

L. G. PAES DE BARROS LEÃES

MERCADO DE CAPITAIS
&
"INSIDER TRADING"



270,00

EDITORA 
REVISTA DOS TRIBUNAIS
SÃO PAULO — 1982

A POLÍCIA DO MERCADO DE CAPITAIS NOS EUA

SUMÁRIO: 1. A polícia do domínio econômico e social — 2. A *interstate commerce clause* e o poder federal de polícia, a condicionar e controlar a ordem econômica e social nacionais — 3. A regulação nacional do mercado de capitais e o poder federal de polícia — 4. A *Securities Act*, de 1933, e a *Securities Exchange Act*, de 1934. A disciplina federal de mercado de valores e a *interstate commerce* — 5. O problema constitucional: *realists* e *literalists*.

1. Mas voltemos ao direito norte-americano. O sistema nacional de regulação do mercado de capitais, nos EUA, foi instituído, em suas linhas gerais, na década de 30, por dois documentos básicos: o *Securities Act*, de 1933, e o *Securities Exchange Act*, de 1934, que refletem toda a problemática, de ordem política-legal, relativa à passagem da ideologia do *laissez-faire* para uma situação do controle e regulamentação por parte dos poderes públicos da atividade econômica e social³¹.

Em primeiro lugar, exemplifica bem o abandono do *dual federalism* em prol de um *cooperative federalism*, com o surgimento de um “poder de polícia federal” extremamente atuante no domínio econômico e social. O sistema federativo, posto em funcionamento pela Constituição de 1787, era, como vimos, dominado pela doutrina do chamado federalismo dualista, que exigia uma dicotomia completa entre os poderes estadual e federal. Na ordem econômica, tinha-se de traçar uma linha clara dividindo a área em que o Governo nacional podia operar daquela na qual os Estados-membros tinham jurisdição exclusiva. O funcionamento desse dualismo pode ser visto mais claramente nas decisões da Corte Suprema com respeito à regulamentação do comércio pelo Governo federal³². Como vimos, o art. I, seção 8, da Constituição americana, atribui ao Governo federal o poder de regulamentar o comércio externo interes-

31. Cf. André Tunc, “Le Contrôle Fédéral des Sociétés par Actions aux États-Unis”, *Rev. Trim. Dr. Comm.*, 1952, pp. 255 e 275 e 509 a 528.

32. Jane P. Clark, *The Rise of a New Federalism*, New York, Columbia University Press, 1938.

tadual, reservando, porém, aos Estados, o poder de regular o comércio intra-estadual. Segundo o conceito do federalismo dualista, Estado e União dispõem de áreas excludentes de competência. No caso *The Collector v. Day* (1870)³³ por exemplo, que ilustra bem esse posicionamento, acentuou o *Justice Nelson*: “O Governo Central e os Estados, embora existam ambos dentro dos mesmos limites territoriais, são soberanias separadas e distintas, atuando destacada e independentemente uma das outras, dentro de suas respectivas esferas. O primeiro, no seu domínio apropriado, é supremo; mas os Estados, dentro dos seus poderes “reservados”, para usar da linguagem da Emenda X, são tão independentes do Governo federal quanto este o é, dentro de sua competência, dos Estados.” Segue-se, portanto, que, no que concerne à regulamentação do comércio, o Governo federal não pode invadir o campo do comércio local, reservado aos Estados-membros.

2. Dupla era, assim, a finalidade dessa *commerce clause* inserida na Carta constitucional: ao atribuir ao Congresso o poder de disciplinar o comércio interestadual, visava a *Philadelphia Convention* a remover eventuais obstruções ao livre exercício do comércio, impostas com base nas soberanias estaduais, dentro da federação americana, e erigir, por outro lado, limites constitucionais à ação do Governo Central, impedindo-o de baixar a regulamentação do comércio intra-estadual, reservada ao Governo local. Esses dois aspectos de *interstate commerce clause* podem ser vistos em diversos acórdãos da Suprema Corte, que fulminam, de um lado, leis estaduais protecionistas do comércio local, que, invocando o *state police power*, levantavam barreiras ao comércio nacional, e, de outro lado, leis federais que, objetivando intervir nos Estados, invocavam a competência do Congresso para legislar sobre o comércio interestadual.

