

tudos da Procuradoria-Geral do Estado, 2001 (pp.167-184).

SOARES, Marden, e DARCY, Sérgio. "Democratização do crédito no Brasil – Atuação do Banco Central". In: *2º Seminário Banco Central sobre Microfinanças, Anais*. Fortaleza, 2003, e *Anais do Seminário do Banco Central sobre Microfinanças*. 3ª ed. Brasília, BACEN, 2006.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Bancos Centrais no Direito Comparado – O Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil – O Regime Vigente e as Propostas de Reformulação*. São Paulo, Malheiros Editores, 2005.

_____. *Curso de Direito Comercial 1: Teoria Geral do Direito Comercial e das*

Atividades Empresariais Mercantis – Introdução à Teoria Geral da Concorrência e dos Bens Imateriais. São Paulo, Malheiros Editores, 2004.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo, Ed. RT, 1977.

WINOGRAD, Andrei, MARTINS, Paulo Haus, e SALLES, Renata de Carvalho. *Manual de Regulamentação das Microfinanças – Programa de Desenvolvimento Institucional*. Rio de Janeiro, BNDES, 2002.

YUNUS, Muhammad. *O Banqueiro dos Pobres*. São Paulo, Ática, 2001.

Jurisprudência Comentada

VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR NO MERCADO DE CAPITAIS – A MANIPULAÇÃO DE MERCADO E A PRÁTICA DO *INSIDER TRADING*

Comentários de

JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA

ao acórdão do TJSP na AC com revisão 461.050-4/5-00,
da Comarca de Osasco/SP

VOTO 14.598

Origem: Processo 580/2001 do 8º Ofício
Cível

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos de Apelação Cível com revisão n. 461.050-4/5-00, da Comarca de Osasco, em que são apelantes e reciprocamente apelados POSTALIS – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos e Outras e Banco BRADESCO S/A: Acordam, em 2ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, proferir a seguinte decisão: “Deram provimento parcial à apelação, prejudicado o recurso adesivo, votação unânime”, de conformidade com o voto do Relator, que integra este acórdão.

O julgamento teve a participação dos Des. *Morato de Andrade*, revisor, e *Ariovaldo Santini Teodoro*.

São Paulo, 14 de agosto de 2007 – *Boris Kauffmann*, relator, com a seguinte declaração de voto:

Ação de indenização por danos materiais cumulada com pedido de danos morais – Julgamento antecipado da lide – Admissibilidade – Conjunto probatório suficiente para o deslinde da causa – Demonstração do dano material – Indevido o dano moral – Sentença reformada – Recurso provido em parte, prejudicado o recurso adesivo.

1. POSTALIS – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos, CERES – Fundação de Seguridade Social dos Sistemas EMBRAPA e EMBRATER, e FUNDIÁGUA – Fundação de Previdência da Cia. de Saneamento do Distrito Federal ajuizaram ação de conhecimento em face de Banco BRADESCO S/A, buscando a sua condenação no pagamento de indenização pelos danos materiais, avaliados em 20.3.2001 em R\$ 27.910.643,44, corrigidos a partir dessa data e acrescidos dos juros não pagos, além dos resultantes da mora, bem como pelos danos morais, estimados em 50% do valor apontado para os danos materiais, também atualizados e acrescidos dos juros de mora.

A sentença de fls. 656/656-M, cujo relatório fica aqui incorporado, julgou improcedentes

os pedidos com apoio nos incisos V e X do art. 5º da CF e art. 159 do revogado CC, impondo aos autores os ônus da sucumbência, dentre os quais os honorários advocatícios fixados em R\$ 5.000,00.

Os autores apresentaram apelação sustentando a nulidade da sentença por ter cerceado o direito de produzirem provas comprovadoras dos fatos em que se apoiaram os pedidos indenizatórios, aduzindo ocorrer a hipótese prevista no art. 330, I, do CPC, de sorte que deveria a Magistrada designar audiência preliminar e, não obtida a conciliação, determinar as provas a serem produzidas (CPC, arts. 331 e 130). Saliaram a necessidade dessas provas, até porque a sentença fundamentou a improcedência na ausência das mesmas. Depois, apoiando-se na própria confissão desses fatos, reclamaram a reforma da sentença, com o acolhimento dos pedidos formulados (fls. 672-706), comprovando o recolhimento do preparo (fls. 707).

O recurso foi admitido (fls. 708). Nas contra-razões o apelado sustentou a desnecessidade da abertura da fase instrutória e a conclusão da sentença, sem argüir matéria preliminar (fls. 714-742).

O apelado apresentou recurso adesivo reclamando a elevação dos honorários advocatícios para, pelo menos, 10% do valor atribuído à causa, ou, ao menos, em valor compatível com o vulto, importância e complexidade da causa, além do trabalho desenvolvido (fls. 744-752), comprovando o recolhimento do preparo (fls. 753).

O recurso adesivo também foi admitido (fls. 754) e respondido, sustentada a fixação feita na decisão (fls. 755-763).

