar consiste no prejuízo futuro denominado lucro cessante.

"O dano atual é, pois a lesão de interesses de que a vítima dispõe no presente, sejam eles patrimoniais ou extrapatrimonais. Por sua vez, o dano futuro é aquele que existe em potência, cuja realização é previsível".[347] O dano atual do acionista é a desvalorização das ações que ocorre após a precificação dada pelo mercado.

A mensuração do dano emergente não enseja maiores dificuldades. "Via de regra, importará o desfalque no patrimônio da vítima. Será a diferença do valor do bem jurídico entre aquele que tinha antes e depois do ato ilícito".[348] Contudo, no caso dos acionistas, o cálculo não será feito dessa forma, pois no momento da lesão os acionistas ainda não tinham ações. Como já estudado acima, a mensuração será a diferença daquilo que foi investido e aquilo que efetivamente se perdeu com a desvalorização ou, no caso dos subscritores, a diferença do ativo pago pelo investidor e do ativo precificado com a informação que se tornou pública.

Não nos parece sensato cogitar a possibilidade da indenização dos investidores por lucros cessantes. As ações são ativos que não propiciam um retorno certo e provável, muito pelo contrário, esses papéis estão sujeitos a diversos riscos que inviabilizam uma projeção precisa e certa de ganhos futuros.

O dano patrimonial do acionista traduz-se na desvalorização das suas ações que se trata de um bem suscetível de avaliação pecuniária. A desvalorização das ações consiste num efeito imediato, cabendo assim indenização por dano emergente. Entendemos que não cabe indenização por lucro cessante, dado que as ações não possuem uma rentabilidade previsível e certa.

O dano extrapatrimonial, também conhecido como dano moral, pode ser entendido como o dano que não afeta o patrimônio da vítima.[349] Para Sérgio Severo, dano

[347] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 11.
[348] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 73.

[349] GONÇALVES, Carlos Roberto. *Responsabilidade Civil*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 565.

extrapatrimonial é "[...] a lesão de um interesse sem expressão econômica".[350] Para o mesmo autor, a lesão a um interesse extrapatrimonial pode dar ensejo a danos extrapatrimoniais subjetivos ou objetivos.[351]

Essa subdivisão deve-se à compreensão de que há danos extrapatrimoniais que independem da dor, como na situação da diminuição de prestígio ou reputação, que independem do sofrimento experimentado pela vítima.[352]

"Portanto, o dano extrapatrimonial pode ser objetivo, quando atinja interesses não econômicos que não repercutem na sua esfera interna, ou subjetivo, quando importe em sofrimento psíquico ou físico".[353]

No caso dos acionistas entendemos que poderá haver danos extrapatrimoniais subjetivos dependendo do tipo de investidor. Se o dano for sofrido por um investidor qualificado, naturalmente ele sentirá menos ou talvez nem sinta o dano como uma pessoa física que fez seus investimentos com toda a sua poupança pessoal. Portanto, a análise sobre o coordenador líder, se este deverá pagar danos extrapatrimoniais, vai variar de caso a caso, tendo em vista a diversidade de acionistas.

Em suma, os danos suscetíveis de reparação serão sempre patrimoniais e em alguns casos poderá ser extrapatrimonial. Os legitimados a propor a ação indenizatória serão os acionistas individualmente, coletivamente poderá ser proposta ou pela AMEC, Associação dos Investidores do Mercado de Capitais ou pelo Ministério Público Federal.

O objeto da ação civil pública poderá ser o ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado de capitais nos casos de omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa e também por danos causados à economia popular. Dessa forma, os investidores possuem o regime de responsabilidade adequado e medidas jurídicas para obter a reparação.

---

[350] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 43.
[351] SEVERO, Sérgio. *Os Danos Extrapatrimoniais*. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 43-44.
[352] Idem, ibidem. p. 45.
[353] Idem, ibidem. p. 45.

5 Quais são os efeitos da responsabilização?

A responsabilização dos coordenadores líderes pode gerar diversos efeitos. Partindo-se das principais funções da responsabilidade civil, podemos analisar se a aplicação do regime de responsabilidade civil objetiva à atividade de intermediação financeira do coordenador líder e se atingirá os seus fins.

A responsabilidade civil tem três principais funções: (i) indenização da vítima; (ii) distribuição dos danos entre os membros da sociedade; e (iii) prevenção de comportamentos antissociais.[354] "A maior ou menor adequação da responsabilidade civil para a realização dessas três funções varia de acordo com o caso e com o modo como o direito regula."[355]

De acordo com Teresa Ancona Lopes, na doutrina estrangeira há divergências sobre o elenco de funções da responsabilidade civil. Contudo, afirma que há duas funções primordiais que não são divergentes das apresentadas acima: (i) a função reparatória; a (ii) função preventiva.[356]

Teresa Ancona Lopes cita Guido Alpa[357] e afirma que grande parte dos estudiosos desse ramo do Direito acolhe quatro funções fundamentais. São por eles enunciadas:

a) A função de reagir no ato ilícito danoso, com o escopo de ressarcir o sujeito prejudicado por eles;
b) A função de repristinar ao "*statu quo ante*". Ou seja, colocar a vítima na situação anterior ao dano;
c) A função de reafirmação do poder sancionatório ou punitivo do Estado;

[354] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 93.
[355] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 93.
[356] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 62.
[357] ALPA, Guido. *Trattato de Diritto Civile*. V. IV. La Resposabilità Civile. Giuffrè Editore. 199º, p. 131-133. LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 62.

d) A função preventiva ("*deterrence*") para intimidar a repetição de atos prejudiciais a terceiros. A essa, Alpa acrescenta mais duas funções de caráter econômico;
   i. A distribuição das perdas, de um lado;
   ii. A alocação dos custos do outro.

Entretanto, reconhece limitações práticas em algumas das funções apresentadas. Por exemplo, a reparação integral ou volta ao *status quo ante* é uma pretensão impossível no caso de uma reparação integral na responsabilidade extracontratual, "[...] principalmente se tratar-se de uma lesão ao direito da personalidade. Como voltar para trás numa difamação? O mal já foi feito e não há dinheiro que apague socialmente a lembrança dos atos desonrosos imputados à vítima".[358] Nesse sentido, para a autora, as principais funções da responsabilidade civil são a função de reparação e função de prevenção.

Embora Teresa Ancona Lopes não reconheça a importância da função de distribuição dos danos, entendemos que seja importante estudá-la no caso das ofertas públicas de valores mobiliários, tendo em vista que há outros agentes que participam da oferta e em virtude da contratação de um seguro.

A função reparatória "tem por objetivo a restituição do lesado ao estado em que se encontraria se não tivesse havido lesão. A sua razão de ser está no dano".[359] O dano causado pelo ato ilícito[360] do coordenador líder da oferta rompe o equilíbrio jurídico-econômico anteriormente existente entre ele e o investidor. De acordo com Sílvio Venosa, "Toda atividade que acarreta um prejuízo gera responsabilidade ou dever de indenizar".[361] De acordo com Cavalieri Filho,[362]

> Há uma necessidade fundamental de se restabelecer esse equilíbrio, o que se procura fazer recolocando o prejudicado no *statu quo ante*. Impera-se nesse campo o princípio da *restitutio in integrum*, isto é, tanto quanto possível, repõe-se a vítima à situação anterior a lesão. Isso se faz através de uma indenização fixada em proporção ao dano. Indenizar pela metade é responsabilizar a vítima pelo resto (Daniel Pizzaro, in Daños, 1991). Limitar a reparação é impor que a vítima suporte o resto dos prejuízos não indenizados.

[358] *Ibidem*, p. 63.
[359] JORGE, Fernando Pessoa. Ensaio Sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil. Coimbra: Almedina, 1999, p. 49.
[360] Art. 186 do Código Civil de 2002: *Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.*
[361] VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil – Responsabilidade Civil. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 1. Entretanto, o autor avisa que há excludentes que são estudados no seu livro.
[362] CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 13.

"A indenização ou a compensação é importantíssima, pois cumpre o *alterum no laedere* e tenta fazer as vítimas voltarem ao *status quo ante* através da reparação integral, princípio básico de toda responsabilidade civil".[363]

Por essa função o investidor terá direito de retornar à situação antes da ocorrência da lesão. Contudo, ao trazer a teoria dessa função para a prática da intermediação financeira em ofertas públicas de ações, não é possível retornar ao *status quo ante* da ocorrência da lesão, visto que a lesão ao direito dos investidores ocorre antes das ações serem negociadas, mais precisamente no momento da realização do processo de *due diligence*. Como comentamos nos tópicos acima, nessa fase nenhum investidor possui ações.

Nesse caso, existem duas situações diferentes para os investidores reclamarem seus danos. A primeira situação trata-se do investidor que subscreve e compra as ações com o preço definido na etapa do *pricing* da oferta. Nessa hipótese, a falha não ocorre somente no momento do processo de *due diligence*, mas na fase do *pricing*, pois a precificação do ativo foi feita com informações insuficientes. O investidor paga um valor acima do que pagaria se as informações verdadeiras, corretas e não omissas tivessem sido incorporada pela avaliação.

Portanto, essa categoria de investidor poderá optar por reclamar a diferença entre o valor precificado com a informação nova e o valor efetivamente pago no momento da oferta pública ou poderá reclamar a diferença entre o valor que foi investido e o valor que efetivamente perdeu.

A segunda situação trata-se do investidor que adquire as ações no mercado secundário. Nessa hipótese ele só poderá reclamar a diferença entre o que investiu e o que efetivamente perdeu, porque desde o momento do *pricing* do ativo as ações sofreram as oscilações naturais do mercado quando ele adquire parte de um preço definido pela convergência dos efeitos de demanda e oferta e não da precificação do ativo pelo coordenador líder.

[363] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 62.

Importante destacar que os investidores só vão sofrer o dano no instante em que as informações relevantes que estavam omissas, imprecisas ou incompletas se tornarem públicas, resultando em uma desvalorização das ações e se houver a liquidação da venda das ações.

Em relação à função de distribuição, de acordo com Flávia Püschel, em certos casos, "ao mesmo tempo em que se faz necessário indenizar as vítimas, não é justo atribuir o fardo da indenização ao autor do fato danoso. Nessas situações é conveniente distribuir o dever de indenizar entre os membros de uma coletividade, diminuindo o ônus individual".[364]

De fato, não parece razoável o coordenador líder assumir o fardo sozinho, uma vez que há outros agentes participantes na elaboração do prospecto. Embora, o coordenador líder e a emissora sejam solidários em relação à obrigação de elaborar o prospecto, outros agentes participam da elaboração do documento. Nesse sentido, responsabilizar o coordenador líder pode resultar em distribuição do ônus para quem deva suportar o dano.

No entanto, a responsabilidade poderá servir como um instrumento direto ou indireto para a distribuição dos danos.[365] Será um instrumento direto se o coordenador puder repartir diretamente entre os demais participantes o dano sofrido pela indenização, por exemplo, a companhia, os escritórios de advocacias e a companhia de auditoria. Na função distributiva, pretende-se transferir as perdas da vítima para aqueles que devem responder.[366] A responsabilização será um meio indireto de distribuição quando o "responsável realiza um seguro de responsabilidade civil, hipótese em que os danos são distribuídos por todos os segurados".[367]

[364] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 94.
[365] *Ibidem*.
[366]LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 63.
[367] PUSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 94.

Tendo em vista os riscos das empresas, pelo fato de seus administradores serem demandados judicialmente por acionistas ou administrativamente pelos órgãos regulatórios em função das informações prestadas durante a oferta, seja no prospecto, nos documentos atrelados a ela ou no *road show*, recentemente as companhias começaram a contratar o POSI (*Public Offering Securities Insurance*).

Esse seguro ainda é pouco conhecido no Brasil, mas é muito comum nos Estados Unidos e Europa.[368] Começou a ser utilizado no final de 2007, mas ganhou maior repercussão a partir do final de 2009, com o reaquecimento da economia brasileira.[369] A proteção oferecida pelo POSI pode englobar todos os envolvidos na operação, desde a própria empresa ofertante, os acionistas controladores, vendedores e conselheiros até o banco de investimentos responsável pela subscrição e, ainda, o escritório de advocacia que assessora a oferta. O seguro inclui danos decorrentes de ações cíveis, processos administrativos, custos judiciais, multas, processos criminais entre outros possíveis danos.[370]

> [...] a procura pelo POSI tem sido cada vez maior, tanto quanto o investimento por parte das seguradoras. Afinal, ao contratar esse seguro a empresa transfere o seu risco para a seguradora. Potenciais reclamações podem ocorrer sob inúmeras alegações, dentre as quais as inconsistências, falhas e omissões de informações relativas à oferta de ações e demais operações no âmbito do mercado de capitais. Como potenciais reclamantes, temos os investidores (aqui inseridos pessoas físicas, jurídicas, fundos e *assets*), agências reguladoras (tais como a própria Comissão de Valores Mobiliários), órgãos fiscalizadores (Receita Federal e Banco Central) e os consultores externos (advogados, bancos de investimentos e auditores).[371]

Portanto, nota-se um crescimento da contratação do POSI, que implica em distribuição indireta dos danos em caso de responsabilização dos coordenadores líderes. A distribuição dos danos de forma indireta pode ter um efeito indesejado para a prevenção

---

[368] SEGUROS EM FOCO. *Aumenta demanda por seguros para emissão de ações*. Disponível em: <http://www.segfoco.com.br/noticias/aumenta-demanda-por-seguros-para-emissao-de-acoes/>. Acesso em: 12 jan. 2011.

[369] SEG. *O seguro de Responsabilidade Civil para Oferta Pública de Valores Mobiliários*. 04 mar. 2010. Disponível em: <http://www.segs.com.br/index.php?option=com_content&view=article&id=3840:o-seguro-de-responsabilidade-civil-para-oferta-publica-de-valores-mobiliarios&catid=45:cat-seguros&directory=347> . Acesso em: 12 jan. 2011.

[370] ZURICH. *Public Offering of Securities Insurance for Directors, Officers and Company Liability*. Disponível em: <http://www.zurich.co.uk/NR/rdonlyres/87B8608E-8942-41A7-BA7F-97DEA42ECAD7/0/posifactsheet.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2011.

[371]

de condutas, visto que afasta o caráter punitivo da responsabilização, criando um desestímulo para alterar o coordenador líder e alterar o comportamento.

A responsabilidade civil tem como primeira função a reparação dos danos, mas também deve exercer seu papel preventivo. De acordo com Teresa Ancona Lopez, "Cada vez que é determinada uma sanção ao réu, essa sanção deveria servir não só para ressarcir os prejuízos da vítima, mas também ameaçar com a aplicação dessas penas o culpado da responsabilidade".[372]

Contudo, a prevenção civil está desgastada, principalmente pelo mecanismo da cobertura por seguros.[373] Flávia Püschel entende que "embora a ameaça de uma imposição de uma obrigação de indenizar não previna a prática de ilícitos violentos, por outro lado pode ser uma forma de dissuasão bastante útil em outras situações [...]".[374]

Nesse sentido,

> [...] tendo em vista a fraca coerção que a prevenção vinda automaticamente de sanções pecuniárias que pesam sobre o réu, os doutrinadores, assim como a jurisprudência de vários países, incluído o nosso, propuseram medidas automaticamente mais pesadas para que gerassem uma ameaça ou um temor efetivo em todos os cidadãos.[375]

Trata-se das "penas privadas" "*punitives damages* ou *exemplary demages* e que têm ínsita a ideia de pena para o culpado, e a de prevenção para com outros membros da sociedade, pois a indenização haveria de funcionar para todos".[376]

Os *punitives damages* têm papel quase que penal porque a condenação proposta é pesada e deve cobrir todas as perdas econômicas e morais e a "pena privada." Contudo, para a sua aplicação é necessário preencher certos requisitos. Deve o culpado ter agido

[372] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 67.
[373] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 67.
[374] PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 § único do Código Civil. *In: Revista Direito GV*, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 94.
[375] LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 69.
[376] Idem, ibidem, p. 70.

com dolo (*malice*), ou em alguns Estados americanos, com culpa grave.[377] Por outro lado, os *punitive damages* também englobam danos patrimoniais, além dos extrapatrimoniais. Esse é o tipo de indenização que mais apavora as empresas.

