XXX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI FORTALEZA - CE

DIREITO EMPRESARIAL

RENATO DURO DIAS

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

JOÃO MARCELO DE LIMA ASSAFIM

GEYSON JOSÉ GONÇALVES DA SILVA

Copyright © 2023 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU – São Paulo
Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte
Prof. Dr. Fernando Passos – UNIARA - São Paulo
Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia
Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal
Comunicação:
Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM – São Paulo
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará
Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI – Santa Catarina
Eventos:
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo
Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina
Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Membro Nato – Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UNICAP – Pernambuco

D597

Direito Empresarial [Recurso eletrônico on-line] Organização CONPEDI

Coordenadores: Geyson José Gonçalves da Silva; João Marcelo de Lima Assafim; Renato Duro Dias; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr. – Florianópolis: CONPEDI, 2023.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-856-1
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Saúde: Acesso à justiça, Solução de litígios e Desenvolvimento

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. XXX Congresso Nacional do CONPEDI Fortaleza - Ceará (3; 2023; Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

XXX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI FORTALEZA - CE

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

A obra que honrados, apresentamos decorre do XXX CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI FORTALEZA – CE, Litígio, Acesso à Justiça, Solução de Litígios e Desenvolvimento, que ocorreu entre 16 a 17 de novembro de 2023. O Grupo de Trabalho GT8, intitulado Direito, inovação, propriedade intelectual e concorrência, neste evento, teve a oportuna companhia do GT de Direito Empresarial, ambos com uma aderência inequívoca a demanda social interdisciplinar surgida com o avanço tecnológico em todas as suas dimensões.

Reitera-se aqui, o fato de que os trabalhos nascidos originalmente em matéria de direito privado, hoje, fundado diante do advento do sistema nacional de inovação (com pedra angular nos artigos 5, 170, 218 e 219 da Constituição da República Federativa do Brasil), teve sua importância reforçada do papel da inovação nas políticas públicas de desenvolvimento.

O problema que se enfrenta aqui, é o problema do Brasil: emprego e renda. Não há espaço para concentração de renda ilícita: abuso do poder de mercado. Reiteramos, aqui, a perspectiva de transição do capitalismo de “shareholder” para o de “stakeholder”, a luz do problema trazido por Piketty em compasso com a produção intelectual de autores da envergadura de Mariana MAZZUCATO e Ha Joon CHANG, terminou por criar uma relação direta das políticas de inovação (e r. instrumentos de atribuição patrimonial) com o desenvolvimento sustentável e o respeito aos direitos humanos, para, ao fim e ao cabo, engendrar políticas crescimento econômico e de inclusão social.

De novo: inovar é preciso. No entanto, a delimitação adequada do papel do estado no processo de inovação sob a perspectiva nacional e global é vital para que as políticas publicas de desenvolvimento com base na inovação não se percam. Como a inovação poderia contribuir para o crescimento? Sem uso estratégico dos direitos de propriedade intelectual pelas sociedades nacionais de capital nacional é improvável que essa contribuição aconteça.

Necessário distinguir o crescimento econômico do desenvolvimento, da distribuição dos resultados. Teóricos debatem há algum tempo a questão da produtividade, da renda e do bem-estar. De Adam Smith a Schumpeter passando por Marx. Ondas de inovação mais curtas, mas quem é quem na oscilação das marés. O Estado Brasileiro tem feito o que fazem os

Estados produtores de tecnologia? Por isso, o “Inovar é Preciso”, da autoria de Milton Ferreira França e Sergio Torres Teixeira, traz sua contribuição.

A efetividade das normas de proteção dos investidores e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Ricardo Mafra que fala dos objetivos de políticas publicas. Repressão administrativa bastante intensa, mas a CVM parece não conseguir reprimir todos os casos de infração. O custo da repressão, um orçamento de 8 milhões, não parece ser adequado ao um mercado de 3 trilhões de reais. Importante a responsabilidade civil.

A função do artigo 47 da lei no. 11.101/2005 e sua relação com o princípio da preservação da empresa. Alexandre Assumpção faz uma análise do artigo 47 da Lei de Recuperação Judicial. Manter a fonte produtora, será um conteúdo principiológico ou procedimental material? Talita indica que o artigo 47 tem funcionado como um artigo supressor de outros dispositivos da LRJ.

A Legitimidade para o requerimento da recuperação judicial, sob a ótica da regulação do direito comercial. Verônica Lagassi fala da Casa de Portugal, quando o MP não se opôs ao requerimento. No entanto, vemos o direito antitruste aplicando a todas as atividades econômicas.

O trabalho “Compliance como ferramenta de efetivação de segurança da informação na empresa” Ana Laura Gonçalves Chiarelli, Vitoria Cássia Mozaner e Valquiria Martinez Heinrich Ferrer. A proteção de dados e compliance, mas não diferencia a adequação da segurança. Neste há responsabilidade civil, no anterior, haverá ou não, pois multa, não há.

A pesquisa “Contadores sumérios e o problema da repercussão cadastral sem arquivamento de instrumento específico de alteração contratual na IN-DREI no. 81/2022” de Leonardo da Silva Sant Anna, Luiz Carlos Marques Filho. O cadastro seria o suporte do suporte. Discute-se as informações públicas. No entanto, o requisito de forma como instrumento de tutela da ordem publica funciona pela publicidade.

A reflexão trazida no texto Empresas 4.0 e incentivos ESG no processo de descarbonizarão e a transição energética, por Carla Izolda Fiuza Costa Marshall, José Maria Machado Gomes, igualmente instiga à inovação, assim como a recomendável leitura do artigo Dos efeitos da construção da marca pessoal do microempreendedor individual ao registro demarca no INPI para a consolidação do empreendimento.

A obra “Falha de Procedimentos de Compliance? O caso das brasileiras presas na Alemanha com drogas na bagagem”, de Marlon do Nascimento Barbosa, indica o caso das empresas LATAM e ORBITAL.

O trabalho intitulado “O direito a imagem como um direito da personalidade da pessoa jurídica e seu entendimento jurisprudencial”, permite o repensar sobre direitos personalíssimos, por Luís Fernando Centurial, Marcelo Negri Soares e Alender Max de Souza Moraes.

A pesquisa intitulada “Tokenização de recebíveis: uma proposta de categorização taxonômica. Referenciada na Lei no. 14.430, de 2022, e na lei no. 6.385, de 1976” por Daniel Amin Ferraz, Antônio Marcos Fonte Guimarães trata da nova negociação de dúvida.