Com os autos nesta instância, o apelado juntou parecer de lavra do professor Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (fls. 772-810). O processo foi distribuído em 26.10.2005 para a 28ª Câmara de Direito Privado – relator o Des. Celso Pimentel. No dia 30.5.2006 referida Câmara não conheceu do recurso (fls. 814-816), sendo os autos redistribuídos para esta 2ª Câmara em 25.7.2006 (fls. 820), sendo solicitadas informações à Secretaria (fls. 820).

Os apelantes juntaram documento relativo ao julgamento do processo administrativo pela

Comissão de Valores Mobiliários (fls. 828-864), vindo manifestação do apelado a respeito (fls. 867-868).

2. Segundo a petição inicial, os autores receberam do réu, em meados de setembro/1998, um relatório de apresentação da situação econômico-financeira do Grupo Mappin/Mesbla, no qual se inseria a Casa Anglo Brasileira S/A. Nesse relatório havia a indicação de que as debêntures que seriam oferecidas ao mercado constituiriam um agressivo plano de investimentos, destacando que os recursos a serem captados seriam “utilizados para dar suporte ao plano de crescimento da empresa, com destaque para o processo de consolidação da Mesbla (recentemente adquirida) e de aquisição de uma nova empresa varejista” (fls. 133). No Prospecto de Oferta Pública de Debêntures Conversíveis em Ações depositado na Comissão de Valores Mobiliários consta a destinação dos recursos a serem obtidos: “a) expansão da área de vendas através da abertura de novas lojas ou aquisições – R\$ 256.000.000,00; b) reforma das lojas – R\$ 14.000.000,00; c) investimentos em Informática (sistemas e *hardware*) – R\$ 10.000.000,00; d) reforço de capital de giro – R\$140.000.000,00. Total – R\$ 420.000.000,00” (fls. 197).

Com base nesses dados e na idoneidade dos coordenadores da colocação das debêntures, os autores adquiriram títulos. No entanto, houve omissão do fato de o Banco BRADESCO S/A, líder da distribuição, ser credor do Grupo emissor, pois, na falência da Barnet Indústria e Comércio S/A – atual denominação da United Indústria e Comércio S/A, integrante do Grupo Casa Anglo Brasileira S/A –, referido coordenador possui crédito habilitado de R\$ 22.004.772,95, e junto à falência da Mappin Lojas de Departamento S/A crédito de R\$ 580.473,37, muito embora tenha declarado à CVM que inexistia relevante relacionamento comercial com a empresa emissora.

Além disso, segundo apurado junto a ação indenizatória ajuizada por Barnet Indústria e Comércio S/A em face do Banco BRADESCO S/A (processo n. 99.085410-8, do 29º Ofício Cível do Foro Central da Comarca da Capital), o coordenador da emissão e a United Participações e Empreendimentos Ltda. e United Indústria e Comércio Ltda. firmaram Protocolo

de Intenções, datado de 11.11.1998, segundo o qual uma parte dos recursos auferidos com a colocação desses títulos seria utilizada para pagamento dos créditos do coordenador (fls. 353-373).

Tal comportamento, segundo os autores, deu ensejo à criação de uma condição artificial de oferta, além de ter o réu se privilegiado com informações reservadas. Daí a responsabilidade pelos danos ocasionados.

Andou bem a Magistrada em julgar antecipadamente a lide, pois desnecessária a produção de qualquer outra prova além das existentes nos autos.

Muito embora o relatório da situação econômico-financeira do Grupo aponte que os balanços da Mesbla não foram auditados, de qualquer sorte deixa claro que (fls. 184):

Considerando as projeções de resultado realizadas, entendemos que a geração de caixa das empresas do Grupo Casa Anglo suporta (I) a operação de expansão da rede, (II) a reestruturação da Mesbla e (III) o pagamento das debêntures na data de seu vencimento na eventualidade de não haver nenhuma conversão de debêntures em capital. Dessa forma, o excedente após o pagamento das debêntures será de R\$ 48.000.000,00. Conservadoramente, podemos considerar um investimento de R\$ 30.000.000,00 para cobrir o caixa deficitário do seguimento automotivo da Mesbla S/A. Nesse caso, o excedente de caixa reduz-se para R\$ 18.000.000,00. Caso haja a conversão de todas as debêntures, a empresa terá uma estrutura financeira com uma confortável posição de caixa.

Não importa, por outro lado, que o próprio Banco BRADESCO S/A tenha, também, adquirido debêntures conversíveis em volume alto. O que importa, no caso, é que o coordenador não mencionou a sua condição de credor do Grupo, fato que, em tese, poderia indicar um interesse na colocação das debêntures como forma de obter recursos para a satisfação de seus créditos. Em outras palavras, criou efetivamente uma condição artificial para a oferta dos títulos, levando os interessados à aquisição dos mesmos. Também surpreendente o Protocolo de Intenções, em que “qualquer subscrição adicional de debêntures que não as aqui mencionadas, todo o dinheiro integralizado na CAB será utilizado

para pagamento de créditos que o BRADESCO indicar” (fls. 359), colocando o próprio coordenador da emissão em situação privilegiada.

A captação de recursos no mercado, através de debêntures conversíveis, deve ser feita de tal modo que o investidor tenha todas as informações importantes para se posicionar sobre a oferta. A omissão das condições mencionadas é suficiente para se reconhecer a culpa do coordenador, responsabilizando-o pelos danos ocasionados.