Pelo Código Civil seria possível aplicar as penas punitivas sem que fosse necessário cumprir com os requisitos do dolo ou da culpa grave. [378] "De outro lado, essa quantia maior, que valerá como desestímulo, nem sempre é arbitrada pelo juiz; tudo vai depender do grau de culpa do agente causador do dano, pois é pena privada". [379]

De acordo com o parágrafo único do art. 944 do Código Civil "pode o juiz além de averiguar a extensão do dano, verificar o grau de culpa do culpado, segundo a equidade".[380] Nesse sentido, o juiz poderia aplicar uma pena punitiva aos coordenadores conforme o seu grau de culpa com o intuito de punir o autor do dano.Contudo, veremos abaixo as consequências da aplicação e se seria uma alternativa adequada para estimular os coordenadores a agir com mais diligência.

Um dos objetivos da aplicação de responsabilidade sobre os coordenadores de ofertas públicas é a melhora na sua atuação, fazendo um trabalho de diligência com mais qualidade, voltado para a verificação da consistência, veracidade, suficiência e precisão da informação que é prestada ao investidor.

Além de reparar os investidores e distribuir os danos, busca-se estimular o exercício de uma atividade de intermediação mais voltada para a proteção e defesa dos interesses dos investidores, prezando por um ambiente de negociação de ações com mais transparência.

Para que essa função punitiva-preventiva se efetive seria necessário que os coordenadores pudessem arcar com o ônus da condenação, de forma a se sentirem mais estimulados e a serem mais diligentes para evitar futuras condenações. Entretanto, além da recente tendência à contratação do POSI, os coordenadores estabelecem

[377] *Ibidem*, p. 71.
[378] *Ibidem*, p. 71.
[379] *Ibidem*, p. 71.
[380] *Ibidem*, p. 71.

contratualmente uma cláusula de regresso que os expõe às limitadas e poucas hipóteses em que serão responsáveis por pagar uma indenização.

De acordo com a pesquisa realizada nos 127 prospectos de distribuição pública de ações e de certificados de ações, em 114 IPOs foram identificados indícios de que ocorreram, no contrato de distribuição, a transferência dos riscos de danos judiciais decorrentes de certas circunstâncias e determinadas contingências do coordenador líder para a companhia.

A cláusula contratual não está expressa nos prospectos, apenas ocorre uma menção à existência dela. A título de exemplo do indício da existência da cláusula de regresso, temos aquela prevista no prospecto da empresa Cremer S.A[381]

> De acordo com o Contrato de Colocação e o Placement Facilitation and Purchase Agreement, a Companhia e o Acionista Vendedor estão obrigados a indenizar os Coordenadores da Oferta Brasileira e os Coordenadores da Oferta Internacional em certas circunstâncias e contra determinadas contingências.

Esse tipo de redação foi utilizado em 90% dos prospectos analisados, ou seja, em grande parte das distribuições públicas iniciais houve indícios da existência de cláusula de regresso dos coordenadores em relação à companhia. Essa hipótese pode ser confirmada pela análise dos contratos de distribuição.

De acordo com os 25 contratos de distribuição consultados na CVM confirmou-se a existência da cláusula de regresso. Pela cláusula a companhia emissora obriga-se a indenizar, defender e manter indene, cada coordenador, seus sócios, conselheiros, executivos, empregados e agentes e qualquer pessoa que controle, ou seja, controlada por qualquer coordenador, incluindo seus sucessores.

A razão da obrigação de indenizar pode estar pautada em qualquer perda, dano, custo, prejuízo, despesa, responsabilidade ou reclamação, inclusive judicial (inclusive custo razoável destinado à investigação) que qualquer pessoa referida acima (as relacionadas com os coordenadores da oferta) possa incorrer, em conformidade com a legislação

[381] CREMER S.A. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Cremer S.A. 26 abr. 2007. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 15 jul. 2010, p. 41.

brasileira, que esteja argüida ou baseada em qualquer declaração inverídica ou alegação de declaração inverídica de fato relevante contido nos prospectos (conforme aditado ou modificado pela companhia) ou argüida ou baseada em qualquer omissão ou alegação de omissão em relação à declaração de um fato relevante cuja inclusão seja necessária nos prospectos para tornar as declarações ali realizadas não enganosas.

Os coordenadores também assumem a obrigação de indenizar nas mesmas condições e circunstâncias descritas acima. Entretanto, além de transferir o ônus para a companhia, estabelecem condições adicionais para afastar a possibilidade de assumir os danos, tais como:

- restrição da possibilidade de questionamento àquelas informações que somente foram passadas por escrito;

- restrição do número de seções no prospecto suscetíveis de questionamento, limitando somente às informações que foram enviadas por escrito pelos coordenadores; e

- restrição nos tipos de documentos suscetíveis de questionamento quanto a veracidade, consistência, omissão e precisão.

Dessa forma, os coordenadores líderes ficam pouco expostos a arcar com os danos de uma ação de responsabilidade civil. Por exemplo, há casos em que o coordenador líder somente assume a responsabilidade de indenizar por danos causados em relação à veracidade das informações prestadas por escrito quanto ao nome e endereço da sede dos coordenadores da oferta.

Contudo, os coordenadores líderes estão protegidos somente em relação aos danos causados por informações inverídicas ou omissão de informações. A instrução CVM 400/2003 é mais ampla e estabelece que o coordenador líder é responsável por verificar se as informações são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes e que nenhuma informação relevante foi omitida. Nesse sentido, nas situações em que a informação for

verdadeira, mas insuficiente, o coordenador líder poderá responder integralmente sem direito de ação de regresso para a companhia.

Por exemplo, a informação que consta nos prospectos de "cópias dos contratos estão disponíveis na sede da CVM em SP" é verdadeira, não se omitiu a informação, mas está insuficiente, visto que as cópias dos contratos de distribuição só estão disponíveis mediante a apresentação de uma solicitação justificada por escrito na CVM, sujeita a aprovação interna do órgão.

Essa cláusula de direito de regresso têm influência do sistema regulatório dos Estados Unidos, pois nesse país existem riscos reais de responsabilização que podem levar a expressivos prejuízos. Nos Estados Unidos a *Section* 11 da *Securities Act* de 1993, lei que responsabiliza os coordenadores de ofertas públicas (*underwriters*), é bastante rigorosa[382] e possibilita que os processos envolvam valores substanciais, em decorrência dos critérios utilizados para os cálculos das indenizações devidas nestes processos. Nesse sentido, os *underwriters* freqüentemente alocam o risco de ser responsabilizado para as empresas.

Apenas uma companhia não vendeu seus ativos no exterior. Todas as demais realizaram pelo menos esforços de vendas para investidores qualificados nos Estados Unidos, conforme a regra 144A. Isso porque é extremamente significativa a participação do capital estrangeiro nas ofertas brasileiras. De acordo com o levantamento feito nos anúncios de encerramentos de distribuição pública, das 127 companhias da amostra identificou-se a média de participação acionária estrangeira de 72%.

A contratação de seguro e a cláusula de regresso não permite que se atinja a função de punitivo-preventiva da responsabilidade civil, pois ele tem incentivos para alterar a sua conduta e aprimorar o monitoramento sob as companhias até o limite em que assume o ônus de arcar com a responsabilização, e como vimos, trata-se de um risco baixo.

[382] LANGEVOORT, Donald C.. Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment. Law and Contemporary Problems, v. 63, n. 3, The Future Content of the U.S. Securities Law (Summer, 2000), p. 45-70.

Ademais, outros motivos podem ser identificados para justificar a falta de estímulo para o coordenador líder exercer uma diligência razoável, entre eles estão a alta liquidez do mercado brasileiro de 2007 e a concentração do mercado de coordenadores líderes.

O ano de 2007 foi um marco no mercado de capitais brasileiro. Durante este ano foram realizados 64 IPOs equivalentes a U$ 33 bilhões captados pelas empresas.[383] A BM&Fbovespa atingiu a condição de 3.ª Bolsa Mundial, ficando atrás apenas da China e dos Estados Unidos. Até meados de junho de 2008, o índice da Bolsa de Valores de São Paulo vinha numa crescente que culminou com o encerramento do pregão de 20 de maio de 2008, em máxima histórica de pontuação, a 73.516 pontos. Tratava-se do 10.º recorde de pontos daquele ano.[384]

Esse fenômeno foi seguido por uma grave crise mundial e por uma desvalorização expressiva do preço das ações. A depreciação das ações foi noticiada pela mídia internacional, questionando inclusive a participação dos bancos de investimentos nos IPOs. [385]

De acordo com Coffee[386], o excesso de liquidez pode representar um indício de uma grande confiança dos investidores no trabalho dos *gatekeepers*[387], (incluindo os

[383] PRADO, Roberta Nioc. Mercado de Ações brasileiro: proteção dos acionistas não controladores, regulação, autorregulação e desenvolvimento. *In*: Revista Direito GV. 2009, p. 503.
[384] BM&FBOVESPA. Disponível em:< http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>.
[385] O mercado de ações do Brasil teve um dos melhores resultados do mundo, o seu principal índice rendeu 22% nos últimos 12 meses. Mas para os investidores que tomaram parte em uma corrida sem precedentes de IPOs no ano passado – quando 64 empresas abriram ao público, mais do que na Bolsa de Londres – o retorno não tem sido o esperado.Dois terços dessas ofertas públicas iniciais estão agora negociando abaixo dos preços de suas ofertas. Alguns investidores estão culpando os bancos que trouxeram os negócios para o mercado, alegando que eles foram conduzidos pelo frenesi dos mercados emergentes, apressando-se para levar empresas despreparadas a público. Ao longo do caminho, dizem os investidores, os bancos foram envolvidos em práticas questionáveis, incluindo empréstimos a algumas empresas grandes, antes de tomá-los públicos e receber remunerações extras no dia da inauguração WALL STREET JOURNAL. Submerging markets: Brazil's IPO rush hits rough patch. In: Financial News. Disponível em: http://www.efinancialnews.com/story/20-06-2008/submerging-markets-brazils-ipo-rush-hits-rough-patch. Último acesso em: 17 jun. 2010, tradução do autor.
[386] COFFEE John C., *Understanding Enron*: It's about the Gatekeepers, Stupid. Business Lawyer, vol. 57, p. 1403, Aug. 2002.
[387] Para Coffee, o termo *gatekeeper* significa um intermediário com reputação que fornece um serviço de verificação ou certificação para os investidores. De acordo com Coffee, os principais *gatekeepers* do mercado de capitais são: (i) os escritórios de advocacia; (ii) as empresas de auditoria, (iii) as agências classificadoras de risco; (iv) os analistas de investimento; e (v) os bancos de investimentos que em uma oferta pública inicial são *gatekeepers* no sentido de que a sua reputação é implicitamente exposta na realização do processo de diligência. COFFEE, John C.. *Gatekeeper Failure and Reform*: the challenge of fashioning relevant reforms. Columbia Law Scholl, The Center for Law and Economic Studies, working paper n. 237. Set. 2003b. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=447940. Último acesso: 12 jan. 2010.

coordenadores de ofertas públicas) resultando numa redução da necessidade de fiscalização rigorosa dos *gatekeepers* sobre as demonstrações financeiras e não financeiras dos ofertantes.

Ele aponta que, entre os motivos identificados que resultaram na sequência de fraudes corporativas nos Estados Unidos, a falha na atuação dos *gatekeepers* foi a mais destacada.[388] Entre as principais razões que levaram a uma queda de qualidade no exercício de suas funções estaria a bolha de mercado, que também foi indicada por Milhaupt e Pistor,[389] inspirando a muitos participantes uma grande confiança nas demonstrações financeiras de casos como o da Enron.

Outro motivo destacado por Coffee, que encontra correspondência no mercado brasileiro, seria a concentração de mercado.[390] Nesse ponto notamos que o Banco de Investimentos Credit Suisse S.A. e o Banco UBS Pactual S.A. foram responsáveis por 70 dos 127 IPOs do período, se considerarmos o BTG Pactual (banco que adquiriu o controle do UBS Pactual) totaliza aproximadamente 62% dos IPOs realizados no período por apenas dois grupos econômicos.

Quadro 06.
Participação dos coordenadores líderes nos IPOs

Coordenadores Líderes das ofertas públicas de ações e de certificados de ações 2004-2010	Origem	Presença nos países (aprox.)	Total de participações	% de participações
Banco UBS Pactual S.A.	Suíça	50	36	28,35%
Banco de Investimentos Credit Suisse S.A.	Suíça	80	35	27,56%
Banco Itaú BBA S.A.	Brasil	06	13	10,24%
Banco BTG Pactual S.A.	Brasil	04	06	4,72%
Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A.	Estados Unidos	150	06	4,72%
Unibanco - União de Bancos Brasileiros S.A.	Brasil	04	06	4,72%
Banco Morgan Stanley Dean Witter S.A.	Estados Unidos	30	06	4,72%
Banco Bradesco BBI S.A.	Brasil	07	05	3,94%
Banco J.P. Morgan S.A.	Estados Unidos	100	05	3,94%
Banco Santander (Brasil) S.A.	Espanha	09	03	2,36%

[388] COFFEE John C., *Understanding Enron*: It's about the Gatekeepers, Stupid. Business Lawyer, vol. 57, p. 1403, Aug. 2002.
[389] MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina**.** *Law and Capitalism***.** What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world. Chicago, London: Chicago Press, 2008.
[390] COFFEE John C., *Understanding Enron*: It's about the Gatekeepers, Stupid. Business Lawyer, vol. 57, p. 1403, Aug. 2002.

Outros[391]	-	-	06	4,72%
TOTAL			**127**	**100,00%**

Fonte: dados coletados prospectos dos 127 IPOs ocorridos entre 2004 e 2010, disponíveis no site: www.cvm.gov.br[392]

A falta de competição permite às companhias se organizarem segundo suas estratégias individuais, sem temerem a perda de mercado para um competidor maior. [393] Dessa forma, os coordenadores líderes não teriam incentivos para suprir suas falhas para buscar um diferencial competitivo, permanecendo vulneráveis aos mesmos erros em sua atuação.

A concentração do mercado de coordenadores líderes é reforçada pelo fator reputação do coordenador líder, relacionado com a capacidade de acessar investidores estrangeiros, pois eles são os principais acionistas do mercado de capitais brasileiro. A média de participação dos investidores estrangeiros nas ofertas públicas iniciais ocorridas entre 2004 e 2010 foi de aproximadamente 72%.

Tal fato parece justificar a alta porcentagem de participação dos bancos estrangeiros nos IPOs do mesmo período, que foi de 90 participações das 127 ofertas públicas analisadas, pois é necessário que o banco tenha acesso a essa categoria de investidores. Ou seja, são os acionistas estrangeiros que possuem uma porção significativa das ações do mercado empresarial brasileiro.

---

[391] (i) Banco ABN AMRO Real S.A; (ii) Banco Fator S.A.; (iii) Citigroup Global Markets Brasil Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S.A.; (iv) Deutsche Bank S.A. – Banco Alemão; (v) ELITE CCVM Ltda; e (vi) HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., cada um com uma (0,81%) oferta realizada.