Em “Função social / solidaria da empresa e a publicidade da bebida alcoólica: proibição e responsabilidade”, Antônia Bruna Pinheiro Vieira e Gustavo Leite Braga, remetem ao fato de que os critérios entre a proibição de publicidade e lei seca são confundidas.

A contribuição intitulada “Métodos para apuração de haveres na resolução da sociedade em face de um dos sócios”, por Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Vitor Greijal Sardas. A inexistência de um método de apuração de haveres. A súmula 275 do STF relativamente a dissociação da sociedade e da apuração de haveres. Falou-se dos métodos do paragrafo 4º do artigo 4º da LSA. Pergunta-se: e a marca?

Em “Declaração de direitos de liberdade econômica e o paradigma intervencionista do estado brasileiro”, por Helimara Moreira Lamonier Heringer, Wendy Luiza Passos Leite e Renata Aparecida Follone, trata-se da liberdade de empreender. Impacto regulatório. Liberdade de empreender se confunde com a liberdade do monopolista impor condições e preços?

O artigo “Gameficação, inovação tecnológica e políticas públicas”, por Luana Gaia de Azevedo, Andreza do Socorro Pantoja d Oliveira Smith. A pesquisa trabalha sobre o uso do método em políticas públicas. A ANVISA, treinamento, a Família paranaense em ação.

“Gestão pública no direito automático: quebra de paradigmas a partir da utilização da E.B.I. A. – estratégia brasileira de inteligência artificial utilizada em prol da eficiência dos serviços públicos.” Por Paulo Cezar Dias, Marlene de. Fátima Campos. Souza, Rodrigo Abolis Bastos. Os problemas da inteligência artificial está na cooperação de desenvolvedores.

Este catálogo de artigos é relevante, sendo certo o fato de que os trabalhos de ambos ao GTs do Conselho Nacional de Pesquisa em Direito foram expostos a debate em uma tarde proveitosa de produção intelectual aplicada em resposta a demanda social e ao bom serviço do Sistema Nacional de Pós-Graduação na área do Direito, sem deixar de enfrentar problemas interdisciplinares colocados, trazendo soluções resultantes da análise sistêmica do Direito. Reitero mais uma vez: quiçá, muitos destes problemas (e soluções) de interesse das outras áreas do conhecimento (no âmbito do Conselho Técnico e. Científico da CAPES - CTC) relativamente ao sistema nacional de inovação.

Tenham uma leitura boa e profícua!

Geyson José Gonçalves da Silva – UFSC

João Marcelo de Lima Assafim – UFRJ

Renato Duro Dias – UFRG

Viviane Coêlho de Séllos Knoerr – UNICURITIBA

A EFETIVIDADE DAS NORMAS DE PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ENFORCEMENT OF INVESTORS' PROTECTION MECHANISMS AND DEVELOPMENT OF THE SECURITIES MARKET

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Resumo

O presente trabalho teve como objetivo investigar a relação entre a proteção de investidores, na perspectiva da efetividade das normas regulatórias, e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. A hipótese examinada foi de que a efetiva proteção dos investidores é necessária para que o mercado seja capaz de atrair a poupança popular, canalizando-a para investimentos em atividades econômicas. Para esses fins, o trabalho foi dividido em três partes. A primeira parte abordou os pressupostos da regulação do mercado de valores mobiliários, examinando os seus principais objetivos e diretrizes. A segunda parte tratou dos instrumentos de repressão de ilícitos no mercado, examinando os mecanismos públicos e privados de penalização do comportamento violador das normas. Por fim, a terceira parte dedicou-se à revisão dos estudos empíricos que indicam haver uma relação entre a efetividade dos instrumentos de proteção dos investidores e o nível de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Utilizou-se a metodologia dedutiva, com base em revisão bibliográfica. Com base na pesquisa realizada, foi possível confirmar a hipótese de que a efetividade das normas de proteção dos investidores influencia positivamente o desenvolvimento do mercado, potencializando o seu objetivo de canalizar a poupança nacional para empreendimentos econômicos.

Palavras-chave: Mercado de valores mobiliários, Proteção de investidores, Responsabilidade civil, Repressão administrativa, Efetividade das normas

Abstract/Resumen/Résumé

This paper aimed to investigate the connection between investors' protection, in the perspective of the effectiveness of regulatory rules, and the development of the securities market. The hypothesis investigated was that the effective protection of investors is necessary for the market to attract investment from the public to economic activities. For that end, the paper was divided in three parts. The first part analyzed the principles of the securities market regulation, addressing its main objectives and regulatory guidelines. The second part dealt with the mechanisms of repression of irregular practices in the market, examining the public and private means of penalization of violations to the regulatory rules. The third part was dedicated to the review of empirical studies that indicated the existence of a connection between the enforcement of the protection of investors and the level of development in the securities market. The study used a deductive methodology, based on bibliographical review.

The research concluded that the enforcement of mechanisms of investors' protection positively influences the development of the market, potentializing its objective of channeling the national savings to economic enterprises.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Securities market, Investors' protection, Civil liability, Administrative prosecution, Enforcement of regulatory rules

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo examinar a relação entre a proteção de investidores, a efetividade das normas regulatórias que regem o mercado de valores mobiliários e o desenvolvimento desse mercado.

Parece intuitivo afirmar que o mercado terá melhores condições de se desenvolver como instrumento para a canalização da poupança a atividades econômicas caso os investidores disponham de instrumentos de proteção efetivos. No entanto, para além da simples intuição, é preciso verificar se essa relação pode ser extraída da doutrina e de estudos empíricos a respeito do tema.

O problema central a ser investigado, portanto, é se a existência de instrumentos de proteção dos investidores na legislação contribui para o desenvolvimento do mercado.

A hipótese provisória é que a efetiva proteção dos investidores é necessária para que o mercado seja capaz de atrair a poupança popular, canalizando-a para investimentos em atividades econômicas.

Para os fins desta pesquisa, o trabalho foi dividido em três partes. A primeira parte busca expor, ainda que de forma breve e não exaustiva, os pressupostos da regulação do mercado de valores mobiliários, analisando os seus principais objetivos e diretrizes.