Um bom caso para ilustrar o problema da competência do Congresso para legislar sobre o comércio nacional, nesse período de *laissez-faire* e de federalismo dualista, é o caso *Hammer v. Dagenhart*, vulgarizado como o *Child Labor Case*, uma das *causes célèbres* do Direito Constitucional americano³⁴. Exa-

33. *Collector v. Day*, 11 Wall. 113, 20 L. Ed. 122 (1871).

34. *Hammer v. Dagenhart*, 247 US 251, S. Ct. 529, 62 L. Ed. 1101 (1918), em que foi relator o *Justice Day*, e com voto dissidente de Holmes.

minou-se a constitucionalidade de uma lei do Congresso, que proibiu o transporte no comércio interestadual de mercadorias produzidas por fábricas que empregassem menores com idade inferior a 14 anos, ou que, empregando menores entre 14 e 16 anos de idade, exigissem deles mais do que 48 horas semanais. Na hipótese, tratava-se de uma fábrica de North Carolina, que empregava menores abaixo dessa idade. É óbvio, que o escopo do Congresso, ao aprovar essa lei, em 1916, era apoiar o movimento em favor da abolição do trabalho dos menores, sonegando o mercado nacional àqueles que empregassem crianças. Segundo decidiu a Corte Suprema, pela lei em tela o Congresso estava procurando, por via oblíqua, regular a maneira pela qual os estabelecimentos fabris se conduziam, e não na verdade o comércio interestadual. Ora, manter essa lei, asseverou o *Justice Day*, "significaria permitir uma invasão do poder federal no domínio de uma matéria puramente local" (*but would sanction an invasion by the federal power of the control of a matter purely local in its character*).

A necessidade, porém, da regulamentação nacional do sistema econômico levou o Judiciário norte-americano, na década de 30, a sufragar a tese do federalismo cooperativista, mediante uma reinterpretação da *commerce clause*. Com efeito, essa reformulação se iniciou com a famosa sentença *West Coast Hotel v. Parrish* (1937)³⁵, mas é no caso *N.L.R.B. v. Jones & Laughlin Steel Corp.* (1937)³⁶, em que se discutiu a validade de a National Labor Relations Act, de 1935, obrigar os empregadores a permitirem que seus empregados se organizassem em sindicatos, nos vários Estados, que essa reformulação se desenvolveu. Finalmente, no já citado caso *United States v. Darby* (1941), a *national view of commerce* veio de lograr a sua formulação definitiva. Nesse caso, à Corte Suprema foi submetida a *Fair Labor Standards Act*, aprovada pelo Congresso em 1938, que estabelecia o salário mínimo e fixava horas máximas de trabalho para os empregados dos fabricantes de mercadorias que fossem embarcadas no comércio interestadual. "O poder do Congresso sobre o comércio interestadual, declarou o Juiz Stone no acórdão em tela, não se restringe à regu-

35. *West Coast Hotel v. Parrish*, 300 US 379, 57 S. Ct. 578, 81 L. Ed. 703 (1937), relator *Justice Hughes*.

36. *National Labor Relation Board v. Jones & Laughlin Steel Corp.*, 301 US 1, 57 S. Ct. 615, 81 L. Ed. 893 (1937).

lamentação do comércio entre os Estados. Estende-se às atividades intra-estaduais que afetam o comércio interestadual". Abandonando velha querela entre efeitos diretos e indiretos na economia nacional, a nova construção jurisprudencial consagrou a idéia de que, sempre que uma atividade tenha efeito substancial na economia nacional, poderá ser objeto de disciplina pelo Governo federal, como expressamente se adverte no *Wichard v. Filburn* (1942). *It may still, whatever its nature, be reached by Congress if it exerts a substantial economic effect on interstate commerce, this irrespective of whether such effect is what might at some earlier time have been defined as "direct" or "indirect"*³⁷. Ora, a partir dessa nova colocação da cláusula constitucional em exame, começou a estruturar-se um "poder de polícia federal", a se sobrepor aos poderes de polícia dos Estados, e a condicionar e controlar a ordem econômica e social nacionais.