[392] Dados coletados dos prospectos dos IPOs disponíveis no site da CVM e nos seguintes sites: CREDIT SUISSE. Sobre a Credit Suisse Hedging-Griffo Disponível em: https://www.cshg.com.br/site/publico/sobre/quem.seam. Último acesso em 25 ago. 10. UBS. UBS in a few words. Disponível em: http://www.ubs.com/1/e/about/ourprofile.html. Último acesso em 25 ago. 10. ITAU BBA. Sobre o ITAÚ BBA. Disponível em: http://www.itaubba.com.br/portugues/bba/index.asp. . Último acesso em 25 ago. 10. MERRILL LYNCH. About Us. Disponível em**:** http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8134. Último acesso em 25 ago. 10. JP MORGAN. About Us. Disponível em: http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/about Último acesso em: 25 ago. 2010. MORGAN STANLEY. Global Offices. Disponível em: http://www.morganstanley.com/about/offices/index.html. Último acesso em: 25 ago. 2010. SANTANDER ACERCA DEL Grupo http://www.santander.com/csgs/Satellite?accesibilidad=3&canal=CAccionistas&cid=1148925257148&empr=SANCorporativo&leng=es_ES&pagename=SANCorporativo/Page/SC_ContenedorGeneral

[392]BRADESCO. Formulário 20-f. Disponível em: http://bradesco.infoinvest.com.br/ptb/1675/Formulario20FPORT30062010final.pdf. Último acesso em: 25 ago. 2010.

[393] COFFEE John C., *Understanding Enron*: It's about the Gatekeepers, Stupid. Business Lawyer, vol. 57, p. 1403, Aug. 2002.

Nesse sentido, é de menor relevância o padrão de diligência adotado pelo coordenador líder, pois o fator reputacional está ligado à capacidade de gerar negócios para a companhia. A evidência significativa desse fenômeno é o Banco Credit Suisse, que não teve a sua imagem afetada com o escândalo da Agrenco Ltd., atuando posteriormente como coordenador líder na oferta da OSX Brasil S.A., da Tivit Terceirização de Processos, Serv. e Tecn. S.A. e da HRT Participações em Petróleo S.A.

Em suma, responsabilizar o coordenador líder não é suficiente para estimulá-lo a alterar o comportamento de forma a aprimorar o monitoramento sob as companhias. Além deles não estarem protegidos pelo POSI e pela cláusula de regresso, a concentração de mercado não os faz buscar um diferencial competitivo. Nesse sentido, ao responsabilizar civilmente os coordenadores líderes, terá apenas a função de reparar os danos dos investidores.

Para prevenir as infrações das companhias no mercado de capitais e proteger os investidores, os coordenadores de ofertas públicas de ações precisam ter incentivos para prevenir as infrações. Na relação entre os coordenadores de ofertas públicas de ações e a companhia emissora, reside o problema conhecido como relação de agência. Define-se:

> [...] uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique delegação de algum poder de decisão. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal.[394]

Os coordenadores da oferta pública (agentes) são contratados pela companhia emissora (principais) para realizar atividades em nome da companhia emissora. Por exemplo, as obrigações de envio de informações prestadas perante a CVM. Conforme o art. 37 da Instrução 400/2003, o coordenador líder: (i) tem a obrigação de informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuídos a cada um; (ii) deve comunicar qualquer eventual alteração no contrato ou a sua rescisão; e (iii) deve remeter

[394] JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. *Teoria da Firma*: O comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. 1976. Tradução RAE, Revista de Administração de Empresas, abr./jun. 2008, p. 89.

no prazo de 15 dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do anúncio de início de distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo estabelecido no Anexo VII da Instrução 400/2003. Contudo, o principal poder de decisão dado ao coordenador líder consiste na faculdade de fornecer a certificação para a companhia.

Outro relacionamento de agência pode ser identificado entre os coordenadores líderes e os investidores (principais). Os coordenadores líderes têm uma relação extracontratual com os investidores, prestando serviços como a elaboração e disponibilização do prospecto e do formulário de referência, realização do *roadshow e bookbuiding*, organização da estrutura de reservas para subscrição e promoção de uma ampla divulgação da oferta.[395]

Portanto, os coordenadores devem agir nos interesses tanto da companhia quanto dos investidores. Entretanto, existem aspectos das ofertas públicas iniciais do mercado de capitais brasileiro que permitem criar incentivos para os coordenadores agirem em interesses próprios e não nos interesses da companhia e dos investidores, gerando situações de conflitos de interesses.

Mehran e Stulz definem conflitos de interesses como uma situação em que uma parte em uma transação pode potencialmente obter um ganho direto tomando medidas que podem afetar negativamente outras.[396] Os coordenadores líderes no exercício da atividade de intermediação financeira podem prejudicar os investidores e a companhia ao focarem nos seus interesses, em prejuízo dos interesses da companhia e dos investidores.

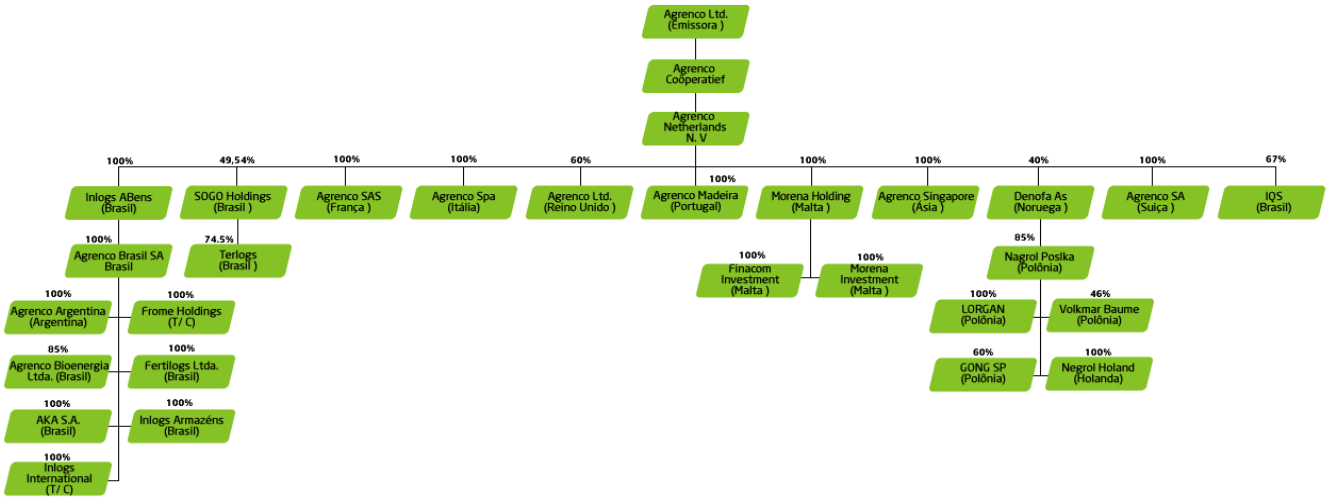
Os conflitos de interesses, no caso de ofertas públicas iniciais, resumem-se basicamente às relações comerciais entre os bancos e a companhia emissora e podem ser pautados em interesses antes, durante e depois das ofertas públicas. Em outras palavras, os

[395] CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 400 de 27 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 25 abr. 2010.
[396] MEHRAN, H. STULZ, R. The economics of conflicts of interest in financial institutions. Journal of Finance, v. 85, n. 2, 2007, p. 267-296.*Apud*. SANTOS, Rafael Liza; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Underwriters fueling going public companies? Evidence of Conflict of Interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wave. Jan. 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1328291. Último acesso em: 13 out. 2010.

diferentes relacionamentos comerciais dos coordenadores de oferta pública com as companhias podem afetar a condução do processo de *due diligence*, pois há outros incentivos para realizar a oferta que são diferentes dos da companhia e dos investidores.

Por exemplo, o relacionamento entre a companhia Agrenco Ltd. e o Banco de Investimentos Credit Suisse S.A. era cercado por conflitos de interesses entre o coordenador líder da companhia e outras instituições pertencentes ao mesmo grupo.

Figura 3.
O organograma abaixo indica a estrutura societária do Grupo Agrenco Ltd.[397]



O Banco Credit Suisse realizou contratos de empréstimos International Ltd. (Inlogs) em 2006,[398] *swaps* com a Inlogs em 2006[399] e 2007,[400] de financiamento com a Inlogs[401] em

[397] AGRENCO GROUP. Estrutura Societária. Disponível em: http://www.mzweb.com.br/agrenco/web/images/Agrenco_org_estrutura-consolidada_20100708_pt.gif. Último acesso em: 13 out. 2010.

[398] Em 23 de maio de 2006, a Inlogs, como tomadora, e Agrenco Brasil e Agrenco N.V., como garantidoras, celebraram um contrato de empréstimo (credit agreement) com o Credit Suisse Cayman, como agente administrativo, e o Credit Suisse (Brazil) Bahamas Limited (subsidiária integral do Coordenador Líder), como estruturador e mutuante, no valor de US$30 milhões ("Contrato de Empréstimo Inlogs 2006"). CVM. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Certificados de Depósitos de Ações Ordinárias de Emissão da Agrenco Group. 23 out. 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.Último acesso em: 13 out. 2010, p. 48-53.

[399] Em 30 de maio de 2006, Inlogs (subsidiária integral da Agrenco do Brasil) e Credit Suisse Brazil (Bahamas) Limited celebraram contrato de swap, por meio do qual a Inlogs obteve um hedge da taxa de juros contratado no Contrato de Empréstimo Inlogs 2006, para uma taxa equivalente ao maior entre Dólar + 5,3197% ao ano ou Euro + 2,8737% ao ano ("Contrato de Swap Inlogs 2006"). *Ibidem*, p. 48-53.

[400] Inlogs e Credit Suisse Brazil (Bahamas) Limited celebraram e se comprometeram a celebrar, por ocasião de cada desembolso do Contrato de Financiamento Inlogs 2007, contratos de swap, por meio dos quais a Inlogs obteria um hedge da taxa de juros contratada no Contrato de Financiamento Inlogs 2007,

2007, contrato de opção com a Agrenco Ltd.,[402] de garantia,[403] de crédito bancário,[404] de *swaps* com a Agrenco Brasil.[405]

> [...] instituições financeiras integrantes do grupo econômico a que pertence o Coordenador Líder estruturaram e concederam, com posterior sindicalização, a empresas integrantes do Grupo Agrenco, financiamentos sindicalizados e linhas de crédito denominadas em US$ e em R$ (Cédulas de Crédito Bancário) no valor total de aproximadamente US$180 milhões e R$ 61,7 milhões, respectivamente, e celebraram operações de swap e de opções.[406]

Além dos contratos celebrados entre as empresas do grupo Agrenco Ltd., a maior parte dos recursos obtidos com a oferta pública de BDRs estava comprometida com o pagamento das dívidas.

---

para uma taxa de juros fixa de 10,5% ao ano em dólares ("Contrato de Swap Inlogs 2007"). *Ibidem*, p. 48-53.

[401] Em 21 de fevereiro de 2007, Inlogs, como tomadora, e Agrenco Brasil, Agrenco Bioenergia e a Agrenco N.V., como garantidoras, celebraram um contrato de financiamento sindicalizado (syndicated credit agreement), referente a uma linha de crédito de até US$150 milhões, com o Credit Suisse Cayman, como agente administrativo, e o Credit Suisse Brazil (Bahamas) Limited, como estruturador e mutuante inicial. *Ibidem*, p. 48-53.

[402] Em contrapartida adicional ao Contrato de Financiamento Inlogs 2007, a companhia Agrenco Ltd. celebrou contrato de opção de compra de ações de emissão da Agrenco Ltd, por meio do qual concedeu a todos os credores do Contrato de Financiamento Inlogs 2007, incluindo o Credit Suisse Brazil (Bahamas) Limited, opções de compra de ações de emissão da Agrenco Ltd. com liquidação em dinheiro ("Opções Companhia"). *Ibidem*, p. 48-53.

[403] As obrigações da Inlogs, Agrenco Brasil, Agrenco Bioenergia e Agrenco N.V. previstas no Contrato de Financiamento Inlogs 2007 são garantidas por contratos de promessa de alienação fiduciária de imóveis, de cessão fiduciária de direitos creditórios, de cessão fiduciária de direitos sobre equipamentos e contratos, de penhor de quotas da Agrenco Bioenergia e por cartas de fiança emitidas pela Inlogs, Agrenco Brasil, Agrenco Bioenergia e Agrenco N.V. O Contrato de Swap e as Opções Companhia são garantidos por cartas de fiança emitidas pela Inlogs, Agrenco Brasil, Agrenco Bioenergia e Agrenco N.V.

[404] A Agrenco Brasil emitiu sete Cédulas de Crédito Bancário ("CCBs I") em favor do Banco Credit Suisse (Brasil) S.A. ("Banco CS"), subsidiária do Coordenador Líder, datadas de 12 de fevereiro de 2007, totalizando o valor de R$22.200.000,00 e com vencimento em 12 de fevereiro de 2008. A emissão das CCBs I tem como objetivo a concessão, pelo Banco CS à Agrenco Brasil, de financiamento no valor equivalente ao valor total das CCBs I. A taxa de juros aplicada às CCBs é de 125% do CDI (extragrupo), computada mensalmente. De acordo com os termos da CCBs I, os valores do principal e dos juros deverão ser pagos em uma única parcela na data de vencimento das CCBs I. O saldo remanescente deste contrato, em 30 de junho de 2007, era de R$22,4 milhões. *Ibidem*, p. 48-53.

[405] A Agrenco Brasil e o Credit Suisse Próprio Fundo de Investimento Multimercado, por meio de seu administrador, o Coordenador Líder, celebraram Contrato para Realização de Operações de Swap - Nota de Negociação n.º 122FP11 em 12 de fevereiro de 2007, no qual foram firmados 12 contratos de swap, com valor nominal de R$22.200.000,00 cada, por meio do qual Agrenco Brasil alterou a taxa de juros das CCBs I para uma taxa de juros fixa de 10,5% ao ano em dólares ("Contrato de Swap Inlogs 2007"). Cada swap tem prazo de um mês, sendo a primeira iniciada em 12 de fevereiro de 2007 e a última terminada em 12 de fevereiro de 2008. *Ibidem*, p. 48-53.

[406] CVM. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Certificados de Depósitos de Ações Ordinárias de Emissão da Agrenco Group. 23 out. 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.Último acesso em: 13 out. 2010.

Quadro 07.
O quadro abaixo indica a alocação estimada dos recursos líquidos da oferta, dividido por cada qual dos propósitos, em termos percentuais e em milhões de reais

DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DA OFERTAS	Porcentagem %	Em milhões de R$
Pagamento de parte da dívida consolidada devida a diversas instituições financeiras	67,5%	425,6
Pagamento das Opções Companhia	8,0%	50,4
Reforço do capital de giro	24,5%	154,5
Total	100%	630,5

Fonte: <www.cvm.gov.br>

Dessa forma, 75,5% dos recursos líquidos da oferta foram destinados para o pagamento de dívidas e para o pagamento do contrato de opções. O Banco Credit Suisse possui incentivos inadequados para atuar como um *gatekeeper*, protegendo os investidores, pois tinha visíveis interesses para que a operação fosse realizada e receber os valores devidos pelo grupo Agrenco Ltd.

Embora ele tivesse capacidade para prevenir infrações ou, como no caso, impedir que uma companhia infratora e despreparada financeiramente realizasse a oferta no mercado de capitais, o Banco Credit Suisse não estava estimulado a atuar de forma confiável. Como já dito, ele estava incentivado a agir em seus próprios interesses. Ademais, a regulação de mercado de capitais não proibia esse tipo de operação.

Como forma de minimizar o conflito de interesses entre o coordenador líder e companhia, a Anbima criou a figura do coordenador adicional, que é uma instituição financeira que apresenta as mesmas características do coordenador líder, exceto pelo fato de se configurar uma instituição independente no sentido de não possuir vínculo acionário com a companhia emissora.