Tais danos não dependem de encerramento do processo falimentar. Eles já existem pelo simples fato de ter sido efetuado o investimento, sem o retorno prometido e no momento prometido. E participe da colocação dos títulos é o coordenador, também responsável pela composição dos mesmos.

O montante apontado na petição inicial – R\$ 27.910.643,44 corresponde ao montante investido pelos autores atualizado até 20.3.2001. Devem ser incluídos os juros não pagos até o momento do ajuizamento da ação e, em seguida, os juros de mora contados da citação, adotando-se, para estes, a taxa de 0,5% ao mês até o início da vigência do atual Código Civil, e em seguida a taxa de 1% ao mês.

Mas não é devida a indenização pelos danos morais. Ainda que se admita a possibilidade de a pessoa jurídica sofrer tal espécie de dano, o desconforto sofrido pelos autores não chega a abalar a reputação das fundações, mas apenas e eventualmente de seus dirigentes. E como os autores se submeteram à fixação do Juízo, a sucumbência dos mesmos é mínima.

Fica, em consequência, prejudicada a alegação de cerceamento de defesa.

O recurso é provido em parte para se julgar parcialmente procedente a pretensão deduzida, para condenar o Banco BRADESCO S/A a pagar aos autores POSTALIS – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos, CERES – Fundação de Seguridade Social dos Sistemas EMBRAPA e EMBRATER, e FUNDIÁGUA – Fundação de Previdência da Cia. de Saneamento do Distrito Federal, na proporção das aquisições que cada um fez, a indenização total de R\$ 27.910.643,44, corrigida a partir de 21.3.2001 mediante a aplicação dos índices da Tabela Prática baixada pelo TJSP e acrescida

dos juros devidos pelos títulos até a data do ajuizamento, e, a partir da citação, dos juros de mora às taxas apontadas.

Responderá o réu, também, por todas as custas e despesas do processo, assim como pe-

los honorários advocatícios, estes fixados em 10% do valor da condenação. Prejudicado, em consequência, o recurso adesivo.

3. Dá-se parcial provimento ao recurso de apelação, prejudicado o recurso adesivo.

Comentários de José Marcelo Martins Proença

1. O caso concreto. 2. O ponto de interesse do caso concreto: o mercado de capitais. 3. A função do dever de informar no mercado de capitais. 4. Conclusão.

O acórdão a ser comentado decorre de uma ação indenizatória promovida por diversos fundos de pensão, investidores no mercado de capitais, então apelantes, tendo por base o fato de o Banco apelado, na qualidade de coordenador da emissão de debêntures de determinada companhia, ter ocultado fatos de extrema relevância, pois, conforme aduziram os apelantes, a falta de informações (que correspondeu a informações inverídicas) influenciou na decisão para a aquisição desses valores mobiliários.

1. O caso concreto

Os fatos que deram ensejo à propositura da demanda, conforme demonstram os documentos acostados aos autos, assim se desenvolveram:

- Em setembro/1998 os apelantes receberam da apelada um relatório de apresentação da situação econômico-financeira da emitente das debêntures. Desse relatório constou a menção da emissão de debêntures para “um agressivo plano de investimentos”, ficando os respectivos recursos destinados a “dar suporte ao plano de crescimento da empresa, com destaque para o processo de consolidação da Mesbla e de aquisição de uma nova empresa varejista”.

- O Banco apelado não informou nem à CVM, nem no relatório referido, ser ele credor do Grupo emissor das debêntures. Ao contrário, informou à CVM inexistir relevante relacionamento comercial da empresa emissora com o líder da distribuição.

- Contudo, após a bancarrota do Grupo emissor, descobriu-se, pela análise dos autos da falência da empresa Barnet Indústria e Comércio S/A, que o Banco apelado tem um crédito habilitado de R\$ 22.004.772,95, e dos autos da falência do Mappin Lojas de Departamento S/A que o apelado declarou crédito no valor de R\$580.473,37.

- Não bastasse isso, pela análise dos autos de uma outra ação, onde a Barnet Indústria e Comércio S/A visa à condenação do Banco apelado, os apelantes tomaram conhecimento da existência de um documento denominado “Protocolo de Intenções” que firmam entre si United Participações e Empreendimentos Ltda., United Indústria e Comércio Ltda. e o Banco apelado, datado de 11.11.1998, onde os signatários avençaram que uma parte dos recursos auferidos com a distribuição daquelas debêntures citadas seria utilizada para pagar os créditos do próprio Banco apelado, ou seja, as informações ventila-

das ao mercado pelo líder de distribuição acerca da destinação dos recursos obtidos com a emissão das debêntures não eram verdadeiras. Nota-se que esse Protocolo de Intenções não foi divulgado ao mercado; ao contrário, foi ocultado pelo Banco apelado, líder da coordenação da operação de emissão das debêntures.

Fundamentados nesse fatos, os apelantes, fundos de pensão investidores no mercado de capitais, promoveram a ação indenizatória visando ao ressarcimento do montante investido, com os acréscimos legais e contratuais, além da indenização por danos morais.