A segunda parte trata dos instrumentos de repressão de ilícitos no mercado, abordando os mecanismos públicos e privados de penalização do comportamento violador das normas. Ao longo dessa exposição, o trabalho se debruça sobre a possibilidade de que a responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários exerça papel complementar ao aparato repressivo à disposição da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Por fim, a terceira parte dedica-se à revisão dos estudos empíricos que indicam haver uma relação entre a efetividade dos instrumentos de proteção dos investidores e o nível de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

O método utilizado no trabalho foi o dedutivo, com base em revisão bibliográfica.

2 OS PRESSUPOSTOS DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A regulação é uma forma de intervenção estatal sobre o domínio econômico, por meio da qual o Estado se vale de seu poder normativo e regulador para exercer as "funções de fiscalização, incentivo e planejamento"[1], podendo impor ou induzir determinados comportamentos e resultados[2].

A regulação parte de uma premissa contrária à ideia da capacidade do mercado de autorregular-se, impondo normas e conformando o comportamento de agentes. O Estado age para garantir incrementos de bem-estar que o mercado, sozinho, não seria capaz de fornecer (FREIRE, 2008, p. 24).

A ideia propagada pelo liberalismo de que os mercados seriam capazes de autorregular-se começou a ser contestada na virada do século XIX para o século XX (GRAU, 2012, p. 21). O liberalismo já vinha sofrendo contestações ao longo século XIX, mas foi a partir da crise econômica de 1929, iniciada pela quebra da Bolsa de Nova York, que as teorias favoráveis a um maior protagonismo do Estado no domínio econômico se firmaram (PITTA, 2013, p. 41-45).

No quadro normativo que se desenvolveu, a regulação do mercado de valores mobiliários é aplicada de várias formas, especialmente por meio de atividades de natureza: (i) normativa, por meio da elaboração de normas; (ii) fiscalizatória, quanto ao registro dos participantes do mercado e à supervisão do cumprimento das normas emanadas pelo ente regulador; e (iii) sancionadora, com a aplicação de penalidades administrativas para comportamentos violadores da norma (CAVALI, 2018, p. 113).

[1] Vide artigo 174, caput, da CRFB/1988: "Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado".

[2] Para Eros Roberto Grau, a intervenção do Estado sobre e no domínio econômico pode revestir-se de três formas distintas: (i) intervenção por absorção ou participação, modalidade de intervenção no domínio econômico na qual o Estado atua como agente econômico, seja em regime de monopólio (intervenção por absorção), seja em regime de concorrência com entes privados (intervenção por participação); (ii) intervenção por direção, modalidade de intervenção sobre o domínio econômico na qual o Estado utiliza o seu poder normativo para obrigar a adoção de certos comportamentos pelos agentes econômicos; e (iii) intervenção por indução, modalidade de intervenção sobre o domínio econômico na qual o Estado utiliza o seu poder normativo em consonância com a dinâmica do mercado, de modo a induzir determinados comportamentos e resultados (GRAU, 2012, p. 143).

No caso brasileiro, as diretrizes da regulação foram dispostas no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, que estabelece os objetivos que devem nortear a atuação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da CVM.

O primeiro deles é estimular a aplicação da poupança popular em valores mobiliários (inciso I). O segundo é promover a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações e estimular a aplicação da poupança no capital social de companhias nacionais (inciso II). Outros objetivos incluem: (i) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão (inciso III); (ii) proteger os investidores contra emissores irregulares, atos ilegais de administradores, acionistas controladores e gestores de carteira (inciso IV); (iii) reprimir operações fraudulentas ou de manipulação que visem a criar condições artificiais de negociação no mercado (inciso V); (iv) garantir acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados (inciso VI); (v) assegurar a observância de práticas equitativas (inciso VII); e (vi) assegurar a observância dos critérios de utilização de crédito determinados pelo CMN (inciso VIII).

Como se pode perceber, o fio condutor de toda a regulação é a promoção do funcionamento eficiente do mercado, implementada a partir da transparência (divulgação de informações) e proteção de investidores, que seja capaz de criar as condições necessárias para canalizar a poupança nacional ao investimento em atividades econômicas.

Contudo, a obrigação de divulgação de informações e a imposição de normas de conduta, por si só, não garantem o bom funcionamento do mercado. Nesse sentido, a dissuasão do descumprimento das normas apresenta-se como questão relevante no aparato regulatório.

Bernard S. Black, em seu extenso estudo sobre as bases necessárias para a construção de um mercado de valores mobiliários sólido, cita 18 (dezoito) características que a regulação e o ambiente institucional, de forma geral, devem apresentar. Dentre elas, o autor cita a existência de regras que responsabilizem: (i) auditores e contadores que atestarem a veracidade ou a conformidade de dados contábeis falsos ou enganosos; (ii) intermediários de ofertas que sejam realizadas com informações falsas ou enganosas; (iii) emissores pela divulgação de informações falsas ou enganosas; e (iv) os representantes de emissores que intencionalmente enganarem investidores, inclusive do ponto de vista criminal (BLACK, 2001, p. 790-799).

Pode-se afirmar, a princípio, que a construção de um mercado eficiente, que atinja o objetivo do legislador de promover o investimento em atividades econômicas, depende não só da

existência de regras de divulgação de informações e proteção de investidores, como também do efetivo cumprimento dessas regras e punição de desvios.

Cumpre abordar, em seguida, os instrumentos de repressão do comportamento violador das normas regulatórias do mercado disponíveis na legislação.

3 OS INSTRUMENTOS DE REPRESSÃO DE ILÍCITOS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A necessidade de garantir a efetividade das normas por meio da punição de desvios não passou despercebida pelo legislador, que criou complexo regime sancionador. Esse regime constitui, ao lado de instrumentos de orientação, educação e prevenção, um meio de prevenir e combater ilícitos, pautado em um sistema repressivo e pedagógico (SANTOS; OSÓRIO; WELLISCH, 2012, p. 24-25).

Os instrumentos que a CVM dispõe para garantir a efetividade das normas regulatórias do mercado de valores mobiliários estão dispostos no artigo 9º da Lei nº 6.385/1976 e referem-se, essencialmente, aos poderes de: (i) examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos dos diversos participantes do mercado; (ii) intimar os participantes do mercado a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa; (iii) requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; (iv) determinar republicação, correção ou aditamento de informações divulgadas por companhias; (v) apurar, por meio de processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas por participantes do mercado; e (vi) aplicar, aos autores de infração, a respectiva penalidade (conforme critérios do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976), sem prejuízo da responsabilidade civil e penal.