3. O sistema nacional de regulação do mercado de capitais foi instituído justamente nessa época, refletindo, portanto, essa problemática, buscando apoio na *interstate commerce clause*. Pois o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 não surgiram propriamente *ex novo*: leis estaduais, já há algumas décadas, preparavam o caminho para essa disciplina, em termos nacionais, do mercado de capitais. São as *blue sky laws*, assim chamadas porque visavam proteger os investidores contra lançadores inescrupulosos, para quem nem o céu azul era limite para as suas aventuras no mercado de valores. A primeira "lei do céu azul" foi promulgada em Kansas, em 1911. Nos dois anos subsequentes, dezoito outros Estados adotaram leis semelhantes, em rápida sucessão. Entre 1914 e 1916, porém, submetidas à apreciação judicial, vários desses diplomas não lograram passar pelos testes de constitucionalidade³⁸. Em Michigan, na Virgínia Ocidental e em Iowa, as cortes declararam inconstitucionais as leis de seus Estados. A pendência foi solvida, finalmente, em 1917, nos chamados *Blue Sky Cases* (a saber, *Hall v. Geiger-Jones Co.*, *Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co.* e *Merrick v. N.W.*

37. *Wickard v. Filburn*, 317 US 111, 63 S. Ct. 82, 87 L. Ed. 122 (1942).

38. Apenas episodicamente tratamos das "leis do céu azul". Para maior investigação, ver *Loss & Cowett, Blue Sky Law*, Boston, 1958.

Halsey & Co.)³⁹, quando a Suprema Corte considerou as leis do céu azul dos vários Estados como o exercício natural do poder de polícia estadual, enfatizando-lhes destarte a constitucionalidade. Os pronunciamentos da Corte Suprema estimularam a ampla adoção, pelos Estados, de leis disciplinadoras do mercado de títulos dentro de suas fronteiras. Na altura de 1919, trinta e dois Estados dispunham de *blue sky laws*, e, em 1933, quando surgiu o primeiro diploma federal, quarenta e sete Estados e o Havá, com a única exceção de Nevada, já contavam com legislações semelhantes.

Ao sustentar a constitucionalidade da legislação estadual, a Corte Suprema impôs limites ao seu alcance⁴⁰. Limitadas às fronteiras estaduais, as leis do céu azul não atingiriam as operações de títulos e valores (*securities*) realizadas em seu território, através do correio e de outros instrumentos do comércio inter-estadual que, por disposição constitucional, era da competência do Governo central. Se bem que essa colocação do problema será temperada por decisões posteriores — a começar por um dos citados *Blue Sky Cases* (o caso *Merrick*), julgado pela Suprema Corte em 1917, e a culminar com o caso *Travelers Health Assn. v. Commonwealth of Virginia State Corporation Commission*, julgado pela Suprema Corte em 1959, com quatro manifestações diferentes, mas uníssonas no sentido de que “não é inconstitucional aplicar a *blue sky law* de um Estado em uma venda de títulos efetuada em seu território por pessoa residente e domiciliada em outro Estado” — se bem que essa colocação, repita-se, tenha-se alterado, evidenciava-se a inadequação de uma legislação estadual a disciplinar um segmento da economia que mais e mais adquiria dimensões nacionais⁴¹. Um estudo submetido pelo Departamento do Comércio às comissões do Congresso em 1933 concluía, advertindo que “o modo mais eficaz de burlar as leis estaduais do céu azul ainda é o de organizar os negócios em um Estado,

39. *Hall v. Geifer-Jones Co.*, 242 US 539, 61 L. Ed. 480, 37 S. CT. 217 (1917); *Caldwell v. Sioux Falls Stock Yards Co.*, 242 US 559 (1917); *Merrick v. N. W. Malsey & Co.*, 242 US 568 (1917). A propósito, ver Loss & Cowett, *Blue Sky Law* (1958), pp. 13-17.