Sua participação é exigida sempre que um coordenador: (i) tenha a titularidade, direta ou indireta, de valores mobiliários de renda variável que confiram, ou venham a conferir, participação de 10% ou mais no capital social da emissora, incluindo os valores mobiliários objeto da oferta pública; ou (ii) tenha destinado, para si e/ou para sociedade relacionada, montante superior a 20% dos recursos captados na oferta

pública. A escolha do coordenador adicional está sujeita aos mesmos limites descritos acima.[407]

O coordenador adicional tem por obrigação atuar com o coordenador líder e deverá:

> I. participar do processo de formação de preço dos valores mobiliários de renda variável objeto da oferta pública;
> II. participar da elaboração do prospecto e dos demais documentos da Oferta Pública que acompanham o pedido de registro junto à CVM e/ou à ANBID; e
> III. praticar os padrões usuais de *due diligence* com relação à distribuição dos Valores Mobiliários de Renda Variável do objeto da Oferta Pública.

Nota-se, portanto, que o coordenador adicional não possui responsabilidades além das previstas para o coordenador líder. É definida para ele a participação em etapas, que eventualmente podem gerar conflitos de interesse entre a companhia emissora e o coordenador.

Por exemplo, o coordenador líder é o responsável, com ofertante, pela formação de preço da ação. Caso ele tenha titularidade ou venha a adquirir, nessa situação o coordenador líder pode entrar em conflito com a companhia, visto que tem interesse em adquirir as ações pelo menor preço possível, e a companhia tem intenção de vender pelo maior valor possível, para assim aumentar a captação de recursos.

Os relacionamentos comerciais entre empresas e coordenadores da oferta acontecem com frequência. O quadro abaixo revela a participação dos coordenadores líderes nas ofertas públicas iniciais realizadas entre 2004 e 2010, destacando a existência de relacionamento comercial.

Quadro 08[408]
Relacionamento dos coordenadores líder com as companhias emissoras

[407] ANBIMA. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários de 19 de outubro de 2009. Art.16 Disponível em: <http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf>. Último acesso em: 13 out. 2010.
[408] A companhia Natura S.A. foi excluída da amostra, visto que no prospecto não constava a informação sobre a o relacionamento entre a companhia e o coordenador líder.

COORDENADOR LÍDER	IPOs e Relacionamentos Comerciais (RC) com as empresas		
	COM RC	SEM RC	TOTAL
Banco UBS Pactual S.A.	16	19	36
Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	13	22	35
Banco Itaú BBA S.A.	11	2	13
Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A.	6	0	6
Banco BTG Pactual S.A.	5	1	6
Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A.	4	2	6
Banco Bradesco BBI S.A.	3	2	5
Banco J.P. Morgan S.A.	3	2	5
Banco Santander (Brasil) S.A.	3	0	3
Banco Morgan Stanley Dean Witter S.A.	2	4	6
Banco ABN AMRO Real S.A.	1	0	1
Citigroup Global Markets Brasil C. C. T. V. M. S.A.	1	0	1
Banco Fator S.A.	0	1	1
Deutsche Bank S.A. – Banco Alemão	0	1	1
Elite CCVM Ltda.	0	1	1
HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	0	1	1
Total geral	68	58	126

Além dos empréstimos e participações societárias existem outras formas de relacionamentos comerciais, tais como prestação de serviços de banco de investimento, formador de mercado, realização de operações financeiras usuais, incluindo, entre outras, investimento e emissões de ações ou quaisquer outras operações necessárias para a condução de nossas atividades.

De acordo com J. Lerner, um dos critérios utilizados para se escolher o coordenador líder é a reputação dos analistas de investimentos e a sua capacidade de cobrir o setor industrial da companhia emissora,[409] ou seja, ao se contratar o coordenador líder leva-se em consideração um relacionamento comercial futuro que possa vir a ter com ele. A questão que se coloca é até que ponto o coordenador líder exerce suas funções nos interesses dos investidores e da companhia independente dos negócios futuros?

Embora, a atividade de analistas de investimento seja regulada, o conflito de interesse da atividade não pode ser confundido com a situação que ocorre com os coordenadores de ofertas públicas. De acordo com o art. 2° da Instrução n° 388/2003 da CVM,

[409] LERNER, Josh. A Note on the Initial Public Offering Process. *Harvard Business School*, jul. 2007, p. 3.

> A atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento. [410]

A atividade é regulada principalmente pela instrução da CVM n° 388/2003 e posteriores alterações. Contudo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) também regula a atividade de analista de investimentos no sentido de minimizar situações de conflitos de interesses, estabelecendo um conjunto de procedimentos denominado *chinese wall*:

> [...] conjunto de procedimentos adotados por uma instituição financeira, ou conglomerado financeiro, com o objetivo de impedir o fluxo de informações privilegiadas e sigilosas para outros setores dessa instituição ou empresa do mesmo grupo, de forma a evitar situações de conflito de interesses [...][411]

Nesse sentido, foram encontradas duas resoluções do CMN n° 2451/97 e n° 2.846/98 e duas Resoluções do Banco Central, n° 2554/98 e 3056/02, essa última introduz algumas alterações em relação à primeira. Os procedimentos de segregação denominados *chinese wall* podem alcançar três situações principais no mercado de capitais: (i) segregação de informações; (ii) segregação de gestão; (iii) e segregação de valores mobiliários. [412]

Entretanto, a situação que estamos tratando no IPO é o exercício da atividade de intermediação de forma isenta, pois a possibilidade de manter um relacionamento comercial entre o coordenador líder e a empresa pode criar um estímulo para se priorizar os negócios futuros em prejuízo de uma queda na qualidade dos serviços prestados para viabilizar a ocorrência da operação.

---

[410] A atividade de analista de valores mobiliários consiste na avaliação de investimento em valores mobiliários, em caráter profissional, com a finalidade de produzir recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem no processo de tomada de decisão de investimento. CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução CVM 388 de 30 de abril de 2003. Art. 2°. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Último acesso em: 13 out. 2010.

[411] EIZIRIK, Nelson. Conflito de Interesse e a Segregação de Atividades no Mercado de Capitais. *In*: *Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais*, 3. 21 jun. 06, São Paulo. Apresentação eletrônica. Disponível em: http://www.anbid.com.br/institucional/filesmng.nsf/D7E8C2666940A87F8325719A004B5AC5/$File/Nelson%20Eizitik.pdf. Último Acesso: 13 out. 2010.

[412] EIZIRIK, Nelson. Conflito de Interesse e a Segregação de Atividades no Mercado de Capitais. *In*: *Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais*, 3. 21 jun. 06, São Paulo. Apresentação eletrônica. Disponível em: http://www.anbid.com.br/institucional/filesmng.nsf/D7E8C2666940A87F8325719A004B5AC5/$File/Nelson%20Eizitik.pdf. Último Acesso: 13 out. 2010.

A utilização de analistas de investimentos funcionários do coordenador líder é uma prática bastante comum. Em aproximadamente 65% das companhias que realizaram IPO entre 2004 e 2010, estão utilizando um analista de investimentos do coordenador líder, dentre outros analistas de outras instituições.[413]

Outra forma de relacionamento bastante utilizada no mercado norte-americano é a contratação do próprio banco de investimento, coordenador líder da operação, como *market maker*, um agente responsável por assegurar negociações de um valor mobiliário. Nos Estados Unidos, praticamente em todos os casos utiliza-se o *market maker* e o coordenador líder é quase sempre quem exerce essa atividade após o IPO. [414]

No Brasil, o *market maker* também é conhecido como *liquidity provider*, agente de liquidez, facilitador de liquidez, promotor de negócios e principalmente formador de Mercado. São agentes responsáveis por garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fatores de destaque na análise da eficiência no mercado de capitais.[415]

> Na BM&FBOVESPA, o papel do Formador de Mercado pode ser desempenhado por corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimentos que, ao se credenciarem para exercer essa função, 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.[416]

Nos IPOs realizados entre 2004 e 2010 somente três instituições realizaram o papel de formador de mercado; (i) Credit Suisse Brasil S.A. CTVM; (ii) Banco BTG Pactual S.A.; (iii) BTG Pactual CTVM S.A. Essas duas últimas companhias nitidamente fazem parte do mesmo grupo econômico. Portanto, praticamente dois grupos econômicos foram Formadores de Mercado em IPOs. Além desses dois grupos econômicos

---

[413] 21 companhias não foram consideradas por que ocorreram alterações societárias ou pela indisponibilidade de dados. Apenas 22 companhias não utilizam analistas de investimentos funcionários do banco que coordenou a oferta como instituição líder.

[414] LERNER, Josh. A Note on the Initial Public Offering Process. *Harvard Business School*, jul. 2007, p. 6.

[415] BM&FBOVESPA. *O que é formador de mercado*. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/formador-de-mercado/o-que-e.aspx?idioma=pt-br. Último acesso em: 13 out. 2010.

[416] BM&FBOVESPA. *Formador de Mercado*: a janela que sua empresa precisa. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_formador-de-mercado.asp. Último acesso em: 13 out. 2010.

concentrarem a atividade de formador de mercado, também foram os responsáveis pela coordenação como instituição líder em mais de 60% dos IPOs entre 2004 e 2010.

Dessa forma, as possíveis situações de conflitos de interesses criam incentivos inadequados para os coordenadores atuarem como modo mais diligente na prevenção de infrações e proteção dos investidores. Os coordenadores possuem estímulos maiores para atuar em interesses próprios, buscando a preservação de relacionamentos comerciais.

A responsabilização do coordenador líder pode atingir a sua principal função, qual seja a de reparar os investidores. Contudo, poderá servir para distribuir os danos entre os demais participantes das ofertas quando não houver a contratação do POSI pela companhia. Caso o POSI seja contratado, a distribuição dos danos ocorrerá de forma indireta e minimizará a função punitivo-preventiva da responsabilização.

Essa última função tem destacada importância, pois poderia estimular o coordenador líder a atuar com mais diligência na condução de suas atividades. Entretanto, os riscos de ser responsabilizado são muito baixos, tendo em vista as cláusulas de regresso e a contratação do POSI.

Ademais, o excesso de liquidez do mercado brasileiro em 2007, a concentração do mercado de coordenadores líderes e a existência de situações de conflitos de interesses são outros fatores que reforçam uma redução na qualidade dos serviços de intermediação financeira que foram prestados e o desestímulo para atuar com mais diligência.

Em suma, responsabilizar o coordenador líder servirá como forma de indenizar os investidores, sendo necessária uma reflexão mais aprofundada sobre como estimular os coordenadores líderes a atuar com mais diligência no exercício da sua atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações.

Síntese das conclusões alcançadas

O estudo sobre a responsabilização do coordenador líder de oferta pública de ações envolveu o confronto da disciplina de responsabilidade civil com a de mercado de capitais. Tratam-se de áreas com questões polêmicas, complexas, distantes de pacificação e com diferentes históricos de formação.

A doutrina brasileira de responsabilidade civil vem construindo suas bases teóricas há séculos e com significativa influência do ordenamento jurídico francês, alemão, italiano e português. Apesar de anos de estudos, existem pontos críticos cujas interpretações diferenciam-se diametralmente.

Não menos complexo, mas de formação muito mais recente, a doutrina jurídica de mercado de capitais está em plena fase de formação e tem influência basicamente da doutrina, legislação e prática norte-americana.

Conjugando-se essas duas disciplinas no estudo da responsabilização do coordenador líder de oferta pública de ações por danos decorrentes de infração ao dever de informar pode-se visualizar a relevância do tema estudado para o desenvolvimento econômico nacional.

Tais questões foram abordadas ao longo do trabalho e nossas conclusões a respeito foram apresentadas pontualmente nos capítulos respectivos. O que se segue é, portanto, uma síntese dessas conclusões.

No contexto de uma oferta pública de ações, no que tange às infrações ao dever de informar que resultaram em danos para os acionistas, os coordenadores líderes podem ser responsabilizados por: não adotar todas as cautelas necessárias no processo de *due diligence*; pela divulgação de informações inverídicas, incorretas, insuficientes ou por omissão de informações relevantes; não divulgar as informações de forma que permita o investidor tomar uma decisão fundamentada; e por infringir o princípio da boa-fé-objetiva.

Foram estudados três regimes para a responsabilização do coordenador líder. Responsabilidade subjetiva fundada na culpa do coordenador líder, responsabilidade objetiva fundado no risco da atividade de intermediação financeira e responsabilidade objetiva pela aplicação do CDC.

A responsabilização do coordenador líder fundada pela culpa impõe ao acionista, vítima da infração, o fardo de provar as suas alegações. Trata-se de tarefa difícil de ser realizada, tendo em que os acionistas não possuem acesso às informações sobre como o processo de *due diligence* foi realizado. Dessa forma, a inversão do ônus da prova pode ser uma solução para a dificuldade de formação de provas pelos acionistas, pois o ônus passaria a ser do coordenador líder. Situação que pode ser alcançada pela elaboração de uma instrução pela CVM.

A responsabilização, fundando no risco da atividade de intermediação, é o regime mais adequado para indenizar os investidores. A atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações envolve diversos riscos para os participantes. Alguns não são relevantes para a responsabilização do coordenador líder pelos investidores. Contudo, os riscos relacionados com a potencialidade de danos à higidez do mercado de capitais, às empresas, à economia de mercado e aos investidores, individual e coletivamente são relevantes para a responsabilização.

Entendemos que a teoria do risco seja a teoria adotada pelo ordenamento brasileiro e justifica o caso da intermediação financeira em ofertas públicas de valores mobiliários, considerando que o coordenador líder obtém vantagem com a atividade, ou seja, é remunerado pela realização do processo de *due diligence* e outras atividades relacionadas com a intermediação. Ademais, os princípios do risco extraordinário, da causa do risco, da prevenção, da distribuição dos danos e da equidade também se mostram coerentes com a aplicação do regime de responsabilidade objetiva aos coordenadores líderes.

Em relação ao CDC, não foi possível neste trabalho chegar a uma conclusão sobre a sua aplicação à atividade de intermediação financeira no mercado de capitais. Contudo, entendemos que o investidor pode ser um consumidor, o coordenador líder pode ser um fornecedor e a atividade de intermediação financeira seja entendida como um serviço remunerado prestado ao investidor.

O debate sobre a aplicação do CDC à atividade de intermediação financeira é extenso e precisa de um maior aprofundamento. Contudo, entendemos que os argumentos apresentados pela doutrina atual que é contra a aplicação do CDC não são suficientes para sustentar a inaplicabilidade do CDC no mercado de capitais. O que no momento nos limita afirmar sobre a aplicabilidade do CDC é a caracterização do nível de segurança do serviço aceito pela sociedade para qualificar o serviço como defeituoso.

Em relação às medidas jurídicas para obter a reparação, além de a ação indenizatória poder ser proposta individualmente pelo acionista, a AMEC, Associação dos Investidores do Mercado de Capitais e o Ministério Público Federal podem propor ação civil pública pedindo ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado de capitais nos casos de omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa e também por danos causados a economia popular. Os danos sempre serão patrimoniais referentes à desvalorização das ações. Em algumas situações poderá ser extrapatrimonial.

A responsabilização dos coordenadores líderes tem por principal objetivo indenizar os acionistas que sejam vítimas de danos decorrentes de infrações ao dever de informar. Entendemos que a responsabilidade objetiva é o regime mais adequado para atingir essa finalidade, tendo em vista que a atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações oferece riscos excepcionais à poupança popular.

A responsabilidade civil pode ter outras funções, quais sejam: distribuir os danos entre aqueles que participaram da infração e uma ação preventivo-punitiva, estimulando o infrator a melhorar a sua conduta. Entretanto, quando passamos para a responsabilização dos coordenadores, notamos que a responsabilização não alcança essas finalidades.

A responsabilidade civil também deve exercer seu papel preventivo. Contudo, vimos que a prevenção civil está desgastada, principalmente pelo mecanismo da cobertura por seguros, como o POSI. Um dos objetivos da aplicação de responsabilidade sobre os

coordenadores de ofertas públicas é a melhora na sua atuação, fazendo um trabalho com alto padrão de diligência.