A legislação, portanto, conferiu à administração pública plenos poderes para direcionar a conduta de agentes do mercado por meio de mecanismos de prevenção e repressão do comportamento infracional (Ibidem, p. 43). Os poderes de fiscalização, orientação e repressão da CVM devem ser exercidos para assegurar que os objetivos da lei serão alcançados, caracterizando-se como poderes funcionalizados[3].

[3] "Aliás, no atual sistema constitucional brasileiro, é somente assim que pode ser compreendido o art. 9º da Lei nº 6.385/1976. Os poderes conferidos por lei à CVM, como sói acontece em relação aos poderes administrativos em geral, somente têm fundamento na medida em que se destinem a permitir que ela cumpra as funções públicas para as quais foi criada. Trata-se, portanto, de um poder-função, de natureza nitidamente instrumental e que, assim somente se

Não obstante a Lei nº 6.385/1976 tenha conferido poderes de repressão à CVM, não há razão para reservar a penalização de comportamentos irregulares no mercado apenas à atuação sancionadora da autarquia. A responsabilização dos agentes que infringem a regulação do mercado deve ocorrer também por meio de ações privadas.

A necessidade da existência de mecanismos de repressão na seara civil foi reconhecida por meio da Lei nº 7.913/1989, que instituiu a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao mercado. Criou-se, com a lei, "uma espécie de direito civil punitivo", de cunho marcadamente pedagógico com o objetivo de reforçar a proteção de direitos difusos ou coletivos e desestimular práticas infracionais (Ibidem, p. 160).

A questão do papel das ações privadas na efetividade de normas regulatórias está intrinsecamente ligada à discussão das funções exercidas pela responsabilidade civil.

Francisco Amaral (2006, p. 548) leciona que a responsabilidade civil pode ser encarada, quanto à sua natureza, como sanção indireta de função preventiva e restauradora[4]. Essa visão é reverberada por outros autores, inclusive, no contexto do mercado de valores mobiliários.

Luís Gastão Paes de Barros Leães (1982, p. 107), em sua clássica obra sobre o *insider trading*, em edição de 1982, já declarava que "a disciplina da responsabilidade civil, prevista na legislação, oferece amplo arsenal para a repressão de toda e qualquer conduta contraveniente aos mandamentos de polícia, de que resulte prejuízos a interesses privados".

Assim, tomando o exemplo dos Estados Unidos, o autor (1982, p. 126) atribuiu à responsabilidade civil o papel de corrigir desequilíbrios sociais causados por falhas informacionais no mercado de valores mobiliários, "consubstanciando a sanção civil instrumento repressivo de importância fundamental na polícia desse segmento da economia nacional".

Nelson Eizirik (1984, p. 49) ressalta o papel da responsabilidade civil de proporcionar o equilíbrio entre liberdade e os deveres sociais de cada indivíduo, garantindo o ressarcimento de danos sofridos e permitindo o estabelecimento de regras de conduta a todos os indivíduos, harmonizando a sua liberdade com o convívio social[5].

---

legitima se e quando exercido no sentido de permitir que a Autarquia alce os seus fins, desincumbindo-se de seus mandatos legais" (WELLISCH, 2015, p. 179-180).

[4] "Preventiva porque, como toda sanção, destina-se a garantir o respeito à lei; e restauradora no sentido de que, violado o preceito jurídico e configurado o dano, o infrator se obriga a indenizar o lesado" (AMARAL, 2006, p. 548).

[5] "A disciplina da responsabilidade civil, de um modo geral, não consideradas aqui as relações contratuais, constitui um instrumento que permite a manutenção do equilíbrio entre a liberdade e os deveres sociais de cada pessoa. Nesse sentido, ressalta, num primeiro momento, a função de reparação do dano, inerente a qualquer ação de responsabilidade civil, pela qual visa o sistema jurídico permitir ao lesado a recomposição do seu estado anterior. Trata-se, pois, de

No contexto do mercado de valores mobiliários, a responsabilidade civil exerce papel de fortalecimento do fator dissuasório das normas regulatórias. Nesse sentido, a responsabilidade civil não se limita às funções de punir e ressarcir, servindo, pedagogicamente, como forma de incentivar o comportamento lícito, vislumbrando-se a sua aplicação não apenas de forma retrospectiva, incidindo sobre fatos já consolidados, mas também prospectiva, conformando condutas futuras[6].

O papel da responsabilidade civil como instrumento de conformação e controle de comportamentos foi ressaltado por Henri e Léon Mazeaud (1947, p. 14), que, traçando um paralelo com a vedação ao abuso do direito, destacaram a generalidade da matéria da responsabilidade civil e o alcance abrangente de suas regras[7].

Em função desse caráter generalista, os autores (1947, p. 14) afirmam que a responsabilidade civil pode integrar diferentes normas de forma complementar, acrescentando regras de reparação de danos onde o legislador não as tenha previsto de forma expressa[8].

A partir dessa perspectiva, é possível afirmar que a responsabilidade civil tem o potencial de exercer "a função de reafirmar o poder sancionatório (ou punitivo) do Estado" e "a função de desestímulo para qualquer pessoa que pretenda desenvolver atividade capaz de causar efeitos prejudiciais a terceiros" (ROSENVALD, 2017, p. 33).

---

manter o equilíbrio nas relações privadas existentes entre as pessoas. Visando a harmonização das liberdades entre indivíduos que não são ligados por laços familiares ou contratuais, o sistema jurídico estabelece regras de conduta na esfera civil" (EIZIRIK, 1984, p. 49).

[6] "Ao invés da culpa e da coerção, a responsabilidade encontra novo fundamento moral na circunspecção – e, por que não, no cuidado -, reformulando, portanto, a sua velha acepção, levando-a para longe do singelo conceito inicial de obrigação de reparar ou de sofrer a pena. A responsabilidade mantém a sua vocação retrospectiva – em razão da qual somos responsáveis pelo que fizemos -, acrescida de uma orientação prospectiva, imputando-nos a escolha moral pela virtude, sob pena de nos responsabilizarmos para o futuro" (ROSENVALD, 2017, p. 32).