Aduziram que a omissão das informações relevantes, de responsabilidade do Banco apelado, líder de distribuição, configurou violação das regras de transparência e fidelidade norteadoras do mercado de valores mobiliários. Aduziram, ainda, que a violação dessas regras, pelo Banco, se deu astuciosa e arditosamente.

2. O ponto de interesse do caso concreto: o mercado de capitais

O acórdão em comento, reformando decisão de primeira instância, julgou – ao nosso ver – corretamente a questão posta a desate. A decisão – uma das poucas, se não a única do Poder Judiciário nacional sobre o dever de informar no mercado de capitais – demonstra especial preocupação com a ética e a moralidade que devem permeiar o mercado de capitais. Sinaliza, assim, a decisão para a proteção do interesse público de desenvolvimento econômico e social, função do mercado de capitais desenvolvido.

Em termos muito gerais, pode-se afirmar que o mercado de capitais contribui para promover a formação de capital, para ligar poupança e investimento e para aumentar a eficácia da aplicação econômica do capital disponível. O mercado de capitais pode incentivar a formação da

poupança e torná-la disponível. Em um segundo passo, essa poupança será alocada e transformada em investimentos, por meio de ofertas padronizadas e de um sistema dinâmico de contratações.

Considerando o crescimento econômico como uma das necessidades básicas de qualquer país, e reconhecendo que não existe crescimento econômico sem investimento, pode-se asseverar que a formação de capital constitui um dos anseios primordiais das nações. Assim, mercados de capitais bem organizados logram promover tanto a formação de poupanças quanto a rapidez do processo de financiamento. O mercado de capitais com boa transparência, sem trapaças, pode favorecer essa situação, estimulando a formação de capital e, por corolário, o desenvolvimento econômico – valor, esse, previsto em nível constitucional (art. 3º, II).

Somente para ressaltar a importância de se defender o desenvolvimento do mercado de capitais (por meio de sua transparência, credibilidade e efetiva aplicação de sanção aos fraudadores) e, portanto, a importância de o Poder Judiciário ter sinalizado que está atento à questão, bem enfrentando o presente caso, lembre-se que a grande vantagem do mercado de capitais reside na ligação poupança/investimento de forma eficiente, talvez a mais produtiva de todas as outras possíveis.

Assim, pode-se afirmar que o desenvolvimento do mercado de capitais é de interesse público, porque um dos responsáveis pelo desenvolvimento social e econômico nacional.

De outro lado, mercados de capitais manipuláveis, nos quais atuam, impunemente, os que se valem de informações privilegiadas para realizar negócios, não inspiram confiança ao investidor. Têm, esse mercados, dificuldades de se afirmar, de crescer, inviabilizando, paralelamente, o crescimento das empresas que poderiam por eles ser financiadas.

Repise-se que essa idéia tem respaldo constitucional, pois o art. 3º, II, da nossa Carta Magna, ao prescrever como objetivo fundamental da República Federativa do Brasil garantir o desenvolvimento nacional, impôs ao Legislativo a obrigação de (e ele cumpriu a sua tarefa) de criar estrutura normativa hábil para pôr freio às negociações anômalas no âmbito do mercado de capitais, conferindo-lhe a credibilidade sem a qual não se atraem os investimentos e, enfim, propiciando-lhe eficiência e perspectivas de crescimento.

Nesse sentido, observamos no nosso *Insider Trading – Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais* (São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 196), citando Francisco Antunes Maciel Müssnich:

“A Exposição de Motivos 196/1976 do Ministro da Fazenda, entre outras coisas, ressaltou que uma das mais importantes metas a serem atingidas pela lei era criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A Exposição reconheceu ainda a importância de se regular o comportamento e a responsabilidade dos administradores e dos acionistas controladores para com o público investidor

“(...)”

“Ainda no dizer da referida Exposição, não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas – e através delas seus controladores e administradores – seja exercida em proveito apenas dos sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e, em detrimento ou sem levar em consideração os interesses da comunidade”.

Trata-se, assim, de manter, no mínimo, a confiabilidade no mercado, já que é absolutamente impossível o desenvolvimento de um mercado acionário no qual, sabidamente, podem ganhar apenas aqueles poucos que têm acesso às informações

confidenciais das empresas. Os investidores, particularmente os individuais, devem ter a certeza de que o sistema não está estruturado de molde a favorecer apenas aqueles que detêm as informações privilegiadas.

Por fim, releva deixar claro que “a questão é social, tem interesse público, não devendo ser examinada somente pelo aspecto econômico, que muitas vezes perde, por completo, o respeito ao aspecto social, o interesse na valorização do trabalho humano e em outros valores estabelecidos na Constituição-cidadã, de 1988. Por isso, ‘no faltarán razones en absoluto a quien así opine, después de contemplar cómo los economistas en su inmensa mayoría asisten impasibles al espectáculo de ver cómo su disciplina, catalogada como ciencia social, ha perdido prácticamente este fin, y se ha convertido en una herramienta para ganar dinero de los que ya lo tienen, obviando por completo la realidad de una gran mayoría de las personas’” (ob. cit., p. 197).