Para que essa função punitiva-preventiva se efetive seria necessário que os coordenadores líderes arcassem com o ônus da indenização. Entretanto, além da recente tendência à contratação do POSI os coordenadores estabelecem contratualmente uma cláusula de regresso que os expõe às limitadas e poucas hipóteses em que serão responsáveis por pagar uma indenização. Dessa forma, os coordenadores líderes ficam pouco expostos a arcar com os danos de uma ação de responsabilidade civil.

Portanto, responsabilizar o coordenador líder não é suficiente para estimulá-lo a alterar o comportamento de forma a aprimorar o monitoramento sob as companhias. Além deles não estarem protegidos pelo POSI e pela cláusula de regresso, a concentração de mercado não os faz buscar um diferencial competitivo. Nesse sentido, responsabilizar civilmente os coordenadores líderes terá apenas a função de reparar os danos dos investidores.

Ademais, a alta liquidez do mercado acionário nacional em 2007, a concentração do mercado de coordenadores líderes e a existência de conflitos de interesses nas operações são fatores que enfatizam a redução na qualidade dos serviços de intermediação financeira que foram prestados e também o desestímulo para atuar com mais diligência.

Em suma, identificamos que o regime da responsabilidade civil objetiva é o mais adequado para indenizar os investidores pelas infrações ao dever de informar do coordenador líder pelo risco que a atividade de intermediação financeira em ofertas públicas tem para a poupança e para a economia popular. Outro motivo para a aplicação desse regime consiste no fato de que a responsabilidade fundada na culpa depende de uma alteração regulatória e a baseada no CDC depende de um maior aprofundamento doutrinário sobre o tema.

Entretanto, para estimular esse agente a atuar com mais diligência é necessário uma reflexão maior e pesquisas mais aprofundadas sobre como utilizar os mecanismos regulatórios da atividade de intermediação financeira em ofertas públicas de ações para incentivar uma melhor conduta.

Referências

A NOTÍCIA. PF deflagra Operação Influenza em SC e SP. Jun. 2008. http://www.clicrbs.com.br/anoticia/jsp/default.jsp?uf=2&local=18&section=Geral&newsID=a1987837.xml.

AGRENCO GROUP. PERFIL. Disponível em: <http://www.agrencogroup.com/portal/DesktopDefault.aspx>. Último acesso em: 7 abr. 2010.

AGRENCO GROUP. Relações com Investidores: Central de Download. Disponível em: <http://www.agrencogroup.com/portal/DesktopDefault.aspx>. Último acesso em: 10 out. 2010.

AGRENCO Group. Carta Resposta à Bovespa. Disponível em: http://www.mzweb.com.br/agrenco/web/conteudo_pt.asp?tipo=15659&id=36773&idioma=0&conta=28.

AGRENCO. Carta – Respostas ao Ofício GAE/SAE 1796-0 Disponíveis em: <http://www.agrenco.com.br>. Último acesso em: 26 fev. 2009.

AGRENCO. Ofício GAE/SAE 1815-08, referentes às Notícias publicadas pela imprensa brasileira datada de 26 de junho 2008 e Agrenco Group. Disponíveis em: <http://www.agrenco.com.br>. Último acesso em: 26 fev. 2009.

AGRENCO Comunicado ao Mercado, datado de 16 de julho de 2008. Disponíveis em: <http://www.agrenco.com.br>. Último acesso em: 26 fev. 2009.

AGRENCO GROUP. Estrutura Societária. Disponível em: http://www.mzweb.com.br/agrenco/web/images/Agrenco_org_estrutura-consolidada_20100708_pt.gif. Último acesso em: 13 out. 2010.

ALONSO, Paulo Sérgio Gomes. Pressuposto da Responsabilidade Civil Objetiva. São Paulo: Saraiva, 2000, 48.

Agostinho ALVIM, Da inexecução das obrigações e suas conseqüências. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 246

AMEC. Associação dos Investidores do Mercado de Capitais). **Estatuto Social**. Disponível em: <http://www.amecbrasil.org.br/mercadodecapitais/institucional/sobre-amec/estatuto.html>. Acesso em: 22 nov. 2010.

AMBIMA. **Código AMBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários de 19 de outubro de 2009**. art. 6.º, VI. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/regulacao_downloads/regulacao/ofertas_publicas/codigo_oferta.pdf>. Último acesso em: 13 maio 2010.

ANBIMA. **Penalidades e Multas**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/supervisao/penalidades.asp. Último acesso em: 25 ago. 2010.

AKERLOF, George Arthur. The Market for “lemmons": quality uncertainty and market mechanism. 1970. Quaterly Journal of Economics, v. 84, n. 3. Disponível em: <http:www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em:

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2009.

BACEN. (Banco Central do Brasil). **Sistema de Pagamentos Brasileiro: O papel dos intermediários financeiros**. 2010. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/?SPBINTER. Último acesso em: 28 abr. 2010.

BENVENISTE, Lawrence M.; LJUNGQVIST, Alexander; WILHELM, William J. Jr., YU Xiaoyun. **Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services** The Journal of Finance, Vol. 58, No. 2 (Apr., 2003), pp. 577-608

BLACK, Bernard B. **The Legal and Institutional Preconditions For Strong Securities Markets**. (working paper, 2000). Disponível em: http:// www.ssrn.com.

BLACK, Bernard. Strengthening Brazil's Securities Markets. 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 13 nov. 2010.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antonio Gledson de; GORGA, Érica. An **Overview of Brazilian Corporate Governance**. 2008. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1003059. Último acesso em: 15 mar. 10.

BM&FBOVESPA. Como e por que tornar-se uma companhia aberta – Utilizando o mercado de capitais para crescer, out. 2009. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>. Último acesso em: 26 maio 2010, p. 4.

BM&FBOVESPA. Listagens Recentes: Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBOVESPA. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?Idioma=pt-br. Último acesso em: 08 out. 2010.

BM&FBOVESPA. O que é formador de mercado. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/formador-de-mercado/o-que-e.aspx?idioma=pt-br. Último acesso em: 13 out. 2010.

BM&FBovespa. A BSM. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/QuemSomos.asp>. Acesso em: 14 nov. 2010.

BM&FBovespa. Governança Corporativa: os segmentos de listagem da BM&FBovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp>. Acesso em: 16 nov. 2010.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. Finanças. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002, p. 32.

BRADESCO. Formulário 20-f. Disponível em: http://bradesco.infoinvest.com.br/ptb/1675/Formulario20FPORT30062010final.pdf. Último acesso em: 25 ago. 2010.

BRASIL. Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 20 nov. 2010.

_____. Lei nº 8.906, de 4 de Julho de 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8906.htm>. Último acesso em: 30 ago. 09.

BRASIL. Lei 8.078 de 11 de setembro de 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8078.htm. Último acesso em: 09 out. 2010.

BRASIL. Lei nº 7.913, de 7 de dezembro DE 1989. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L7913.htm. Último acesso em: 07 out. 2010.

_____. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

_____. Lei 6.385 de 07 de setembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Último acesso em: 25 abr. 2010.

BRASIL. Lei 5.689 de 11 de janeiro de 1973. Art. 3° Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L5869.htm>. Acesso em: 27 nov. 2010.

_____. Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Art. 17. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivilimo /leis/L4595.htm>. Último acesso em: 28 abr. 2010.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade n.º 2591. Relator: Ministro Eros Grau. J. em: 07 jun. 2006. Disponível em: www.stf.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010, p. 142.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 552.959/RJ. Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. J. em 06 abr. 2004. Disponível em: www.stj.gov.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Súmula 297. J. em: 09 set. 2004. Disponível em: www.stf.jus.br. Último acesso em: 09 out. 2010.

BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. v. 138, abr./jun. 2005, p. 35-52.

CARVALHO, Antonio Gledson de; Efeitos da Migração Para os Níveis de Governança da Bovespa. Disponível em: http://virtualbib.fgv.br/dspace/handle/10438/1239 Último acesso em: 15 mar. 10.

CARVALHO, Antonio Gledson de; PENNACCHI, George G. Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firm's migration to premium listings in Brazil. (Working paper, 2007). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=678282>.

CARVALHO, Pedro Pitta e Cunha Nunes. Omissão e dever de agir em Direito Civil. Coimbra: Almedina, p. 137.

CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: Atlas, 2007, p. 2.

CAVALLI, Cássio Machado. Reflexões sobre a Empresa e Economia: Sob Uma Análise Econômica do Direito. **Revista de Direito Mercantil,** São Paulo, v. 138, XLIV, p. 250-256, abr./jun. 2005.

CINTRA, Antonio Feliz. O parecer dos adovogados. Revista Capital Aberto. Disponível em: http://intranet.tfts.com.br/public/Arquivo_2007-01-09.pdf. Último aceso em: 30 ago. 09.

COFFEE John C., **Understanding Enron**: It's about the *Gatekeepers*, Stupid. Business Lawyer, vol. 57, p. 1403, Aug. 2002.

_____. **The attorney as Gatekeeper**: an Agenda for The SEC. Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Working Paper 221. Abr. 2003a. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=395181. Último acesso: 27 ago. 09.

_____. **Gatekeeper Failure and Reform**: the challenge of fashioning relevant reforms. Columbia Law Scholl, The Center for Law and Economic Studies, working paper n. 237. Set. 2003b. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=447940. Último acesso: 28 ago. 09.

_____. **The acquiescent gatekeeper:** Reputational Intermediaries, Auditor Independence and Governance of Accounting. Columbia Law Scholl, The Center for Law and Economic Studies, working paper n. 191. mai. 2001. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=270944. Último acesso: 28 ago. 09.

_____. **Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and Its Implementation**. Columbia Law Review, Vol. 106, No. 7, Symposium: Litigation Reform since the PSLRA: A Ten-Year Retrospective (Nov., 2006), pp. 1534-1586.

COFFEE JR., John C.; SELIGMAN, Joel; SALE, Hillary A.. Securities Regulation. New York: Foudation Press, 2007.

CMN (Conselho Monetário Nacional). Resolução 2.624 de 29 de julho de 1999, art. 1º. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=099172123&method=detalharNormativ>. Último acesso em: 28 abr. 2010.

CMN (Conselho Monetário Nacional). Resolução 1.058 de 30 de outubro de 1985 incisos I, II e III. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=085006607&method=detalharNormativo>. Último acesso em: 28 abr. 2010.

CREDIT SUISSE. Sobre a Credit Suisse Hedging-Griffo Disponível em: https://www.cshg.com.br/site/publico/sobre/quem.seam. Último acesso em 25 ago. 10.

CREMER S.A. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Cremer S.A. 26 abr. 2007. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 15 jul. 2010, p. 41.

CUNNINGHAM, Lawrence A. **Beyond Liability**: Rewarding Effective *Gatekeepers*. THE George Washington University Law School Public Law and Legal Theory. Working paper no. 359. nov./dez. 07. Disponível em; http://ssrn.com/abstract=1022360. Último acesso em: 29 ago. 09.

CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS). Instrução n. 400 de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 15 mar. 10.

_____. **Processo Administrativo CVM n. SP 2007/0183**. Relator: Otávio Yasbek. J. em: 04 ago. 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 25 abr. 2010.

CVM. Anúncio de Encerramento de Distribuição Pública Primária e Secundária de Certifcados de Depósito de Ações Ordinárias da Agrenco Ltd. Disponível em: www.cvm.gov.br

CVM. Dados do processo administrativo CVM – SP – 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/processos/formproc3.asp?uf=&ano=&ident=&req_int=Handemba>. Último acesso em: 30 set. 2010.

CVM. Cadernos CVM: a auto-regulação. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno1(new).asp#auto>. Acesso em: 14 nov. 2010.

CVM. Processo Administrativo nº RJ2007/0057. Recurso da Gafisa S.A. contra solicitação da SEP para que a Cia. encaminhasse manifestação, via sistema IPE, acerca de denúncia formulada por José Souza do Nascimento – proc. rj2007/0057. Relator: DMP. J. em 24 jun. 08. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 20 ago. 2010.

CVM. Atos Normativos na Esfera da CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/port/atos/atos.asp. Último acesso em: 06 out. 2010.

CVM. DELIBERAÇÃO CVM Nº 01, de 23 de fevereiro de 1978. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=\deli\deli001.htm. Último acesso em: 06 out. 2010.

CVM. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Certificados de Depósitos de Ações Ordinárias de Emissão da Agrenco Group. 23 out. 2007. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.Último acesso em: 13 out. 2010, p. 48-53.

CVM N° 480 de 07 de dezembro de 2003. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 nov. 2010.

CVM. Decisão do Colegiado da CVM datado: 08/09/2004, Assunto: Dispensa de Requisito de Registro na Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Preferenciais "A" de emissão de Braskem S.A. ("Braskem") – Processo CVM Nº RJ/2004/2465.

CALIXTO, Marcelo Junqueira. **A Culpa na Responsabilidade Civil** – Estrutura e Função. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Atlas, 2007.

CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Limites do Campo de incidência da Lei 8.078 de 11.9.90: O Código de Defesa do Consumidor e os investidores ou poupadores. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 92, 1993, p. 89-90;

CRUZ, Gisela Sampaio. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

CALIXTO, Marcelo Junqueira. A Culpa na Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro, São Paulo e Recife: Renovar, 2008, p. 23.

CAMARGO, André Antunes Soares de. Novo desafio da regulação do mercado de capitais brasileiro: a divulgação de informações. **Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 10, n. 38, p. 99-121, out./dez. 2007.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades Anônimas**: Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações da Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997, e n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo Saraiva: 2003.

_____. Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 49, p. 14-X, abr./jun. 1987.

CHOPER, Jesse H.; COFFEE, John C.; GILSON, Ronald J. **Cases and materials on corporations.** New York: Aspen Law & Business, 2000.

CHOI, Stephen J.. **Market Lessons for Gatekeepers**. Northwestern University Law Review, Vol. 92, No. 4 (1998). Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=50120. Último acesso em: 25 abr. 2010.

_____.**Company Registration:** Toward a Status-Based Antifraud Regime.
The University of Chicago Law Review, Vol. 64, No. 2 (Spring, 1997), pp. 567-651.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995.

COX, James D.. **Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay**. Law and Contemporary Problems, Vol. 63, No. 3, The Future Content of the U.S. Securities Laws (Summer, 2000), pp. 11-44.

CMN. (Conselho Monetário Nacional). **Resolução 2.624 de 29 de julho de 1999**. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=099172123&method=detalharNormativo. Último acesso em: 28 abr. 2010.

CMN. (Conselho Monetário Nacional). **Resolução 1.058 de 30 de outubro de 1985**. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=085006607&method=detalharNormativo. Último acesso em: 28 abr. 2010.

CMN. (Conselho Monetário Nacional). **Resolução 3.261 de 27 de janeiro de 2005**. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=105014480&method=detalharNormativo. Último acesso em: 28 abr. 2010.

CMN. (Conselho Monetário Nacional). **Resolução 394 de 03 de novembro de 1976**. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=076000070&method=detalharNormativo. Último acesso em: 25 abr. 2010.

DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2006.

DIÁRIO CATARINENSE. Polícia: Operação Influenza. Disponível em: http://www.pge.sc.gov.br/index.php?option=com_content&task=blogcategory&id=17&Itemid=184&limit=9&limitstart=531 Último acesso em: 10 out. 2010.

DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; FERREIRA, Fabiana Falcoski. Cartas de Conforto ("Confort Letters") no âmbito da Oferta Pública de Valores Mobiliários. Pinheiro Neto Advogados, Anexo Mercado de Capitais n. 9, mai./jun. 2006. Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_boletim/pdf/170407103548Anexo_n9.pdf. Último acesso: 06 ago. 2010.

DORIA, Daniela P. Anversa Sampaio; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. O processo de diligência em Ofertas Públicas de Valores Mobiliários. Dez. 2006-mar.2007, Anexo Mercado de Capitais n° 12, Pinheiro Neto Advogados. Disponível em: <www.ibri.com.br/download/espaco_juridico/Anexo_12.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2010.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private Benefits of Control**: an International Comparison, Journal of Finance, vol. LIX, No. 2, Apr. 2002.