[7] "C'est essentiellement grâce à la théorie de l'abus des droits que les principes de la responsabilité civile ont permis de 'régulariser' l'exercice de droits, de le tempérer d'y apporter un frein. Celui qui 'abuse d'un droit' engage sa responsabilité. On voit alors le champ d'application illimité de notre domaine, presque tous les droits étant susceptibles d'abus; on voit quel merveilleux instrument de contrôle constituent les règles de la responsabilité civile". Tradução livre: "É essencialmente graças à teoria do abuso de direito que os princípios da responsabilidade civil permitiram 'regularizar' o exercício dos direitos, temperando-os para lhes impor um freio. Quem 'abusa de um direito' assume sua responsabilidade. Vemos então o alcance ilimitado do nosso domínio, quase todos os direitos sendo suscetíveis de abusos; vemos quão maravilhoso instrumento de controle são as regras de responsabilidade civil" (MAZEAUD; MAZEAUD, 1947, p. 14).

[8] "Mais on ne s'arrête pas là; on fait jouer aux principes qui gouvernent notre matière un rôle 'complémentaire'. Dans de nombreux cas, la loi a pris soin d'organiser spécialement la sanction des obligations qu'elle édicte. Les règles de la responsabilité civile vont permettre d'aller au delà de cette sanction, de la compléter, d'y ajouter une condamnation à dommages-intérêts que le législateur n'avait pas expressément prévue". Tradução livre: "Mas não paramos por aí; fazemos com que os princípios que regem a nossa matéria desempenhem um papel 'complementar'. Em muitos casos, a lei teve o cuidado de organizar especificamente a sanção das obrigações que decreta. As regras da responsabilidade civil permitirão ir além desta sanção, completando-a, acrescentando uma condenação em perdas e danos que o legislador não previu expressamente" (MAZEAUD; MAZEAUD, 1947, p. 14).

Ao passo que o aparato de repressão administrativa busca garantir a coercitividade das normas, a responsabilidade civil apresenta-se como mecanismo de reforço à prevenção de ilícitos[9]. Essa constatação não é particularmente nova e já foi aventada por estudiosos do direito societário.

Ao discorrer sobre a responsabilidade civil de administradores, Nelson Eizirik (1984, p. 49) afirmou que a responsabilização por ações privadas poderia servir de auxílio à atuação da CVM, "posto que a aplicação da lei, via ações judiciais, de certa forma alivia a atividade disciplinar daquela Comissão".

Da mesma forma, nos Estados Unidos, a importância das ações privadas de indenização como complemento da repressão administrativa foi destacada pela Suprema Corte no julgamento do caso J. I Case Co. v. Borak em 1964[10].

Nesse processo, em que se examinou a divulgação de informações alegadamente enganosas que teriam prejudicado o exercício de direito de preferência por acionista, a Suprema Corte afirmou que as ações privadas de indenização no mercado de valores mobiliários eram complemento necessário à atuação do regulador (a *Securities Exchange Commission* – SEC)[11].

Da mesma forma, estudos recentes demonstraram que: (i) a SEC tem dado maior foco à repressão de ilícitos que causaram mais danos a investidores[12]; e (ii) estes têm maior chance de sucesso em ações privadas de indenização caso o réu também tenha sido alvo de ações pela SEC[13].

---

[9] "Repensar hoje a responsabilidade civil significa compreender as exigências econômicas e sociais de um determinado ambiente. 'Responsabilizar' já significou punir, reprimir, culpar; com o advento da teoria do risco, 'responsabilizar' se converteu em reparação de danos. Na contemporaneidade, some-se à finalidade compensatória a ideia de responsabilidade como prevenção de ilícitos" (FARIAS; NETTO; ROSENVALD, 2019, p. 86).

[10] ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 402, Relator Tom C. Clark, julgado em 08/06/1964. Referência original: J. I Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

[11] "Private enforcement of the proxy rules provides a necessary supplement to Commission action. As in antitrust treble damage litigation, the possibility of civil damages or injunctive relief serves as a most effective weapon in the enforcement of the proxy requirements". J. I Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 432 (1964). Tradução livre: "Ações privadas relacionadas a pedidos públicos de procuração fornecem um suplemento necessário à ação da Comissão. Assim como no caso do dano triplo no direito concorrencial, a possibilidade de ressarcimento de danos ou tutelas cautelares servem como arma efetiva na aplicação das normas de exigências das procurações".

[12] "We find that the SEC seems to have shifted its enforcement focus away from challenging frauds at firms in financial distress to seeking out frauds at companies where investors may have suffered larger losses, especially if they are smaller firms" (COFFEE JR.; THOMAS, 2005, p. 906). Tradução livre: "Entendemos que a SEC parece ter mudado o seu foco de atuação para longe de fraudes em companhias em situações financeiras precárias para fraudes onde os investidores possam ter tido grandes perdas, especialmente se forem causadas em companhias menores".

[13] "When both a SEC and private action proceed for the same misconduct, private recoveries are statistically larger and settled more quickly than when there is no parallel SEC enforcement action" (COX, 2003, p. 777). Tradução livre: "Quando tanto a SEC, como a ação privada, miram a mesma conduta, os ressarcimentos são estatisticamente maiores e os casos são resolvidos de forma mais rápida do que quando não há uma ação paralela da SEC".

Como se percebe, conferir à responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários a função de dissuasão do comportamento ilícito, reforçando o caráter coercivo das normas, pressupõe o reconhecimento de seu papel complementar ao aparato de repressão administrativa.

A efetividade das normas do mercado de valores mobiliários, portanto, depende da boa coordenação de instrumentos públicos e privados de repressão do comportamento violador das normas regulatórias. A literatura já foi capaz de identificar uma relação entre a efetividade das normas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em estudos que serão abordados na seção seguinte.

4 A EFETIVIDADE DAS NORMAS REGULATÓRIAS E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Muito se discute sobre a repressão de condutas ilícitas e a efetividade das normas em assegurar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Em extenso estudo sobre o valor atribuído por investidores às companhias que obtêm listagem de seus valores mobiliários nas bolsas de valores dos Estados Unidos, John C. Coffee Jr. sugeriu que o prêmio atribuído aos títulos negociados em mercados norte-americanos estaria ligado à maior efetividade na aplicação de penalidades pelas autoridades do país[14].

A análise parte da premissa estabelecida em uma série de estudos realizados por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (também conhecidos coletivamente pela sigla "LLS&V"), que tentaram identificar uma relação de causalidade entre os diferentes estágios de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários nacionais e as características do ambiente institucional (especialmente o ordenamento jurídico) dos seus respectivos países.