40. Edward T. McCormick, *Understanding the Securities Act and the S. E. C.*, Mineola, 1958, p. 68.

41. *Travelers Health Association v. Commonwealth of Virginia State Corporation Commission*, 339 US 643 (1950) citado e discutido em “Reaching the Out-of-State Mail Order Insurer”, 64 *Harv. L. Rev.* (1951), 482-490.

estabelecendo base em um outro qualquer, do qual, por meio de telefone, telégrafo ou correio, operar-se-á como investidores em outros Estados”. A crise de 1929 e o período da grande depressão, que se exteriorizaram justamente no craque do mercado de títulos (o *Black Friday* é a imagem simbólica da crise), acelerariam a intervenção do Governo central nesse domínio específico da economia nacional⁴².

Com efeito, discussões a respeito da necessidade de uma disciplina das sociedades engajadas no comércio interestadual remontam ao último quartel do século XIX. Essas discussões se acaloraram principalmente na década 1904-1914, culminando com o *Federal Trade Commission Act* e a legislação anti-monopolística (*Clayton Act*). Postulava-se um sistema de autorização federal para a constituição (*incorporation*) de empresas interestaduais, e, como primeiro passo nesse sentido, criou o Congresso em 1903 o Birô de Sociedades Anônimas no *Department of Commerce and Labor*, que, em 1914, seria incorporado ao *Federal Trade Commission*, com poderes para fiscalizar empresas que operassem no comércio nacional⁴³. Mas a primeira intervenção federal permanente no mercado de títulos se concretizará por uma emenda (§ 20 a), aprovada pelo Congresso em 1920, ao *Interstate Commerce Act*, que considerou ilegal toda emissão de títulos e valores por parte de companhias ferroviárias, sem prévia autorização do *Interstate Commerce Commission*. Tal dispositivo é reputado o primeiro documento federal de regulação do mercado, se bem que em campo específico⁴⁴. O movimento em prol da disciplina federal do mercado de ações, assim como de outros mercados nacionais, ativar-se-á após o craque da Bolsa, em outubro de 1929. Durante o governo de Herbert Hoover (1928-1932) e os primeiros anos do governo do Presidente Roosevelt, as discussões mostraram a premente necessidade de disciplinar, em termos nacionais, o mercado acionário. Um dos primeiros atos, aliás, do Presidente Roosevelt foi o de enviar, em 3.3.1933, uma mensagem ao Congresso, encarecendo urgência na promul-

42. Sobre esse período, ver John Kenneth Galbraith, *O Colapso da Bolsa, 1929*, trad. bras. ed. 1972; sobre os efeitos legais, v. Alexander H. Pekelis, *Law and Social Action*, New York, 1950, pp. 91 e ss.

43. V. Harlan M. Blake & Robert Pitofsky, *Antitrust Law*, Mineola, 1967, capítulos iniciais.

44. Louis Loss, *Securities Regulation*, Boston, 2.^a ed., vol. I, p. 30.

gação de uma lei regulamentadora do mercado de valores. Em 1933, foram sancionadas a *Securities Act* e a *Banking Act*, e, em 1934, a *Securities Exchange Act*.⁴⁵

4. Ora, essas leis federais, como já dissemos, buscaram apoio na *interstate commerce clause*, que atribui ao Congresso competência para legislar sobre o comércio interestadual. Assim, a *Securities Act*, de 1933, se destinava a disciplinar a emissão de "títulos vendidos no comércio interestadual e internacional por via do correio"⁴⁶ e a *Securities Exchange Act*, de 1934, a "disciplinar as bolsas de valores e os mercados de balcão, operando no comércio interestadual e internacional, por via do correio"⁴⁷. Nessa ordem de idéias, depois de definir o comércio interestadual de títulos como "aquele que se realiza entre Estados por meio de qualquer meio de transporte ou comunicação" (v. *Section 2*, (7), a Lei de Títulos de 1933 excluiu do seu alcance a emissão de títulos a serem colocados no mercado local (Seção 3 (a) (11), e desenvolveu todo o texto legal em torno do conceito do *interstate commerce in securities*. No mesmo sentido orientou-se a lei de 1934, destinada a disciplinar as negociações com valores através das bolsas e dos mercados de balcão *by means of the mails and instrumentalities of interstate commerce* (Seção 2) (1).