EASTERBROOK, Frank H. **The Economic Structure of Corporate Law**. Cambridge: Havard University Press, 1991.

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

_____. Aspectos Jurídicos do Underwriting. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 66, p. 19-28, abr./jun. 1987.

_____. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. São Paulo: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson. Negócios Jurídicos de Underwriting. In: PERIN JUNIOR, Écio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis. **Direito Empresarial**: Aspectos Atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005, p. 249-263.

EIZIRIK, Nelson. Conflito de Interesse e a Segregação de Atividades no Mercado de Capitais. In: Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais, 3. 21 jun. 06, São Paulo. Apresentação eletrônica. Disponível em: http://www.anbid.com.br/institucional/filesmng.nsf/D7E8C2666940A87F8325719A004B5AC5/$File/Nelson%20Eizitik.pdf. Último Acesso: 13 out. 2010.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade com ou sem culpa – Novo Código Civil e Código do Consumidor não se aplicam à atividade do underwriter. Revista Capital Aberto, ano 3, n. 25, p. 58-59, set. 2005. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=21&i=990&btxt=underwriter>. Último acesso em: 16 jun. 2010

FABIAN, Christoph. **O Dever de Informar no Direito Civil.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

FAMA Eugene F. Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. Abr. 1997. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=15108>. Acesso em: 14 nov. 2007.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 J. Finance, v. 383, 1970

FREEMAN, John P.. **Opinion Letters and Professionalism**. Duke Law Journal, Vol. 1973, No. 2 (Jun., 1973), pp. 371-439.

FREITAS, Tatiana. PF prende executivos da Agrenco por desvio de recursos. Porta Exame. Jun. 2008. Disponível em: http://portalexame.abril.com.br/ae/economia/m0162505.html. Último acesso em: 08 ago. 2010.

FURTADO, Celso. **Introdução ao Desenvolvimento** – Enfoque Histórico Estrutural. Rio de Janeiro: Paz e Terra, São Paulo: Paz e Terra, 2000.

GANDINIS, Stavros; JACKSON, Howell E. Markets as Regulators. 10 jan. 2007.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e Controlada, no Exercício do Voto em Assembléias Gerais e Reuniões Sociais. . **Revista de Direito Mercantil,** São Paulo, v. 51, XXII, p. 29-51, set. 1983.

GILLAN, Stuart; MARTIN; John D. Financial Engineering, Corporate Governance, and the Collapse of Enron**.** Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354040. Último acesso em: 16 mar 2010.

GIUFFRA JR, Robert J. **Investment Bankers' Fairness Opinions in Corporate Control Transactions**. The Yale Law Journal, Vol. 96, No. 1 (Nov., 1986), pp. 119-141.

GITMAN, Lawrence J.; JOEHNK, Michael D.. **Princípios de Investimentos**. São Paulo: Person Addison Wesley, 2005.

GILL, T. Grandon. **Early Expert Systems:** Where Are They Now? MIS Quarterly, Vol. 19, No. 1 (Mar., 1995), pp. 51-81.

CRUZ, Gisela Sampaio da. **O problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil**. Rio de Janeiro – São Paulo – Recife: Renovar, 2005.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Responsabilidade Civil**. São Paulo: Saraiva, 2007.

GRIFFITH, Sean J.. Uncovering a Gatekeeper: Why the SEC Should Mandate Disclosure of Details concerning Directors' and Officers' Liability Insurance Policies. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 154, No. 5, mai 2006, pp. 1147-1208.

HANDAMI, Assaf. Gatekeeper Liability. **Sothern California Law Review.** 2003. V 77, 53-122. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=466040. Último acesso em: 27 Ago. 09.

HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki. In. KRAAKMAN, Reinier R.; DAVIES, Paul; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROCK, Edward B.. **The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach.** Oxford University Press: New York. 2004. p. 101-130.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 4.ed. São Paulo: IBGC, 2009, p. 19.

ITAÚ BBA. Disponível em: http://www.itaubba.com.br/portugues/bba/index.asp. . Último acesso em 25 ago. 10.

ITRAUTRADE. Termo de Ciência e Risco. Disponível em: http://www.itautrade.com.br/. Último acesso em: 07 out. 2010.

JB ONLINE. Executivos da Agrenco são presos pela PF. http://jbonline.terra.com.br/extra/2008/06/20/e20067360.html.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. Teoria da Firma: O comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. 1976. Tradução RAE, Revista de Administração de Empresas, abr./jun. 2008, p. 89.

JORGE, Fernando Pessoa. **Ensaio Sobre os Pressupostos da Responsabilidade Civil**. Coimbra: Almedina, 1999.

JP MORGAN. About Us. Disponível em: http://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/about Último acesso em: 25 ago. 2010.

KRAAKMAN, Reinier H.. Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy. Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 2, No. 1, 1986, p. 61.

KIM, Sung Hui. **Gatekeeper**: Inside Out. 2008. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=969536. Último acesso: 30 ago 09.

KRAAKMAN, Reinier H.. **Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy**. Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 2, No. 1, 1986, pp. 53-104

_____. **Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls**. The Yale Law Journal, Vol. 93, No. 5 (Apr., 1984), pp. 857-898.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SINALES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance in The Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, p. 1113-1155, dez. 1998.

LABY, Arthur B.. **Differentiating Gatekeepers**. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 1, p. 119, 2006. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=953948. Último acesso em: 25 abr. 2010.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais e “Insider Trading”. São Paulo: RT, 1982, p. 194.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Conflitos de Interesses nas Assembléias das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil,** São Paulo, v. 92, XXXII, p. 107-110, out./dez. 1993.

LOPEZ, Teresa Ancona. Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil. Tese para Concurso de Professor Titular de Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008, p. 17.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA FILHO, José Luis Bulhões. A lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v1 e v2.

LANDEFELD, Stewart M.; MOORE, Andrew B.; LUDWIG, Katherine Ann. **The Public Company Handbook:** A Corporate Governance and Disclosure Guide for Directors and Executives. New York: Bowne & Co., Inc., 2003.

LANGEVOORT, Donald C.. **Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment**. Law and Contemporary Problems, Vol. 63, No. 3, The Future Content of the U.S. Securities Laws (Summer, 2000), pp. 45-70.

_____. **Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 140, No. 3 (Jan., 1992), pp. 851-920.

LERNER, Josh. A Note on the Initial Public Offering Process. Harvard Business School, jul. 2007, p. 3.

LIMA, Alvino. **Culpa e Risco**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999.

LUCCA, Newton de. Código de defesa do consumidor: Discussões sobre o âmbito de aplicação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 85, p. 81-X, abr./jun. 1987

LUCCA, Newton de. Responsabilidade civil dos administradores das instituições financeiras. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVI, n. 100, p. 196-206, abr./jun. 1998.

MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do "Milagre brasileiro": A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969 – 1971. p. 155-156. Disponível em: <www.scielo.br>. Acesso em: 25 set. 2010.

MATIAS Armindo Saraiva. Garantias bancárias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 107, p. 07-X, abr./jun. 1987

MARQUES, Claudia Lima. Contratos no Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: RT, 1999, p. 197.

MARTINS, Flávia Weiner Parente. **Diligência**: O dever fundamental dos administradores e das sociedades anônimas. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. 2003.

MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do Abuso do direito e o rumo indicado pela Boa-Fé[1]. Set. 2006. Disponível em: <www.fd.ul.pt/Portals/0/Docs/Institutos/ICJ/.../CostaJudith.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010, p.15.

MARTINS-COSTA, Judith. **Comentários ao Novo Código Civil**. v. V, tomo II, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 93.

MARTINS-COSTA, Judith. Ação Indenizatória – Dever de Informar dos Fabricantes sobre os Riscos do Tabagismo. Revista dos Tribunais, v. 812, ano 92, jun. 2003.

MAZZILLI, Hugo Nigro. **A Defesa dos Interesses Difusos em Juízo**. São Paulo: Saraiva, 2010.

MEHRAN, H. STULZ, R. The economics of conflicts of interest in financial institutions. Journal of Finance, v. 85, n. 2, 2007, p. 267-296.

MERRILL LYNCH. About Us. Disponível em**:** http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8134. Último acesso em 25 ago. 10.

MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina**. Law and Capitalism.** What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world. Chicago, London: Chicago Press, 2008.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999.

MORGAN STANLEY. Global Offices. Disponível em: http://www.morganstanley.com/about/offices/index.html. Último acesso em: 25 ago. 2010.

MUTO, Silvio. Punição difícil – Legislação brasileira carece de instrumentos para que investidores responsabilizem civilmente os intermediários em uma oferta de ações. **Revista Capital Aberto**, ano 6, n. 62, p. 24-28, out. 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=2191&btxt=intermediário>. Acesso em: 11 jun. 2010

NASCIMENTO, Paulo Nelson Lemos Basto. Alguns dos principais aspectos da estruturação básica de uma IPO. **Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 10, n. 38, p. 122-134, out./dez. 2007.

NOBREGA, Mailson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; PASQUAL, Denise de. **O Mercado de Capitais: Sua importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2000.

OAB (Ordem dos Advogados do Brasil). Para TED, advogado pode quebrar sigilo para se defender, jun. 2006. Disponível em: <http://www.oabsp.org.br/noticias/2006/01/06/3393/>. Último acesso em: 20 jun. 2010.

PAULIN, Luis Alfredo. Responsabilidade do administrador de instituição financeira, em face da lei bancária. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVI, n. 97, p. 39-66, jan./mar. 1995

PAULIN, Luis Alfredo. Instituições financeiras de fato ou irregulares, Das – Análise com base na Lei 4.595/1964. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVI, n. 110, p. 196-206, abr./jun. 1998.

PAREDES, Troy. Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation. Jun. 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=413180>. Acesso em: 13 nov. 2010.

PARTNOY, Frank. Strict Liability for Gatekeepers: A Reply to Professor Coffee U San Diego Law and Economics Research Paper No. 3 Disponível: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=417262. Último acesso em: 25 abr. 2010.

PEREIRA, Caio Mario. Instituições de Direito Civil. Apud GONÇALVES, Carlos Roberto. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 25.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2001, p. 270.

PINHEIRO, Armando Castelar. **Judiciário e Economia do Brasil**. Sumaré, 2000.

POSNER, Richard A.; SCOTT, Kenneth E. (org). **Economics of Corporation Law and Securities Regulation**. Lite, Brown & Company, 1980.

SEC. Securities Exchange Comission. Securities Act de 1933: Section 11. Disponível em: http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec11.html. Último acesso em: 08 ago. 2010, tradução do autor.

SEGALA, Mariana; CORREIA, Vanessa. Mais um susto para os acionistas da Agrenco. Kodja & Company.12 fev. 2010. Disponível em: http://www.kodja.com.br/item/1/6/58/. Último acesso: 25 ago. 2010.

SIMONI, Liane Maia. Regime jurídico da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 44, p. 28-X, abr./jun. 1987.

SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O'CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. The Initial Public Offering. New York: Bowne & Co., 2004, p 182.

SCHREIBER, Anderson. Novos Paradigmas da Responsabilidade Civil. Da erosão dos Filtros da Reparação à Diluição dos Danos. São Paulo: Atlas, 2007, p. 17.

SIQUEIRA, Francisco José de. Responsabilidade dos administradores de instituições financeiras. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 68, p. 31-X, abr./jun. 1987.

STAVROPOULOS, Nicos. Interpretivist Theories of Law. Stanford Encyclopaedia of Philosophy, disponível em: <http://plato.stanford.edu/entries/law-interpretivist/>. Acesso em: 14 nov. 2010.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor em serviços bancários. **Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais**, São Paulo, ano 10, n. 38, p. 75-98, out./dez. 2007.

PINTO, Nelson Luis Guedes Ferreira; TORRES, Marco Antonio Gonçalves. Responsabilidade Civil – Parecer de Auditores – Obrigações de meio e de Resultado – Dever de Indenizar. **Revista dos Tribunais**. Ano 84, v. 716, jun. 1995, p. 138-145.

PINHEIRO, Armando Castelar. Judiciário e Economia do Brasil. Sumaré, 2000. pg 19.

PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. Relatório de Pesquisa de Jurisprudência Sobre Direito Societário e Mercado de Capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo. Caderno Direito GV, n. 9, v. 2, jan. 2006.

PRADO, Roberta Nioc. 2009, p. 503.

PÜSCHEL, Flávia Portella. Funções e Princípios Justificadores da Responsabilidade Civil e o art. 927 §único do Código Civil. *In:* **Revista Direito GV**, v. 1, n. 1, mai. 2005, p. 91-108.

REUTERS. Por IFRS, CVM suspende rodízio de auditoria para SAs até 2011. Set. 2008. Disponível em: http://economia.uol.com.br/ultnot/reuters/2008/09/11/ult4010u1913.jhtm. Último acesso em: 21 jun. 2010

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n.º 13244/2002. Relator: José Affonso Rondeau. Rio de Janeiro. J. em 05 nov. 2002. Disponível em: www.tjrj.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível n.º 13244/2002. Relator: José Affonso Rondeau. Rio de Janeiro. J. em 05 nov. 2002. p. 5-7. Disponível em: www.tjrj.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Jurisprudência sobre o Mercado de Valores Mobiliários. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 1998, p. 77-84. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-7.htm>. Acesso em: 13 nov. 2010.

SALLUM Jr., Basílio. **A Condição periférica**: o Brasil nos quadros do capitalismo mundial (1945-2000). In; MOTA, Carlos Guilherme(org). Viagem Incompleta. A experiência brasileira (1500-2000): A grande transição. São Paulo: Editora Senac, 2000.

SÃO PAULO. Tribunal do Estado de São Paulo. Apelação n.º 7.218.147-4. Relator: Luis Eduardo Scarabelli. J. em 03 abr. 2009. Disponível em: www.tjsp.jus.br. Último acesso em: 08 out. 2010.

SANTANDER ACERCA DEL Grupo http://www.santander.com/csgs/Satellite?accesibilidad=3&canal=CAccionistas&cid=1148925257148&empr=SANCorporativo&leng=es_ES&pagename=SANCorporativo/Page/SC_ContenedorGeneral

SEVERO, Sérgio. Os Danos Extrapatrimoniais. São Paulo: Saraiva, 1996, p. 15.

SHAPO, Nathaniel S.. **In the Eye of the Storm:** A Regulator's Perspective on Managed Care Organization Liability. The Journal of Legal Studies, Vol. 30, No. 2, The Regulation of Managed Care Organizations and the Doctor-Patient Relationship (Jun., 2001), pp. 669-685.

SILVA, Adriana Souza. Soltos demais? Revista Capital Aberto, ano 4, n. 48, p. 22-26, ago. 2007. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=1510&btxt=underwriter>. Último acesso em: 16 jun. 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Caso de Polícia: Brasil apresenta ao mundo o mais novo "gatekeeper" de governança corporativa: a PF. *In:* Revista Capital Aberto. São Paulo: 5, n. 60, ago. 08. p. 30-31.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas**. v. 2. São Paulo: Atlas, 2005.

SCHULTHEIS, Patrick J.; MONTEGUT, Cristian E.; O`CONNOR, Robert G.; LINDQUIST, Shawn J.; LEWIS, J. Randall. **The Initial Public Offering**. New York: Bowne & Co., Inc., 2004.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A Lei 7.913, de 7 de dezembro de 1989. A tutela judicial do mercado de valores mobiliários. Revista dos tribunais, v. 667, ano 80, mai. de 1991

TRINDADE, Marcelo. Responsabilidade dos Intermediários na Distribuição de Produtos de Investimento. *In*: **Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais**, 5º, 2008, São

Paulo. Seminário ANBID de Direito do Mercado de Capitais. Disponível em: <http://www.anbid.com.br/documentos_download/5sem_direito/marcelo_trindade.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2010.