[14] "More narrowly, it suggests only that one legal variable – the level of enforcement intensity – distinguishes jurisdictions in a manner that can explain national differences in the cost of capital (especially between common law and civil law countries) and the valuation premium that foreign firms cross-listing into the United States (and only the United States) exhibit" (COFFEE JR., 2007, p. 233). Tradução livre: "De forma mais estrita, parece apenas que uma variável jurídica – o nível da intensidade de aplicação das normas – distingue jurisdições de uma forma capaz de explicar as diferenças nacionais no custo de capital (especialmente entre países de common law e civil law) e o prêmio de avaliação que companhias estrangeiras listadas nos Estados Unidos (e somente os Estados Unidos) exibem".

Em um dos estudos, os autores concluem, analisando uma amostra de dados de quarenta e nove países, que há uma forte correlação entre estágios avançados de desenvolvimento de mercados financeiros e a existência de proteções legais eficazes a investidores[15].

Um estudo posterior dos mesmos autores, de análise mais qualitativa, chegou a três conclusões: (i) não há uniformidade quanto ao conjunto de direitos conferidos aos acionistas minoritários e investidores nas diversas jurisdições; (ii) países de *common law* apresentam maior efetividade na aplicação das normas do mercado de valores mobiliários do que países de *civil law* de tradição francesa, com exceção feita aos países de *civil law* de tradição germânica e escandinava; e (iii) países com baixa efetividade na aplicação das leis de mercado de valores mobiliários tendem a desenvolver mecanismos de compensação, como dividendos obrigatórios, e acabam gerando concentração de capital (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1998, p. 1151-1152).

John C. Coffee Jr. busca expandir as conclusões dos estudos conduzidos por LLS&V, argumentando que as diferenças de desenvolvimento dos diversos mercados de valores mobiliários não estão ligadas apenas às características dos quadros normativos de seus respectivos países, mas também (e principalmente) à intensidade da aplicação das normas coercitivas.

O autor (2007, p. 45) demonstra, por exemplo, que, para além das diferenças de efetividade na aplicação de normas do mercado de valores mobiliários nos países de *common law* e *civil law*, os Estados Unidos destacam-se pela intensidade da atuação de seus órgãos de fiscalização até mesmo em comparação com seus pares.

Um dos pontos que distinguiriam os Estados Unidos dos demais seria o seu sistema privado de responsabilização de infratores, que não possuiria nenhum semelhante em outros países[16].

---

[15] "We compare external finance across 49 countries as a function of the origin of their laws, the quality of legal investor protections, and the quality of law enforcement. We find strong evidence that the legal environment has large effects on the size and breadth of capital markets across countries" (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 1132). Tradução livre: "Comparamos o financiamento externo em 49 países como função da origem de suas leis, qualidade das proteções legais de investidores e qualidade da aplicação das normas. Encontramos forte evidência de que o ambiente normative possui relevantes efeitos no tamanho dos mercados de valores mobiliários nos diversos países".

[16] "What [the studies] show are two outstanding and unambiguous facts: (1) Common law and civil law countries differ markedly in their regulatory intensity, with the former expending vastly greater resources on enforcement by any measurement standard. (2) In terms of actual enforcement actions brought and sanctions levied, the United States is an outlier, which, even on a market-adjusted basis, imposes financial penalties that dwarf those of any other jurisdiction. The United States is exceptional in other ways as well. In the United States, public enforcement of law is supplemented by a vigorous, arguably even hyperactive, system of private enforcement. Relying on class actions and an

Mesmo quando os números de ações de responsabilização por infrações das normas do mercado de valores mobiliários em diferentes jurisdições são ajustados para o tamanho de seus respectivos mercados, os Estados Unidos ainda se destacam como líderes na intensidade da aplicação de suas normas[17]. Esta vantagem é ampliada de forma significativa quando as ações privadas, e não apenas as ações administrativas, são levadas em consideração (COFFEE JR., 2007, p. 266-268).

LLS&V já haviam sugerido, em artigo publicado em 2000, que o caminho para se construir um mercado de valores mobiliários dinâmico e desenvolvido seria estabelecer normas de proteção a investidores e aprimorar padrões de governança corporativa. Assim, os países que desejassem promover o desenvolvimento de seus mercados deveriam reformular profundamente o

entrepreneurial plaintiffs' bar motivated by contingent fees, the U.S. system of private 'enforcement by bounty hunter' appears in fact to exact greater annual aggregate sanctions than do its public enforcers. This system has no true functional analogue anywhere else in the world" (COFFEE JR., 2007, p. 245). Tradução livre: "O que [os estudos] mostram são dois fatos indiscutíveis e extraordinários: (1) Países de common law e civil law são marcadamente distintos na sua intensidade regulatória, com o primeiro gastando substancialmente mais recursos na aplicação das normas por qualquer forma de medição. (2) Em termos de a ações propostas e penalidades impostas, os Estados Unidos é um ponto fora da curva, que, mesmo quando se ajusta para o tamanho do mercado, impõe penalidades muito superiores às de qualquer outra jurisdição. Os Estados Unidos são excepcionais em outras formas também. Nos Estados Unidos, as ações administrativas são complementadas por um vigoroso, provavelmente até hiperativo, sistema de ações privadas. Em função de ações coletivas e do espírito empreendedor de autores motivados por remunerações de sucesso, o sistema de ações privadas 'por recompensa' dos Estados Unidos parece impor penalidades totais maiores que as impostas por autoridades públicas. Este sistema não possui nenhum igual em nenhuma parte do mundo".