5. Buscar apoio para a disciplina federal do mercado de valores em arrimo tão precário surpreende, por certo, quem não esteja afeito ao Direito Constitucional norte-americano. Surpreendeu, inclusive, os próprios norte-americanos, desencadeando-se, na ocasião, acaloradas discussões entre os *literalists* e os *realists* (como eram chamados os intérpretes da Constituição, segundo a filosofia que adotavam na exegese textual). Entre os primeiros, destacou-se a figura de Nathan Isaacs, professor de Harvard, que, em artigo famoso, procurou fulminar a novel legislação. "A Constituição (advertia ele) é um livro

45. Edward S. Corwin, *The President. Office and Powers*, 3.^a ed., 1949, pp. 330 e ss., em que relata a atuação de Roosevelt.

46. ... "to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof..."

47. "...To provide for the regulation of securities exchanges and of over-the-counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails..."

fechado. O Congresso dispõe de poderes enumerados e não mais. O próprio fato de que até então jamais reivindicara poderes para regular a emissão e a venda de títulos representa já obstáculo sério a quem queira hoje sustentar a existência dessa faculdade, só removível se for possível identificar, se não de maneira expressa, referência implícita nas entrelinhas da Carta Magna. A boa finalidade da legislação é irrelevante no caso. Também o é a ineficácia das leis estaduais sobre a matéria. Esses são argumentos que devem ser suscitados a quem tenha o poder de emanar a Constituição. Nem pode o Congresso fazer indiretamente o que diretamente lhe é negado. É verdade que, ocasionalmente, a Suprema Corte permite tangenciar, mas para logo reencontrar a verdadeira via. Nem o poder de tributar, nem o poder de disciplinar o comércio interestadual, nem o poder de cunhar moeda, pode ser usado como pretexto para cumprir finalidades que não foram atribuídas ao Congresso. Estribar-se no poder conferido ao Congresso para regulamentar o serviço postal a fim de sujeitar os usuários do correio a um corpo de normas é um *reductio ad absurdum*. No fundo, é um modo indireto de controlar a conduta do que não está diretamente ligado ao uso do serviço postal. Inscrever a emissão de títulos e valores, de empresas constituídas segundo leis estaduais, entre as matérias sujeitas ao comércio interestadual, tão-somente porque pressupõe a possibilidade de utilização dos meios de comunicação interestadual ou de remessa de documentos entre Estados, é esticar a corda até romper (*is blowing the bubble until it bursts*). A sociedade por ações é, e sempre o foi em nosso País, objeto de disciplina por parte das legislações estaduais. Legislar sobre a emissão e a negociação dos títulos emitidos por essas entidades significa uma interferência indevida do Congresso na soberania dos Estados-membros"⁴⁸.

Aos realistas, essa interpretação literal era ahistórica em dois sentidos: primeiro, porque predominam na Carta Básica normas programáticas, exprimindo definições, proposições, recomendações e critérios de doutrina, as quais devem ser interpretadas sem a rigidez de hermenêutica das normas de direito comum, *pois assim foram concebidas*; segundo, porque as expressões constantes do texto original nem sempre conservam

48. Nathan Isaacs, "The Securities Act and the Constitution", 43 *Yale L. J.* 220 (1933).

a mesma conotação que tinham no século XVIII. A Constituição de 1789 é uma Constituição *rígida*, insuscetível de fáceis emendas, mas suficientemente dútil para permitir uma dinâmica adaptação de seus preceitos à cambiante realidade social, através da lenta sedimentação das decisões judiciais⁴⁹. Nisso aliás consiste o segredo da longevidade das instituições americanas, velhas de mais dois séculos, e atualizadas pela jurisprudência construtiva da Corte Suprema na revelação de formas insuspeitas à leitura dos textos e que, no dizer de Castro Nunes, "formam a Constituição não escrita, à margem do instrumento constitucional"⁵⁰. Tão logo se evidenciou o fato de que os negócios, na América, realizavam-se predominantemente além das fronteiras locais, mostrou-se um elemento essencial, e não fortuito, a "escala nacional" para a configuração do mercado de títulos e valores (assim como de outros mercados), exigindo-se, destarte, maior latitude na *interstate commerce clause*.