Dessa forma, julgamos relevante dar publicidade ao caso em comento, dado o seu aspecto de elevada relevância social – a *transparência do mercado de capitais* e o repúdio às práticas de manipulação de mercado e do *insider trading*, mercado, esse, que, de novo, figura como um dos responsáveis em propiciar o desenvolvimento social e econômico da Nação.

3. A função do dever de informar no mercado de capitais

O acórdão objeto destes breves comentários, reformando o entendimento do Juiz de primeira instância, que havia entendido ser a conduta do Banco apelado passível, em tese, de gerar uma sanção administrativa, e não uma obrigação de indenizar pelos prejuízos causados aos apelantes, julgou bem e corretamente a questão, dado que “o melhor esquema repressivo, porém,

destinado a compelir remissos e infratores ao cumprimento dos preceitos disciplinadores das atividades de mercado, reside no campo da sanção civil. Com efeito, 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 resultem prejuízos a interesses privados” (Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais e Insider Trading*, p. 106).

Além disso, o julgado encontra-se consoante dispositivos da Lei 6.385/1976, onde é encontrado o objetivo de, utilizando-se dos ensinamentos do professor Fábio Konder Comparato (“A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações”, *RDM* 49/56), “assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido (art. 4º, VI)”. Coerente, ainda, com dispositivos da Lei 6.404/1976, outro grande instrumento de reformulação do mercado de capitais, onde a “completa informação” passou a ser um dos pilares em que se assenta o sistema normativo das companhias (cf. arts. 118, 157, § 4º, e 289, § 1º).

Nesse sentido conclui, no artigo já citado, o professor Fábio Konder Comparato:

“Como se percebe, o dever de informação completa das companhias abertas ao público investidor não é, em nosso país, uma regra menor do sistema de regulação do mercado de capitais, mas princípio fundamental. Nessa qualidade, ele enforma o conjunto normativo constituído pelas Leis 6.385 e 6.404/1976, a ele devendo se subordinar todas as regras operacionais das companhias abertas. É à luz desse princípio que devem ser analisadas e compreendidas duas das práticas mais viciosas do mercado de capitais, ou seja, o *insider trading* e a manipulação de mercado”.

Esse princípio (*disclosure*) implica o respeito a duas regras básicas: a trans-

parência das informações publicadas e a igualdade de acesso de todos os investidores a essas informações.

Transparentes são as informações oriundas de um agente do mercado de capitais (onde se inclui o apelado, por ser o líder de emissão das debêntures) sobre valores mobiliários que tenciona lançar, distribuir ou adquirir toda vez que tais informes se revestem de suficiente clareza e não omitem qualquer fato relevante.

Relevantes são as informações suscetíveis de influir sobre a cotação dos papéis no mercado ou mesmo na tomada de decisões da (in)viabilidade de investimento naqueles papéis.

Ao lado dessa obrigação de informar, fez-se necessário regular a proibição de, enquanto não divulgadas as informações e para conceder equidade no mercado de capitais, terceiras pessoas delas se utilizarem nesse mercado. Assim, a repressão ao *insider trading* configura corolário natural da adoção do princípio da *disclosure* na regulação do mercado de valores.

As Instruções Normativas CVM-8/1979 e 31/1984 (vigentes à época dos fatos analisados no acórdão e hoje já revogadas e substituídas pela de n. 351) regulam esses dispositivos e princípios das leis mencionadas, vedando “aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários” a utilização do que denominou “condições artificiais de demanda”, “manipulação de preços”, “operação fraudulenta” e “prática não-equitativa”, tudo relacionado com o mercado de valores mobiliários.

Diz ainda referida legislação que “operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários é aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”, e que

“prática não-equitativa no mercado de valores mobiliários é aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

A justificativa da legislação acaba por desencadear a discussão já enfrentada, no sentido de que a idéia sempre presente na legislação do mercado de capitais é a de que a informação constitui o pressuposto básico a permitir que os investidores, de posse da mesma, possam aquilatar os verdadeiros valores dos títulos distribuídos e negociados e realizar, em um regime de paridade, suas aplicações. Não sendo eles portadores da informação real, podem ser induzidos a erro, quer por omissão das mesmas, quer por prática não-equitativa.

Essas regras, conforme explicitado pelo acórdão, foram desrespeitadas pelo Banco apelado. Ele, inquestionavelmente, enquanto coordenador da emissão e líder de distribuição das debêntures emitidas, infringiu o dever legal de fornecer uma completa divulgação de fatos por ocasião do registro da emissão. Ao sonegar no prospecto e nos demais documentos que instruem o pedido de registro a informação de que era credor do Grupo emissor e ao confirmar a declaração da emissora de que não há relacionamento comercial relevante com os coordenadores, o Banco apelado faltou com a verdade. Da mesma forma, ilícita a conduta do referido Banco quando afirma e afiança que os recursos decorrentes da colocação dessas debêntures seriam utilizados para dar suporte ao plano de crescimento da emissora, ocultando a verdadeira destinação de parcela significativa – qual seja, saldar os créditos que ele, Banco apelado, detinha contra a emitente dos títulos.