[17] "Differences in direct governmental regulatory expenditures between common law and civil law jurisdictions have predictable implications for the firms subject to these differing levels of oversight. In all likelihood, greater public expenditures on financial regulation in turn imply greater private expenditures, as firms in common law countries must expend more in order to comply with the closer and more exacting oversight that larger and better-funded regulatory staffs can exercise. Thus, a firm considering whether to cross-list into the U.S. market, particularly if it is incorporated in a civil law jurisdiction, must anticipate increased scrutiny and, as a result, increased compliance expenses. […] Even when these numbers are adjusted to reflect relative market size, the disparity between the United States and Germany remains roughly five to one. Turning from the number of actions brought to the aggregate monetary sanctions imposed, Jackson was only able to secure comparable data for the United States and the United Kingdom. Over the 2000-2002 period, public securities enforcement monetary sanctions imposed in the United States exceeded those imposed in the United Kingdom, even after adjusting for relative market size, by a more than ten-to-one margin" (COFFEE JR., 2007, p. 260-262). Tradução livre: "Diferenças em gastos governamentais de regulação entre jurisdições de common law e civil law possui implicações previsíveis para sociedades sujeitas a estes diferentes níveis de supervisão. Provavelmente, maiores gastos públicos com regulação financeira resultam em maiores gastos privados, já que as sociedades em países common law devem gastar mais para cumprir com as normas mais rígidas que reguladores maiores e bem financiados buscam aplicar. Assim, uma sociedade considerando listar seus valores mobiliários no mercado norte-americano, particularmente se for constituída em uma jurisdição de civil law, deverá esperar maior fiscalização e, como resultado, maiores custos de observância. […] Mesmo quando estes números são ajustados para refletir o tamanho relativo dos mercados, a disparidade entre os Estados Unidos e Alemanha continua sendo de cinco para um. Quanto ao volume de penalidades impostas, Jackson conseguiu apenas comparar dados dos Estados Unidos e Reino Unido. Entre 2000 e 2002, penalidades impostas no mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos superou aquelas aplicadas no Reino Unido, mesmo depois de ajuste para o tamanho do mercado, por uma margem de dez para um".

seu quadro normativo, com foco em uma maior e mais efetiva proteção de investidores e acionistas minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000, p. 24).

John C. Coffee Jr. (2007, p. 291-292), por outro lado, conclui que apenas a reformulação legislativa não seria suficiente para estimular o desenvolvimento do mercado. Seria preciso, ainda, intensificar a aplicação das normas. Assim, o autor sugere que o prêmio associado à listagem de companhias nas bolsas norte-americanas está relacionado à percepção de investidores de que, ao se submeter à jurisdição dos Estados Unidos, o emissor demonstra ter comprometimento com seus investidores e capacidade financeira de arcar com o relevante ônus regulatório que essa decisão produz[18].

No contexto brasileiro, a baixa efetividade da aplicação de normas de proteção a acionistas minoritários e a pouca divulgação de informações por companhias abertas têm sido apontadas, dentre diversos outros fatores, como motivos para a falta de dinamismo do mercado de valores mobiliários nacional (BLACK, 2000, p. 16-24; GORGA, 2000, p. 896-900).

Ainda que o ordenamento brasileiro preveja o mecanismo da ação coletiva inspirado no sistema norte-americano[19] para ressarcir danos sofridos por investidores, a realidade demonstra que a Lei nº 7.913/1989 não é tão aplicada na prática[20].

Mesmo as ações de indenização individuais são raras no Brasil, o que resulta em um sistema de repressão que depende, em grande parte, da administração pública, por meio da atuação da CVM[21].

---

[18] "That is, if a firm that believes it possesses superior investment opportunities wants to convince the market of its claim, it might cross-list in the United States to signal to investors not that it has adopted superior protections for minority shareholders, but that its investment projects are superior. The market's reaction might in effect be, 'You would not do anything as dangerous as listing in the United States, unless you were very certain of your investment opportunities'-essentially, one bonds in order to signal" (COFFEE JR., 2007, p. 291-292). Tradução livre: "Isto é, se uma sociedade acredita que possui oportunidades de investimento superior e pretende convencer o mercado de sua crença, ela pode se registrar como companhia aberta nos Estados Unidos e sinalizar a investidores não que adotou proteções maiores para acionistas minoritários, mas que seus projetos são superiores. A reação do mercado efetivamente pode ser, 'Você não faria algo tão penoso como se registrar nos Estados Unidos, a não ser que esteja certo de suas oportunidades de investimento' – essencialmente, é uma sinalização".

[19] "É indisputável, a propósito do tema, que o legislador brasileiro se inspirou na sistemática das class actions norte-americanas, ao criar a ação coletiva para defesa de interesses individuais homogêneos" (ZACLIS, 2019, p. 322).

[20] "A despeito de sua grande relevância, inclusive e especialmente por assegurar 'aos titulares de valores mobiliários e aos investidores de mercado' proteção específica e clara em situações não expressamente referidas na legislação societária, a Lei nº 7.913/1989 não tem sido amplamente aplicada na prática" (PEREIRA; QUINTÃO, 2019, p. 72).

[21] "Apesar de o modelo brasileiro ser composto por mecanismos públicos e privados de aplicação dessa legislação, na prática há um desbalanceamento entre eles, caracterizado pela prevalência dos mecanismos públicos em detrimento dos privados. Daí se dizer que o contencioso envolvendo a legislação do mercado de capitais no Brasil é altamente concentrado em medidas de enforcement público, que tais medidas são muito mais efetivas do que as privadas e que o enforcement da legislação brasileira do mercado de capitais é altamente concentrado em ações tomadas pela CVM" (PEREIRA, 2018, p. 48).

A baixa efetividade das regras de responsabilização no mercado foi objeto de estudo da CVM em parceria com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, que teve como finalidade principal realizar um diagnóstico do instrumentos de proteção de acionistas minoritários.

O estudo identificou diversos óbices à responsabilização de administradores e acionistas controladores na legislação societária, como a exoneração da responsabilidade de administradores a partir da aprovação sem ressalvas de suas contas (artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976), a alocação dos custos judiciais no caso de ação ajuizada por acionistas minoritários, a necessidade de quórum mínimo para que acionistas ajuízem ação contra administradores no caso de sua não aprovação pela assembleia (artigo 159, § 4º, da Lei nº 6.404/1976) ou contra acionistas controladores (artigo 246, § 1º, "a", da Lei nº 6.404/1976), dentre outros obstáculos (ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, 2020, p. 8-14).

Esses pontos foram endereçados por recente projeto de lei apresentado pelo Ministério da Fazenda (Projeto de Lei nº 2.925/2023), que propõe a alteração de diversos dispositivos das Leis nº 6.385/1976 e nº 6.404/1976 com relação à responsabilidade civil de participantes do mercado.