4

O "DISCLOSURE" COMO INSTRUMENTO DA POLÍCIA ADMINISTRATIVA

SUMÁRIO: 1. Coexistência de leis estaduais e lei federal policiadoras do mercado — 2. Classificação das leis estaduais sobre títulos e valores. As *blue sky laws* — 3. A legislação federal sobre *securities* — 4. A adoção do princípio do *full and fair disclosure* — 5. O registro prévio dos instrumentos e dos agentes do mercado — 6. O processo de *disclosure* no mercado primário. A Lei de Títulos de 1933 — 7. O processo de *disclosure* no mercado secundário. A Lei de Bolsas de 1934. O sistema de *disclosure* permanente — 8. A extensão do sistema de *disclosure* à regulação dos corretores negociantes, analistas de investimentos, *corporate insiders* e demais participantes do mercado — 9. O processo de informações nas solicitações de procurações para o exercício do voto — 10. A criação de um sistema central de comunicação. As *Securities Acts Amendments*, de 1975 — 11. Conclusões.

1. A referência a essa problemática, peculiar ao Direito Constitucional norte-americano, é indispensável para a exata compreensão da filosofia que informa essa legislação.

49. Pontes de Miranda, *Comentários à Constituição de 1946*, 2.^a ed., 1953, 1.^o vol., onde explica o conceito de constituição "rígida".

50. Castro Nunes, RDA 21/134.

Com efeito, a legislação em tela, fruto do exercício desse emergente *federal police power* (que, por sua vez, resulta da reconstrução jurisprudencial da cláusula constitucional do comércio), reflete esses vários problemas. Agindo, em princípio, sobre o comércio interestadual, essa legislação implica numa coexistência simultânea com leis estaduais sobre títulos e valores. Por consequência, coexistindo com leis estaduais policiadoras do mercado local, a legislação federal prevê mecanismos que preservam os instrumentos de polícia das leis locais⁵¹. Ademais, subministrando também instrumentos de polícia administrativa, a legislação federal em apreço, à semelhança das leis estaduais de *securities*, impõe a esse segmento da atividade privada um regime negativo de restrições e condicionamentos de índole idêntica.

2. As leis estaduais sobre títulos, à época dessa legislação federal, e ainda hoje, podem ser classificadas em três tipos: 1) as leis que exigem o registro ou o licenciamento de negociantes corretores (*broker-dealers*), analistas de investimento (*investment advisers*) e demais pessoas que atuam no mercado; 2) as leis que exigem o registro dos títulos; 3) as leis contra fraudes no mercado de capital⁵². Na grande maioria dos Estados, as leis eram e continuam sendo uma combinação dessas medidas. Praticamente todas as *blue sky state laws* (com exceção apenas de Wyoming) exigem o registro ou o licenciamento de pessoas que atuam no mercado. Paralelamente, quase a totalidade das leis estaduais, com exceção do Alasca, Delaware, Maryland, Nevada e New Jersey, exigem o registro prévio das emissões, para que os títulos possam ser negociados dentro do Estado⁵³.

51. V. Conflict of Laws: The Blue Sky Laws in Interstate Contracts, L. Loss, *Securities Regulation*, Boston, 2d., ed., vol. I, pp. 67 e ss.

52. Louis Loss, "Developments in Blue Sky Laws", 14 *Bus Law*, 1.161, 1.162 (1959); idem, *Securities Regulation*, Boston, 2.^a ed., vol. I, pp. 30 e ss., "Types of Blue Sky Laws".

53. Ademais, os registros exigidos por essas leis locais são de duas ordens: registros por notificação (*registration by filing notice of intention*) e registros por qualificação (*qualification or full type of registration*). No registro por notificação, restrito a certas classes de títulos e a certo tipo de empresa, a venda dos títulos independe da expedição de qualquer autorização da Administração; no registro por qualificação, a venda dos títulos depende da emissão dessa licença especial (cf. Richard Jennings & Harold Marsch, *Securities Regulation*, Mineola, 1972, pp. 579-581).