Para a obtenção de uma transparência no mercado de capitais, para sua evolução como o grande financiador da atividade

produtiva, a lei impõe – repita-se – uma obrigação de divulgar informações relevantes, justamente para informar os potenciais investidores na realização dos seus negócios, para permitir que os investidores tomem, ao menos conscientemente, as suas decisões de investimento.

Dessa forma, para a procedência do pedido dos fundos de pensão, que amarguraram prejuízo na decisão de investimento de aquisição das referidas debêntures, não é necessário avaliar a existência de eventual benefício do Banco apelado (já que esse foi um dos argumentos de defesa), mas apenas a existência da prática de um ato ilícito (omissão de informações), que coloca em risco toda a estrutura normativa criada para permitir o desenvolvimento do mercado de capitais – repise-se, de interesse público e tutelado em nível constitucional. Dessa forma, não há, na ação em discussão, que se provar desvio do produto da venda das debêntures, mas a omissão de informações verdadeiras.

Não poderia o Banco apelado omitir informações relevantes e que deveriam ter sido disponibilizadas aos investidores para uma transparência do mercado de valores mobiliários. Não poderia ele omitir a existência de relacionamento comercial relevante entre ele e a emissora. Da mesma forma, não poderia omitir ou, pior ainda, informar que a destinação das receitas das debêntures se daria à modernização das empresas, ao invés de informar, veridicamente, que parcela substancial dessa receita seria destinada ao pagamento dos seus créditos.

Além disso, a demonstrar a correção do acórdão em comento e o equívoco da sentença de primeira instância, é importante ressaltar que, de fato, o líder de distribuição não é um garantidor das debêntures, mas sim um garantidor de que as informações prestadas ao mercado são verdadeiras e completas ou, pelo menos, que as informações que detêm o líder de distribuição não foram omitidas, tudo com vistas a permitir uma tomada de decisão

consciente dos investidores no mercado de capitais.

Não poderiam os apelantes investidores pleitear a indenização sob o argumento de que o apelado é garantidor do retorno dos investimentos em debêntures. Não é esse o entendimento do acórdão, nem é essa a causa de pedir. O Banco apelado, como líder de distribuição das debêntures, assumiu uma série de obrigações previstas na legislação citada visando a assegurar transparência nesse mercado. Não tendo ele bem cumprido essas obrigações, causando prejuízos a terceiros (compradores das debêntures, portadores de informações inverídicas), que foram levados a investimentos em razão da falta de transparência, fica evidente a obrigação do apelado de indenizar – repita-se – não como garantidor do retorno do investimento nas debêntures, mas sim como infringente da legislação de mercado de capitais.

Nos autos apura-se, ainda, parecer do professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães, de onde se extrai: “É dentro desse contexto de disseminação de informações fidedignas ao público investidor que se insere o processo de registro da emissão primária de valores mobiliários na CVM. Nos termos da legislação em vigor, nenhuma emissão pública de valores mobiliários pode ser distribuída no mercado sem prévio registro na CVM (Lei 6.385/1976, art. 19, *caput*; Lei 6.404/1976, art. 4º, parágrafo único) e por instituições previamente autorizadas para o exercício dessa atividade (Lei 6.385, art. 16, I), devendo o pedido de registro ser acompanhado dos prospectos e outros documentos, providos das informações que a Comissão ‘julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor’ (Lei 6.385/1976, art. 19, §§ 6º e 7º). Como foi destacado na Exposição de Motivos da Lei 6.385 (item 19, *in fine*), as normas que impõem a necessidade do registro de emissão pública na CVM são de nítido caráter instrumental, já que têm por escopo obrigar, através do registro, a ampla divulgação de informações ao público,

a fim de que todos possam tomar decisões criteriosas a respeito dos seus investimentos e assumir, conscientemente, os riscos que deles decorrem. Presume-se, portanto, que, adequadamente informados a respeito dos fatos relevantes que instruem a emissão dos títulos, os investidores estarão convenientemente protegidos”.

No caso em discussão, o Banco apelado deixou de cumprir com a obrigação legal de informar, omitindo informações relevantes, e, justamente em razão da omissão, ficaram os investidores desprovidos das informações relevantes para, conscientemente, avaliar os riscos dos investimentos que lhes estavam sendo ofertados.

Daí, conclui o parecer:

- “O Banco (...), enquanto coordenador da emissão e líder de distribuição das debêntures, infringiu o dever legal de fornecer uma completa divulgação dos fatos (*full disclosure*) (...) o Banco (...) faltou com a verdade”;

- “Da mesma forma, ao afiançar que os recursos decorrentes da colocação dessas debêntures seriam utilizados para dar suporte ao plano de crescimento da empresa, (...), ocultando a verdadeira destinação de parcela significativa, apartada para saldar os volumosos créditos que detinha contra a controladora, igualmente falseou as informações que deveriam constar do protocolo e dos demais documentos de divulgação ao mercado”;

- “Mesmo o ocultamento do Protocolo de Intenções, firmado durante o prazo de distribuição, foi um flagrante descumprimento dos deveres legais de veiculação de informações relevantes por parte da distribuidora líder numa emissão pública de papéis”;