Nesse contexto, o projeto, se convertido em lei, promoverá, dentre outras alterações, as seguintes mudanças: (i) afastará a exoneração da responsabilidade de administradores pela mera aprovação de contas, dando nova redação ao artigo 134, § 3º, da Lei nº 6.404/1976[22]; (ii) alterará o percentual para que acionistas ajuízem ação de responsabilidade civil contra administradores no caso de sua não aprovação pela assembleia geral, conforme nova redação proposta para o artigo 159, § 4º, da Lei nº 6.404/1976[23]; (iii) alterará o percentual para que os acionistas ajuízem ação de responsabilidade civil contra o controlador, sugerindo nova redação do artigo 246, § 1º, da Lei nº 6.404/1976[24]; e (iv) criará um procedimento de ação coletiva, por meio do qual os investidores

[22] "Art. 134. […] § 3º A aprovação das demonstrações financeiras e das contas não exonera administradores e fiscais de responsabilidade".

[23] "Art. 159. [...] § 4º Na hipótese de a assembleia-geral deliberar não promover a ação, ela poderá ser proposta por titulares de ações que: I - representem, no mínimo, cinco por cento do capital social, nas companhias fechadas; ou II - representem, no mínimo, dois inteiros e cinco décimos por cento do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, nas companhias abertas".

[24] "Art. 246. […] § 1º A ação para haver reparação cabe a acionistas que: I - representem cinco por cento ou mais do capital social, nas companhias fechadas; ou II - representem, no mínimo, dois inteiros e cinco décimos por cento do capital social ou cujo valor seja igual ou superior a R$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), atualizados anualmente pelo IPCA, nas companhias abertas".

lesados poderão se reunir para ajuizar ações de responsabilidade civil pelos danos decorrentes da violação de regras do mercado de valores mobiliários[25].

Percebe-se, nesse sentido, que para além das evidências empíricas acerca da relação entre a efetividade das normas regulatórias e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, as instituições brasileiras já trataram de se movimentar para implementar as mudanças legislativas necessárias para fortalecer os instrumentos de proteção dos investidores.

Acredita-se, portanto, que a necessidade de se conferir maior efetividade às normas que regulamentam o mercado de valores mobiliários foi reconhecida como pressuposto para o desenvolvimento desse mercado.

Por todo o exposto, pode-se afirmar que o fortalecimento dos instrumentos privados de responsabilização do comportamento contrário às normas regulatórias, complementares ao aparato sancionador público, é necessário para garantir-se o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo investigar a relação entre a proteção de investidores, na perspectiva da efetividade das normas regulatórias, e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

A partir de metodologia dedutiva, com base em revisão bibliográfica, buscou-se, em primeiro lugar, estudar os pressupostos da regulação do mercado de valores mobiliários. Constatou-se que o quadro regulatório construído no Brasil foi pautado na transparência (divulgação obrigatória de informações) e na proteção de investidores contra irregularidades e comportamentos ilícitos, com a finalidade de assegurar o funcionamento eficiente do mercado.

Em seguida, o trabalho debruçou-se sobre os mecanismos de repressão do comportamento ilícito no mercado de valores mobiliários, analisando tanto os instrumentos públicos, que compõem o aparato sancionador administrativo, como os privados, referentes, principalmente, às ações individuais de responsabilidade civil e à ação civil pública. Sugeriu-se, a partir dessa análise, que

[25] "Art. 27-H. Os investidores legitimados poderão propor, em nome próprio e no interesse de todos os titulares de valores mobiliários da mesma espécie e classe, ação civil coletiva de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários".

a responsabilidade civil no mercado de valores mobiliários exerce papel complementar à repressão administrativa.

Por fim, a partir da revisão de estudos empíricos, verificou-se que há uma relação entre a efetividade dos instrumentos de proteção dos investidores e o nível de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, diversos estudos constataram que uma maior efetividade da proteção de investidores leva a um maior desenvolvimento do mercado.

Com base na pesquisa realizada, foi possível confirmar a hipótese de que a efetividade das normas de proteção dos investidores influencia positivamente o desenvolvimento do mercado, potencializando o seu objetivo de canalizar a poupança nacional para empreendimentos econômicos.

REFERÊNCIAS

AMARAL, Francisco. *Direito civil – introdução*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=247673. Acesso em 26 de agosto de 2023.

BLACK, Bernard S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review*, Los Angeles, v. 48, p. 781-855, 2001.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Exposição de motivos nº 00045/2023 MF*. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015&filename=PL%202925/2023. Acesso em 26 de agosto de 2023.

CAVALI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do mercado de capitais: fundamentos e limites da repressão penal e administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COFFEE JR., John C. Law and the market: the impact of enforcement. *University of Pennsylvania Law Review*, Filadélfia, v. 156, p. 229-311, 2007.

COFFEE JR., John C.; THOMAS, Randall S. Public and private enforcement of the securities law: have things changes since Euron. *Notre Dame Law Review*, Notre Dame, v. 80, p. 893-908, 2005.

COX, James D. *SEC Enforcement Actions for Financial Fraud and Private Litigation: An Empirical Inquiry*. Duke Law Journal, Durham, v. 53, p. 737-779, 2003.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 56, p. 47-62, 1984.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Supreme Court. Recurso nº 402, Relator Tom C. Clark, julgado em 08/06/1964. Referência original: J. I Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426 (1964).

FARIAS, Cristian Chaves de; NETTO, Felipe Peixoto Braga; ROSENVALD, Nelson. *Novo tratado de responsabilidade civil*. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

FREIRE, Maia Paula dos Reis Vaz. *Eficiência Económica e Restrições Verticais*. Lisboa: AAFDL, 2008.

GORGA, Érica. Culture and Corporate Law Reform: a case study of Brazil. *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, Filadélfia, v. 27, p. 803-905, 2000.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 15. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Nova York, v. 58, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, Nova York, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e "insider trading"*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Léon. *Traité Théorique et Pratique de la Responsabilité Civile Délictuelle et Contractuelle*. 4. ed. Paris: Librairie de Recueil Sirey, 1947. v. 1.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Private *Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil*. Disponível em: https://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm. Acesso em 19 de julho de 2023.

PEREIRA, Cesar; QUINTÃO, Luísa. Substituição da ação civil pública por arbitragem nos casos de proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais (Lei nº 7.913/1989). In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. *A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ROSENVALD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Artigo 9º. In: CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/1976*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ZACLIS, Lionel. O investidor no mercado de capitais em face da lei. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos. *A tutela coletiva do acionista minoritário: os 30 anos de vigência da lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.