TUNC, André. A Distinção entre Obrigações de Resultado e Obrigações de Diligência. Revista dos Tribunais. Ano 89, v. 778, ago. 2000, p. 755-764.

TREBILCOCK, Michael J.. **The Role of Insurance Considerations in the Choice of Efficient Civil Liability Rules**. Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 4, No. 2, 1988, pp. 243-265.

UBS. UBS in a few words. Disponível em: http://www.ubs.com/1/e/about/ourprofile.html. Último acesso em 25 ago. 10. ITAU BBA. Sobre o

VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil – Responsabilidade Civil. 7 ed. São Paulo: Atltas, 2007, p. 9.

VALOR ONLINE. Ações de Agrenco despencam quase 47% após prisão dos controladores.
http://www.valoronline.com.br/?online/brasil/5/4998041/acoes-de-agrenco-despencam-quase-47%-apos-prisao-dos-controladores.

VALOR ONLINE. Minoritários esperam na fila atrás dos credores. Jul. 2010. Disponível em: http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6383433/minoritarios-esperam-na-fila-atras-dos-credores. Último acesso: 10 out. 2010.

VARELLA, Marcelo Dias (coord); ABES, Michels (trad). **Responsabilidade e Socialização do Risco**. Brasília: UniCEUB, 2006.

VARELA, Antunes. **Das obrigações em geral**. Coimbra: Almedina, 2000, p. 611.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Notas sobre a responsabilidade civil dos administradores e do controlador de instituições financeiras sob o regime de administração

Especial Temporária (RAET). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 104, p. 95-X, abr./jun. 1987.

VIEIRA, Antonio Cláudio de Lima. Intermediação no mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XII, n. 11, p. 107-110, 1973.

YASBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2007.

WALD, Arnoldo. A culpa e risco como fundamento da responsabilidade pessoal do diretor do banco. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXVI, n. 24, p. 29-X, abr./jun. 1987.

WALD, Arnold. O Direito do Consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras. Revista dos Tribunais. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 666, abr. 1997.

WALL STREET JOURNAL. **Submerging markets: Brazil's IPO rush hits rough patch**. In: Financial News. Disponível em: http://www.efinancialnews.com/story/20-06-2008/submerging-markets-brazils-ipo-rush-hits-rough-patch. Último acesso em: 17 jun. 2010.

Anexos

[PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM-182-SP]

ANEXO

ACORDO DE CONFIDENCIALIDADE

Por este instrumento particular, as partes:

a) **Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.**, instituição financeira com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Av. Brigadeiro Faria Lima, 3064, 14º andar, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 33.987.793/0001-33, neste ato representada na forma de seu Estatuto Social (doravante denominado "CS"); e

b) **Handemba Mutana Poli dos Santos**, [NACIONALIDADE], [ESTADO CIVIL], [PROFISSÃO], portador de cédula de identidade RG n.º [•], e CPF n.º [•], residente e domiciliado na Cidade de [•], Estado de [•], na [•] (doravante denominado "Receptor"),

Denominadas, isoladamente, "Parte" e, coletivamente, "Partes".

CONSIDERANDO

Que o Receptor pretende realizar uma pesquisa acadêmica com análise comparativa de dados sobre a estrutura regulatória e o âmbito da responsabilidade dos coordenadores de ofertas públicas de ações (a "Pesquisa Acadêmica"), e que, para tanto, necessita de contratos de distribuição referente à algumas ofertas públicas de colocação de ações dos últimos anos nas quais o CS atuou como coordenador líder;

Que o CS concordou em disponibilizar cópias de contratos de distribuição de ofertas públicas já encerradas, às custas do Receptor, desde que a análise dos documentos seja efetuada para o exclusivo propósito de base para a Pesquisa Acadêmica;

Que, para tanto, o Receptor terá acesso a dados e informações confidenciais do CS, ou de posse do CS, em caráter de estrita confidencialidade;

ASSIM SENDO, têm as partes entre si justa e contratada a celebração do presente Acordo de Confidencialidade ("Acordo"), conforme as seguintes cláusulas e condições:

I - INFORMAÇÕES SIGILOSAS

O Receptor compromete-se a manter o mais absoluto sigilo sobre todas as Informações Sigilosas que venham a ser fornecidas pelo CS, única e exclusivamente para o fim específico de serem utilizadas como material base para a Pesquisa Acadêmica.

Por "Informações Sigilosas" entende-se qualquer informação na forma escrita, verbal ou qualquer outra forma passível de se identificar o conteúdo, revelada ou relacionada com o CS ou suas respectivas afiliadas (assim entendidas todas as sociedades controladas, controladoras ou sob controle comum do CS), incluindo-se mas não se limitando a (i) quaisquer bancos de dados, relatórios, análise e estudos de propriedade do CS ou de seus clientes, (ii) o nome do CS e de suas afiliadas; (iii) dados cadastrais e financeiros de clientes e funcionários; (iv) informações referentes a produtos já transacionados ou ainda em fase de desenvolvimento; (v) informações relativas a contratos, relatórios ou quaisquer outros documentos emitidos pelo CS e/ou pertinentes ao CS e/ou a seus clientes; (vi) informações relativas a planos e estratégias de negociação do CS e/ou de seus clientes; (vii) informações a respeito das perspectivas e posições financeiras do CS nos diversos mercados; (viii) todo o teor e conteúdo de quaisquer contratos relativos a oferta pública disponibilizados pelo CS ao Receptor; e (ix) informações atinentes a projetos de informática, sistemas de controle, sistemas operacionais, *software*s e planilhas eletrônicas do CS, incluindo-se também toda e qualquer informação disponibilizada verbalmente ou sob qualquer outra forma, corpórea ou incorpórea, ou outros negócios.

II - DO USO DAS INFORMAÇÕES SIGILOSAS

Por este Acordo, o Receptor compromete-se a não revelar as Informações Sigilosas a qualquer pessoa jurídica ou física, sem o prévio consentimento por escrito do CS. O Receptor não fará uso, nem permitirá que outros o façam, de quaisquer Informações Sigilosas, para qualquer outro propósito, que não aquele para o qual foram reveladas. O Receptor não poderá copiar, reproduzir, divulgar, publicar ou circular Informações Sigilosas entre terceiros, empregados, empregadores, contrapartes, ou quaisquer parceiros, comprometendo-se, igualmente, a não modificar ou adulterar, de qualquer forma, referidas informações.

O Receptor compromete-se a dispensar às Informações Sigilosas um tratamento extremamente confidencial e que dispensaria às suas próprias informações confidencias.

O Receptor compromete-se e obriga-se irrevogável e irretratavelmente, neste ato, a não utilizar, divulgar, informar, mencionar, reproduzir, descrever ou apontar o nome do CS ou de quaisquer de suas afiliadas em quaisquer de seus trabalhos, documentos, pesquisas, textos, publicações ou Pesquisa Acadêmica ou ainda em qualquer forma de texto digital, impresso ou em qualquer outro tipo de mídia.

O Receptor reconhece e aceita que a divulgação, reprodução ou distribuição, total ou parcial, das Informações Sigilosas, bem como a prática de qualquer ato em desacordo com o aqui previsto ensejará o pagamento das perdas e danos a que der causa, sem prejuízo de responder em juízo às demais sanções cabíveis, tanto no âmbito civil quanto no criminal.

III - DAS REVELAÇÕES

Se o Receptor vier a ser legalmente obrigado a revelar Informações Sigilosas por força de lei ou decisão judicial, então o Receptor enviará imediatamente ao CS notificação por escrito, de forma que possibilite a este requerer em tempo, caso seja necessária, medida cautelar ou outra medida cabível para evitar a revelação das Informações Sigilosas. Caso a revelação das Informações Sigilosas seja necessária, o Receptor deverá revelar tão somente as Informações Sigilosas que forem legalmente exigíveis e empreenderá seus melhores esforços para obter tratamento confidencial para quaisquer Informações Sigilosas que forem reveladas.

IV - DA DEVOLUÇÃO DE INFORMAÇÕES SIGILOSAS

O Receptor obriga-se a devolver imediatamente todo material que contenha Informações Sigilosas, incluindo, sem limitação, todos os resumos, cópias de documentos e trechos de informações, armazenadas em arquivos eletrônicos ou não, disquetes ou qualquer outro meio físico ou eletrônico que possa conter qualquer Informação Sigilosa, tão logo ocorra a conclusão ou término da Pesquisa Acadêmica.

V – DA INDENIZAÇÃO

O Receptor declara e reconhece que a violação do presente Acordo, pelo uso não autorizado ou inadequado de quaisquer Informações Sigilosas de posse do CS, por parte do Receptor ou suas Partes Relacionadas, causará danos e prejuízos irreparáveis para o CS, seus acionistas e seus clientes, para os quais não há remédios adequados previstos na legislação aplicável. Desta forma, o CS será imediatamente considerado como legítimo detentor do direito a tomar medidas extrajudiciais e judiciais, inclusive de caráter cautelar e de antecipação de tutela jurisdicional, que julgar cabíveis à defesa de seus direitos com o intuito de minimizar eventual divulgação de Informações Sigilosas.

Assim, o Receptor, por este Acordo, obriga-se a indenizar o CS com relação a todos os custos, despesas, perdas, responsabilidades e danos diretos e indiretos que este último vier a sofrer em razão da quebra de qualquer das cláusulas deste instrumento por parte do Receptor, ou ainda em razão da necessidade de execução específica de qualquer obrigação aqui prevista, inclusive, mas sem se limitar a honorários de advogados e custas processuais.

VI - DO PLENO TEOR DO ACORDO E EVENTUAIS ADITAMENTOS

Este Acordo contém o inteiro teor dos entendimentos mantidos entre as Partes relativamente à confidencialidade de informações e revoga qualquer outro acordo entre as Partes, seja verbal ou por escrito, podendo ser aditado ou modificado somente mediante acordo escrito entre as Partes.

VII - DO PRAZO DE VALIDADE

As obrigações de confidencialidade do Receptor aqui dispostas sobreviverão por prazo indeterminado, a menos que haja uma autorização por escrito do CS autorizando a sua divulgação.

VIII- DA PUBLICIDADE

Nenhuma informação prestada pelo CS, formal ou informalmente, poderá ser divulgada, no todo ou em parte, ou resumida, extraída ou de outra forma referenciada, sem o prévio consentimento por escrito do CS, podendo ser utilizadas apenas para a Pesquisa Acadêmica. As Partes reconhecem e concordam que o CS apenas disponibilizará material para pesquisa, sendo assim, nenhum relacionamento de representação ou vínculo foi ou será constituído entre as Partes por este Acordo.

O CS não está obrigado a fornecer qualquer consultoria jurídica ou regulatória em relação a Pesquisa Acadêmica e não autoriza a veiculação de seu nome, suas afiliadas ou de sua instituição com a pesquisa realizada.

IX - DISPOSIÇÕES GERAIS

a) Nenhuma das Partes poderá ceder ou transferir os direitos e obrigações deste Acordo a terceiros, sem prévia anuência e por escrito da outra Parte.

b) O presente Acordo não obriga qualquer das Partes a revelar qualquer informação, seja ela Informação Sigilosa ou não.

c) O Receptor compromete-se a não celebrar com terceiros quaisquer tipos de acordos, protocolos ou contratos e a não praticar quaisquer atos, formais ou informais, que conflitem com os objetivos do presente Acordo.

d) O Receptor compromete-se a não utilizar as Informações Confidencias para quaisquer outros fins que não a Pesquisa Acadêmica, não podendo, portanto, utilizar as Informações Confidenciais para, dentre outros fins, quaisquer fins comerciais, mercadológicos, mercantis, financeiros, jurídicos ou de marketing.

e) O Receptor compromete-se a não revelar ou utilizar qualquer das Informações Sigilosas para quaisquer terceiros, bem para qualquer outro motivo diferente daqueles para os quais foram reveladas.

f) Este Acordo obriga as Partes e seus sucessores a qualquer título.

g) A renúncia ou descumprimento de qualquer uma das Partes em exercer, sob qualquer ponto de vista, qualquer direito previsto neste Acordo não será considerada renúncia de qualquer direito adicional sob este Acordo.

h) Caso qualquer disposição deste Acordo seja considerada nula ou inválida em virtude de lei ou decisão judicial, referida disposição deverá ser cumprida na medida do possível e de forma a refletir a intenção das Partes. Nesta hipótese, a disposição nula ou inválida não afetará as disposições restantes deste Acordo, que permanecerão em vigor.

i) Fica eleito o foro da comarca de São Paulo, para dirimir quaisquer questões oriundas deste Acordo.

E, por estarem justas e contratadas, as Partes, através de seus representantes legais, assinam o presente Acordo em 02 (duas) vias, de igual teor e forma, para que produza seus efeitos legais.

São Paulo, 17 de setembro de 2010.

_____
Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

_____
Handemba Mutana Poli dos Santos

Testemunhas:

1. _____
   Nome:
   RG:
   CPF:

2. _____
   Nome:
   RG:
   CPF:

ANEXO

CRONOGRAMA DA OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO PRIMÁRIA DE AÇÕES ORDINÁRIAS DE EMISSÃO DA MULTIPLUS S.A.

Nº	Evento	Data de Realização/ Data Prevista(1)
1	Publicação do Aviso ao Mercado (sem logotipos das Corretoras) Disponibilização do Prospecto Preliminar Início do *Roadshow* Início do Procedimento de *Bookbuilding*	19/01/10
2	Republicação do Aviso ao Mercado (com os logotipos das Corretoras) Início do Período de Reserva	26/01/10
3	Encerramento do Período de Reserva	02/02/10
4	Encerramento do *Roadshow* Encerramento do Procedimento de *Bookbuilding* Fixação do Preço por Ação Assinaturas do Contrato de Distribuição e do Contrato de Colocação Internacional	03/02/10
5	Concessão do Registro da Oferta pela CVM Publicação do Anúncio de Início Disponibilização do Prospecto Definitivo	04/02/10
6	Início do prazo de exercício da Opção de Ações Suplementares Início de Negociação das Ações	05/02/10
7	Data de Liquidação da Oferta	09/02/10
8	Encerramento do prazo de exercício da Opção de Ações Suplementares	05/03/10
9	Data Máxima de Liquidação das Ações Suplementares	10/03/10
10	Publicação do Anúncio de Encerramento	15/03/10

Fonte: CVM. Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de Emissão da Multiplus S.A. de 3 de fevereiro de 2010. Disponível em: www.cvm.gov.br. Último acesso em: 10 out. 2010.