- “Na realidade, ao ocultar a sua posição de credor de vultosas importâncias da companhia emissora, em todos os docu-

mentos referidos, o Banco (...) descumpriu as normas a que, por força de sua atividade profissional especializada, deveria obedecer, cometendo desenganadamente ato ilícito doloso, ao procurar obter vantagem patrimonial indevida dessa omissão”;

• “Ao omitir a sua posição de credor do Grupo emissor, e pactuar às escondidas um acordo-de-gaveta com a emissora devedora, passando a subscrever as debêntures cotadas artificialmente por força da ignorância em que foi mantido o público investidor a respeito desses fatos, o Banco (...) indistintamente realizou uma operação fraudulenta no mercado”;

• Também se observa no comportamento do Banco (...) a prática de outro ilícito de mercado, (...) qual seja, a criação de condições artificiais de oferta e preço de valores mobiliários, em decorrência de negociações por ele promovidas, ou realizadas, na condição de intermediário responsável pela colocação das debêntures”;

• “O não cumprimento desse dever legal pelas pessoas identificadas pode acarretar não só a aplicação de penalidades administrativas, como também a sanção civil, visto que a infração da norma em apreço lesa o direito subjetivo dos investidores à divulgação de informações adequadas, impondo-se a reparação (CC art. 159)”.

Um dos fatos relevantes que deve ser divulgado com veracidade – e isso parece bastante lógico – é a destinação dos recursos auferidos com a emissão dos valores mobiliários (Instrução Normativa 31, Anexo I, item 11), uma vez que esta possibilitará melhor análise, por parte dos investidores, do risco dos investimentos que lhes estão sendo oferecidos.

Soubessem os apelantes que o apelado era um dos credores da emissora das debêntures e – o que é pior – que parte subs-

tancial das receitas delas derivadas seria destinada ao adimplemento daquele crédito (e não à modernização da companhia), a decisão de investimento seria outra.

Ressalte-se, por fim, o escorrito entendimento constante no acórdão no sentido de que é irrelevante o êxito, ou não, da empreitada do Banco apelado, ou seja, se ele conseguiu amortizar seus créditos com as receitas das debêntures.

Relevante é a omissão de informações, fazendo com que investidores comprassem valores mobiliários que não comprariam, tivessem sido adequadamente informados dos fatos relacionados ao objeto da compra.

A conduta do apelado, tamanha sua nocividade, com efeitos deletérios em instrumentos que implicam o desenvolvimento econômico e social do país, fez com que o legislador de 2001, por meio das alterações da Lei 6.385/1976, optasse, ao lado das sanções civis e administrativas, por tipificá-la como crime. Sobre essa opção manifestamo-nos na obra já citada, nos seguintes termos:

“Neste passo, em virtude de toda a argumentação expendida, bem como pelo fato de que a mera aplicação de sanções administrativas, decorridos 25 anos da data de publicação das Leis 6.385/1976 e 6.404/1976, demonstrou-se incapaz de inibir as condutas infratoras das regras de funcionamento do mercado de capitais, não parece temerário afirmar, lembrando o Min. Nelson Hungria, que ao mal maior de tais delitos urge opor o mal menor das penalidades instituídas pela Lei 10.303/2001.

“(…)”.

“A par disso, cabe ponderar que a maioria dos indivíduos comporta-se de acordo com os padrões sociais pelo receio da má reputação, e quanto aos delitos, em sua maioria, não são cometidos pelo temor da sanção. Destarte, acarretando para o potencial criminoso do ‘colarinho branco’ a reprovação social, porque estigmatizante,

a sanção penal, esta, sim, por ele temida, forçosamente o desestimula a concretizar os seus intentos gananciosos.

“(…)”.

“De qualquer sorte, a criminalização do uso indevido de informação privilegiada consiste, inegavelmente, num passo importante dado pela nossa legislação, que, uma vez aperfeiçoada, até pela ação jurisprudencial, encontrará a fórmula acertada para garantir a eficiência e o desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

“A criminalização do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais, ao lado de outros tipos penais ora previstos na LVM, de fato, vem a coroar a evolução do arcabouço legal brasileiro no sentido de reprimir a prática do *insider trading*.”

A análise dos autos permite ainda aferir que a mesma conduta já foi objeto de análise em processo administrativo na CVM, que, da mesma forma, entendeu configurar ilícito administrativo a conduta do Banco apelado. Dessa decisão extrai-se:

“38. A meu ver, a divulgação do Protocolo de Intenções era imprescindível, independentemente de ele ter sido executado em sua plenitude, ou não. A percepção de risco dos investidores ficou distorcida no caso concreto porque quem foi contratado como intermediário havia negociado um Protocolo de Intenções que lhe garantiria o direito de se pagar (pagar-se dos créditos que tinha contra o emissor) com os recursos captados. A percepção dos potenciais investidores, fosse ela qual fosse, era necessariamente desigual à do intermediário. Para este, a mensuração do risco não estava atrelada apenas às informações que constavam do prospecto, mas também à promessa de repasse de parte da captação.

“39. Embora contratado pela companhia, os deveres de fidúcia da instituição intermediária têm como destinatários os potenciais investidores, que foram iludidos

com a ocultação do Protocolo de Intenções porque o intermediário, neste caso, colocou seu interesse comercial à frente dos interesses dos investidores, que, como *underwriter*, deveria ter protegido.

“(…)”.

“48. Como consequência do que foi dito acima, entendo configuradas as apontadas infrações ao art. 14 da Instrução 13/1980, pois as informações fornecidas durante a distribuição omitiam, realmente, informações relevantes para os investidores. As informações relativas ao Protocolo de Intenções deveriam ter sido divulgadas, mesmo para esclarecer o quanto nele se dispôs como suposta vigência efêmera, como diz a defesa.

“49. Pelas mesmas razões, também não é admissível que se tivesse ocultado a existência de relações comerciais entre o Banco (...) (e as sociedades a ele ligadas) e as empresas (controladoras e controladas) do Grupo (...). Neste ponto, note-se que constou do prospecto, sob o título ‘Relacionamento da Empresa com os Líderes da Distribuição’, que ‘não há relacionamento comercial relevante com (...)’.

“(…)”.

“53. A omissão dessa informação seria uma falta em qualquer emissão pública, mas, no caso concreto, ela é uma falta muito grave, porque a emissora atravessava dificuldades financeiras e estava fazendo a captação como parte de um projeto de reestruturação. Além disso, como disse antes, nada impedia que o Banco (...) compensasse os recursos captados com seus créditos preexistentes, desde que essa informação estivesse divulgada no prospecto. Entendo, dessa forma, configurada a violação ao art. 35, I, da Instrução n. 13/1980.”

4. Conclusão

Temos para nós que agiu corretamente a 2ª Câmara de Direito Privado do TJSP

ao entender procedente o pedido de indenização dos investidores nas debêntures em discussão.

A omissão do Banco apelado em prestar informações relevantes configurou uma flagrante manipulação do mercado mobiliário, pois, sob as vestes de coordenador da colocação das debêntures, ele buscava angariar recursos que seriam, ao final, se não desviados em benefício próprio, utilizados como forma de pressionar a emissora a realizar diversos tipos de acertos que o beneficiariam.

Os fatos revistos, norteadores da decisão, evidenciam a ilegal manipulação do mercado de valores mobiliários pelo Banco apelado, já que ocultou informações relevantes, ferindo o princípio jurídico da *full disclosure* e criando condições artificiais de oferta e de preço e de operação fraudulenta, havendo, ainda, a prática ilícita de aproveitamento privilegiado de informações. Tratou-se de uma armadilha cruel para os investidores no mercado de capitais, e seu direito à indenização pelos prejuízos sofridos parece-nos irretocável.

Pareceres

CONFLITO DE INTERESSES ENTRE O ADMINISTRADOR E A COMPANHIA – INEXISTÊNCIA DE IMPEDIMENTO DE VOTAR EM DELIBERAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA CONTROLADA, DO QUAL É MEMBRO, QUE APROVA CONCESSÃO DE MÚTUO À CONTROLADORA, DA QUAL É CHEFE DO DEPARTAMENTO JURÍDICO

CARLOS AUGUSTO DA SILVEIRA LOBO

RAFAEL DE MOURA RANGEL NEY

1. Conceito de "conflito de interesses". 2. O art. 156 da Lei das S/A. 3. O art. 156 e o advogado interno da empresa. 4. Conflitos de interesses entre companhias integrantes de um grupo de sociedades. 5. Conclusões.

CONSULTA

Um ilustre Advogado consulta-nos sobre o abaixo exposto:

1. O Consulente, advogado inscrito na OAB, no exercício do cargo de Consultor-Geral Jurídico da Cia. "A", provê diretamente aconselhamento jurídico aos órgãos da administração da companhia e chefia os demais advogados lotados no seu Departamento Jurídico e nos demais setores jurídicos das sociedades por ela controladas. O cargo de Consultor-Geral Jurídico não é cargo da administração da Cia. "A", no sentido do Capítulo XII da Lei 6.404/1976.

2. A Cia. "A" é a sociedade dominante de um grupo de fato de sociedades, dentre as quais figurava a Cia. "B", uma companhia aberta, na época em que se realizaram a deliberação e a operação objeto desta consulta. A Cia. "B", por

sua vez, controlava outras sociedades, formando um subgrupo de fato. Posteriormente, a Cia. "B" veio a ser incorporada à Cia. "A", estando, portanto, hoje, extinta.

3. O Consulente, sem prejuízo de exercer o cargo de Consultor-Geral Jurídico da Cia. "A", foi eleito pela sociedade controladora, a Cia. "A", para integrar, como membro efetivo, o Conselho de Administração da Cia. "B", tendo tomado posse e exercido regularmente essa função.

4. Nessa qualidade participou da reunião do Conselho de Administração da Cia. "B" realizada em 18.8.2005 e votou na deliberação, aprovada por unanimidade, que autorizou a celebração de contratos de mútuo pelo prazo de 150 dias, nos quais a Cia "C" (uma subsidiária direta da Cia. "B") figurou como mutuante e a Cia "D" (uma subsidiária direta da Cia. "A") figurou como mutuária. O Consulente informa que os aludi-