ANEXO

ATIVIDADES DO PROCESSO DE DILIGÊNCIA
Entrevista com funcionários da empresa de diferentes posições hierárquicas, incluindo diretores e membro do conselho de administração, explorando todos os aspectos do negócio.
Análise os jornais especializados e outras publicações relacionadas com o setor econômico da empresa emissora para verificar as tendências do setor, do mercado e informações sobre a concorrência.
Contato com clientes, distribuidores ou desenvolvedores de tecnologia importantes para verificar o relacionamento com os representantes da administração.
Contato com uma organização do setor econômico da empresa emissora para conhecer a saúde do mercado em que ela atua.
Inspeção da fábrica ou o escritório em que o produto da empresa ou serviço estava sendo fabricado ou prestado.
Análise do orçamento anual da empresa emissora linha por linha.
Análise das demonstrações financeiras da empresa emissora com os auditores.
Revisão o modelo interno de gestão financeira da empresa.
Obtenção da carta de conforto (*confort letter*) da auditora da empresa.
Obtenção da declaração da empresa de que as informações prestadas eram verdadeiras, precisas, consistentes e que nenhuma informação relevante foi omitida.
Obtenção da declaração por escrito dos acionistas vendedores de que as informações prestadas eram verdadeiras, precisas, consistentes e que nenhuma informação relevante foi omitida.
Confirmar com os clientes ou investidores a política de retorno da empresa.
Levantamento com varejistas, consumidores ou destinatários do produto para confirmar que nenhum corte de preço nos produtos da empresa estava ocorrendo.
Contato com os funcionários de uma organização do setor econômico da empresa emissora, a fim de acompanhar a informação negativa sobre a saúde de mercado da companhia que aparecem em um artigo em uma revista financeira.
Monitoramento das informações descobertas durante o processo de *due diligence*, que parecia contradizer as informações prestadas.
Discutir o atual trimestre de resultados financeiros preliminares com a empresa emissora, baseando-se no relatório da empresa de auditoria.
Entrevista com um analista de investimentos conhecedor do setor econômico da empresa emissora.
Entrevista com consultores e outros prestadores de serviços para a empresa.
Entrevista com todos os consultores jurídicos sobre assuntos especializados, tais como patentes de uma das questões ambientais.
Ter acesso a contratos da empresa, atas do conselho e documentos similares.
Ter todo o grupo de trabalho de revisão do prospecto linha por linha.
Manter a participação da administração da empresa durante todo o processo *drafting*.
Revisão pelo consultor jurídico das declarações, estatutos e atas das empresa emissora.
Análise das demonstrações financeiras auditadas e não auditadas da emissora, incluindo notas de rodapé, para o período anterior há 10 anos ou durante todo o período de existência da emissora, caso tenham menos de 10 anos.
Revisão de todas as mudanças de auditores pela emissora no prazo anterior há 10 anos, se for o caso, os motivos.
Revisão, com os auditores da empresa emissora, das demonstrações financeiras que serão exibidas no prospecto ou formulário de referência.
Revisão de projetos internos da emissora, incluindo a utilização do processo da oferta.
Revisão de todo os relatórios de marketing, científicos ou estudos de engenharia ou relatórios sobre a emissora ou seus produtos durante o período de 10 anos anteriores ou durante o prazo de existência do emitente, caso tenham menos de 10 anos.
Investigações de relacionamentos atuais e passados da emissora, com os bancos, credores, fornecedores, concorrentes e as associações profissionais.
Inspeção de algumas propriedades do emitente, instalações e equipamentos.
Exame dos dispositivos de proteção de negócios e dados relacionados, tais como marcas, patentes, copyrights e obsolescência de produção, entre outros.
Análise das informações disponíveis no que diz respeito à posição da emissora no seu setor.
Preparação e manutenção de notas referentes a todas as reuniões ou conversas sobre a emissora,

realizadas durante o processo de diligência.
Confirmação da manutenção de registros quanto à decisão de capitalização da empresa.
Verificação se as emissões de títulos estão de acordo com as leis e instruções da CVM.
Confirmação dos direitos contratuais dos acionistas relativos a valores mobiliários (incluindo os acordos de voto, direitos de participação e dos direitos de inscrição).
Realizar análise de ações que foram emitidas nos termos de isenções da obrigação de registro das leis de valores mobiliários, incluindo a capacidade dos titulares de voltar a venderem essas ações.
Revisão dos contratos relevantes da empresa emissora.
Revisão da propriedade intelectual registrada da empresa e outras estratégias de proteção à propriedade intelectual.
Análise das questões pendentes de litígios com os consultores jurídicos.
Entender os principais canais de vendas ou de distribuição da empresa e a estrutura dos acordos relativos a esses canais.
Revisão dos benefícios dos planos de remuneração dos funcionários, incluindo todos os planos em capital próprio, acordos e convênios.
Revisão da publicidade recente sobre a empresa.
Investigações das relações da empresa com seus fornecedores de material (identificar fornecedores de fonte limitada, identificar problemas reais ou potenciais a respeito de fornecedores).
Análise de documentos comparativos com as empresas do mesmo setor econômico.

ANEXO

QUADRO COMPARATIVO DAS INFORMAÇÕES PERIÓDICAS E EVENTUAIS DAS COMPANHIAS ABERTAS APÓS A INSTRUÇÃO CVM N.º 480, DE 7 DE DEZEMBRO DE 2009

O quadro abaixo apresenta, sumariamente, uma comparação entre as novas regras aplicáveis às companhias abertas no Brasil a partir da edição, pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009 ("IN CVM 480/09" ou "Regime Atual") em relação às antigas regras de registro estabelecidas pela Instrução CVM n.º 202, de 6 de dezembro de 1993, conforme alterada ("IN CVM 202/93" ou "Regime Anterior").

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
I – Formulário Cadastral		
I	✓ As informações constantes do Formulário Cadastral eram contempladas no Grupo "1" do formulário de Informações Anuais (IAN).	✓ O Formulário Cadastral é documento eletrônico que apresenta sinteticamente as características principais da companhia, como sede, contato do Diretor de Relações com Investidores, identificação do auditor independente, adesão a níveis diferenciados de governança corporativa, data da última alteração de controle, entre outros.
II – Formulário de Referência		
II	✓ As companhias abertas deviam divulgar anualmente o formulário de Informações Anuais – IAN, no menor dos seguintes prazos: (*i*) no prazo máximo de 5 (cinco) meses após o encerramento do exercício social; ou *(ii)* no prazo máximo de 1 (um) mês, a contar da data da realização da assembléia geral ordinária anual. Adicionalmente, o IAN deveria ser reapresentado em até 10 (dez) dias sempre que um fato superveniente alterasse as informações prestadas.	✓ O Formulário de Referência é documento eletrônico e dinâmico, que consolida os dados dos emissores anteriormente dispersos em vários documentos (formulário de Informações Anuais - IAN e prospecto).
II.12 – Assembléias gerais e Administração		
II.12.1	-x-	Descrever a estrutura administrativa do emissor, conforme estabelecido no seu estatuto social e

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
		regimento interno, identificando:
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	a. atribuições de cada órgão e comitê
	✓ Não havia indicação da data de instalação do conselho fiscal. ✓ Não havia informação a respeito dos comitês. ✓ Estas informações não eram obrigatórias, mas poderiam ser inseridas no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	b. data de instalação do conselho fiscal, se este não for permanente, e de criação dos comitês
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	c. mecanismos de avaliação de desempenho de cada órgão ou comitê
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.	d. em relação aos membros da diretoria, suas atribuições e poderes individuais
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03** – Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.	e. mecanismos de avaliação de desempenho dos membros do conselho de administração, dos comitês e da diretoria.
II.12.2	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	Descrever as regras, políticas e práticas relativas às assembléias gerais, indicando:
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	a. prazos de convocação
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor	b. competências

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
	entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	c. endereços (físico ou eletrônico) nos quais os documentos relativos à assembleia geral estarão à disposição dos acionistas para análise
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	d. identificação e administração de conflitos de interesses
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	e. solicitação de procurações pela administração para o exercício do direito de voto
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	f. formalidades necessárias para aceitação de instrumentos de procuração outorgados por acionistas, indicando se o emissor admite procurações outorgadas por acionistas por meio eletrônico
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	g. manutenção de fóruns e páginas na rede mundial de computadores destinados a receber e compartilhar comentários dos acionistas sobre as pautas das assembléias.
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre	h. transmissão ao vivo do vídeo e/ou do áudio das assembleias

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
	governança Corporativa.	
	✓ Esta informação não era obrigatória, mas poderia ser inserida no **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia ou no **Quadro 20.00** – Informações sobre governança Corporativa.	i. mecanismos destinados a permitir a inclusão, na ordem do dia, de propostas formuladas por acionistas
II.12.3	**-x-**	Em forma de tabela, informar as datas e jornais de publicação[417]:
	✓ **Quadro 01.01.08.01** – Dados da Empresa/Publicações de documentos/Data de publicação do aviso aos acionistas	a. do aviso aos acionistas comunicando a disponibilização das demonstrações financeiras
	✓ **Quadro 01.01.08.03** – Dados da Empresa/Publicações de documentos/Data de publicação da convocação da AGO.	b. da convocação da assembleia geral ordinária que apreciou as demonstrações financeiras
	✓ **Quadro 01.01.08.02** – Dados da Empresa/Publicações de documentos/Data de publicação da AGO.	c. da ata da assembleia geral ordinária que apreciou as demonstrações financeiras
	✓ **Quadro 01.01.08.04** – Dados da Empresa/Publicações de documentos/Data da Publicação das DFs.	d. das demonstrações financeiras
II.12.4	-x-	Descrever as regras, políticas e práticas relativas ao conselho de administração, indicando:
	-x-	a. frequência das reuniões
	✓ **Quadro 14.03** – Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.	b. se existirem, as disposições do acordo de acionistas que estabeleçam restrição ou vinculação ao exercício do direito de voto de membros do conselho.
	-x-	c. regras de identificação e administração de conflitos de interesses

[417] Quando da apresentação anual do Formulário de Referência, as informações devem se referir aos 3 (três) últimos exercícios sociais. Quando da apresentação do formulário de referência por conta do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários, as informações devem se referir aos 3 (três) últimos exercícios sociais e ao exercício social corrente.

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
II.12.5	✓ **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.	Se existir, descrever a cláusula compromissória inserida no estatuto para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem
II.12.6		Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal do emissor, indicar, em forma de tabela:
	✓ **Quadro 02.01.01** – Composição da Conselho de Administração e Diretoria. ✓ **Quadro 02.01.02** – Composição do Conselho Fiscal.	a. nome
	✓ **Quadro 02.02** – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor.	b. idade
	✓ **Quadro 02.02** – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor.	c. profissão
	✓ **Quadro 02.01.01** – Composição da Conselho de Administração e Diretoria. ✓ **Quadro 02.01.02** – Composição do Conselho Fiscal.	d. CPF ou número do passaporte
	✓ **Quadro 02.02** – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor.	e. cargo eletivo ocupado
	✓ **Quadro 02.01.01** – Composição da Conselho de Administração e Diretoria. ✓ **Quadro 02.01.02** – Composição do Conselho Fiscal.	f. data de eleição
	-x-	g. data da posse
	✓ **Quadro 02.01.01** – Composição da Conselho de Administração e Diretoria. ✓ **Quadro 02.01.02** – Composição do Conselho Fiscal.	h. prazo do mandato
	✓ **Quadro 02.02** – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor.	i. outros cargos ou funções exercidos no emissor

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
	✓ **Quadro 02.01.01** – Composição da Conselho de Administração e Diretoria. ✓ **Quadro 02.01.02** – Composição do Conselho Fiscal.	j. indicação se foi eleito pelo controlador ou não
II.12.7	-x-	Fornecer as informações mencionadas no item II.12.6 em relação aos membros dos comitês estatutários, bem como dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários[418]
II.12.8		Em relação a cada um dos administradores e membros do conselho fiscal, fornecer:
	✓ **Quadro 02.02** – Experiência Profissional e Formação Acadêmica de Cada Conselheiro e Diretor. ✓ O currículo constante do formulário de Informações Anuais - IAN devia contemplar as seguintes informações: nome, idade (ou preferencialmente, a data de nascimento), o último grau escolar cursado pelo administrador, nome do curso e da faculdade, e curso de pós-graduação concluído. Quanto à experiência profissional, informar os principais aspectos que possibilitem a formação de um juízo sobre a competência profissional.	a. currículo, contendo as seguintes informações:
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente de modo detalhado.	i. principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos, indicando:
		• nome da empresa
		• cargo e funções inerentes ao cargo
		• atividade principal da empresa na qual tais experiências ocorreram, destacando as sociedades ou organizações que integram (i) o grupo econômico do emissor, ou (ii) de sócios com participação, direta ou indireta, igual ou superior a 5% de uma mesma classe ou espécie de valores mobiliários do emissor

[418] As informações prestadas neste item devem abranger comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, bem como estruturas organizacionais assemelhadas, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, desde que tais comitês ou estruturas participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais.

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	ii. indicação de todos os cargos de administração que ocupe ou tenha ocupado em companhias abertas
	✓ O IAN contemplava apenas informações genéricas.	b. descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos:
	✓ O IAN contemplava apenas informações genéricas.	i. qualquer condenação criminal
	✓ O IAN contemplava apenas informações genéricas.	ii. qualquer condenação em processo administrativo da CVM e as penas aplicadas
	✓ O IAN contemplava apenas informações genéricas.	iii. qualquer condenação transitada em julgado, na esfera judicial ou administrativa, que o tenha suspendido ou inabilitado para a prática de uma atividade profissional ou comercial qualquer
II.12.9	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	Informar a existência de relação conjugal, união estável ou parentesco até o segundo grau entre:
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	a. administradores do emissor
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	b. (i) administradores do emissor e (ii) administradores de controladas, diretas ou indiretas, do emissor
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	c. (i) administradores do emissor ou de suas controladas, diretas ou indiretas e (ii) controladores diretos ou indiretos do emissor
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	d. (i) administradores do emissor e (ii) administradores das sociedades controladoras diretas e indiretas do emissor
II.12.10	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	Informar sobre relações de subordinação, prestação de serviço ou controle mantidas, nos 3 últimos exercícios sociais, entre administradores do emissor e:
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	a. sociedade controlada, direta ou indiretamente, pelo emissor

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	b. controlador direto ou indireto do emissor
	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	c. caso seja relevante, fornecedor, cliente, devedor ou credor do emissor, de sua controlada ou controladoras ou controladas de alguma dessas pessoas
II.12.11	✓ Esta informação não era exigida anteriormente.	✓ Descrever as disposições de quaisquer acordos, inclusive apólices de seguro, que prevejam o pagamento ou o reembolso de despesas suportadas pelos administradores, decorrentes da reparação de danos causados a terceiros ou ao emissor, de penalidades impostas por agentes estatais, ou de acordos com o objetivo de encerrar processos administrativos ou judiciais, em virtude do exercício de suas funções
II.12.12	✓ **Quadro 14.03**– Outras informações consideradas importantes para melhor entendimento da companhia.	✓ Fornecer outras informações que o emissor julgue relevantes.
III – Demonstrações Financeiras		
III	✓ A companhia deveria encaminhar à CVM cópia das demonstrações contábeis elaboradas de acordo com as normas legais e regulamentares. na mesma data de sua divulgação pela imprensa, que deve ocorrer, necessariamente, até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social.	✓ A companhia deverá encaminhar à CVM cópia das demonstrações contábeis elaboradas de acordo com as normas legais e regulamentares.
		✓ A apresentação das demonstrações contábeis deve incluir os seguintes documentos: (a) relatório da administração; (b) parecer dos auditores independentes; (c) parecer do conselho fiscal, caso instalado, incluindo eventuais votos dissidentes; (d) demonstrações consolidadas; (e) proposta de orçamento de capital ou projeto de investimento, se houver; (f) declaração dos diretores sobre a revisão, discussão e concordância com as opiniões do auditor independente, justificando os pontos discordantes; e (g) declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras.

Item	Antes da IN CVM 480/09 (IN CVM 202/93)	Depois da IN CVM 480/09
		✓ No caso de emissores estrangeiros, as demonstrações financeiras deverão (a) ser elaboradas em português, seguindo as normas contábeis brasileiras, internacionais ou do país de origem do emissor (caso o emissor seja de Estado membro do MERCOSUL); e (b) ser auditadas por auditor independente registro na CVM ou em órgão competente no Estado de origem (desde que acompanhada de relatório de revisão especial elaborado por auditor registrado na CVM).
IV – Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)		
IV	✓ A companhia deveria encaminhar à CVM o formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP nos mesmos prazos aplicáveis para as Demonstrações Financeiras.	✓ O formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) é documento eletrônico para divulgação das demonstrações financeiras com campos padronizados.
V – Informações Trimestrais (ITR)		
V	✓ O formulário de Informações Trimestrais - ITR deveria ser apresentado à CVM no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contado do encerramento do trimestre.	✓ O formulário de Informações Trimestrais (ITR) é documento eletrônico e será alterado apenas para contemplar as novas regras contábeis, sem maiores mudanças substanciais.