Por outro lado, consubstanciando as *blue sky laws* diplomas legais autorizativos do exercício do poder de polícia, existem em todas elas medidas de atuação repressivas contra as infrações no mercado: são as *antifraud provisions*. Quatro Estados — Delaware, Maryland, New Jersey, New York — se desviaram do tipo de leis que exigem registro e informações sobre os títulos colocados no mercado, preferindo optar apenas por *antifraud acts*, que se distinguem das leis do céu-azul comuns pelo fato de que os órgãos fiscalizadores não estão autorizados a regular previamente a venda das emissões, mas apenas a impedir as fraudes, agindo *a posteriori*. Um funcionário, geralmente o procurador-geral do Estado, está investido dos poderes para investigar qualquer emissão ou qualquer transação de títulos que pareça fraudulenta, solicitar medidas suspensivas preliminares (*injunctions*), e postular medidas processuais cabíveis. Trinta e nove leis estaduais, porém, contêm, ao lado do registro obrigatório, essas disposições contra fraudes (exce-tuam-se as leis de Califórnia, Idaho, Maine, Montana, New Hampshire, North Carolina e Wyoming) ⁵⁴.

3. Ora, quando, nos primeiros anos 30, o Congresso examinava a legislação sobre *securities*, viu-se perante um conflito de filosofias. De um lado, os que defendiam uma mera lei contra fraudes, tomando como paradigma a *New York's Martin Act*, de 1921, de exclusivo cunho repressivo; de outro lado, os que postulavam por uma atuação preventiva, suasória e de vigilância da Administração Pública, além das formas de atuação repressiva. Outros, ainda, reclamavam uma *disclosure law* do gênero da *English Companies Act*, de 1929, que ficaria a meio caminho das orientações acima citadas. Prevaleceu, como se sabe, essa última orientação: as *securities regulations* consagraram o sistema do *disclosure*, e seus defensores as proclamaram como uma antítese de um programa intervencionista na economia, posto que, segundo essa orientação, à Administração não caberia intervir no mercado, suprimindo e substituindo as forças que nele atuam, mas simplesmente supervisionar a informação necessária, cabendo aos agentes atuar livremente no mercado ⁵⁵.

54. R. Smith, *The Relation of Federal and State Securities Laws*, 4 *Law & Contem. Prob.* 241, 254-255 (1937).

55. Nesse sentido, foram lembradas as conclusões do relatório do *Lord Davey Committee*, que rejeitou uma política de regulamentação

4. Deve-se a Louis D. Brandeis, juiz da Suprema Corte a partir de 1916 (por indicação do Presidente Woodrow Wilson), as primeiras reivindicações em prol de um sistema de *full disclosure* na disciplina do mercado de valores. Em seu famoso livro *Other People's Money and How the Bankers Use It*, publicado em 1914, ele encarecera a necessidade da publicidade como um remédio aos problemas sociais e econômicos: "A luz do sol é o melhor desinfetante, e a luz elétrica, o mais eficiente policial". (*Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*) ⁵⁶. Na Suprema Corte, Brandeis foi ardoroso defensor do controle estatal mediante o sistema do *disclosure*, e, na redação da Lei de Títulos de 1933, grande foi a sua influência através da participação de seu amigo Frankfurter para a adoção desse sistema ⁵⁷. Acolhido pelo texto legal, esse mecanismo de controle continuou a ser objeto de críticas candentes. Dentre estas destaca-se a tecida por William O. Douglas, em artigo publicado logo em 1934. Após caracterizá-lo como uma peça legislativa própria do século dezanove, advertia Douglas, com sarcasmos, que "só isso explicaria a exagerada confiança no princípio da *verdade sobre títulos*, como se a verdade pudesse ser revelada a quem não tenha a menor condição para compreendê-la. A *coruscante luz da publicidade*, em que a lei se baseia, não é o suficiente, uma vez que, aquele que necessita de orientação para fazer os seus investimentos em papéis, receberá pouco ou nenhum conforto com balanços, prospectos e demais informações reveladas por força do registro de lançamento. Carecem inclusive de habilitação para assimilá-los ou julgá-los úteis. Na verdade, não podemos virar os ponteiros do relógio para trás. Devemos aperfeiçoar (advertia ele) os instrumentos de controle *direto* da economia, pois a legislação em tela é absolutamente oposta ao

do mercado de capitais quando da redação da lei inglesa de sociedade anônima, nos seguintes termos: "Seria uma tentativa de colocar nas costas do Estado o que é da responsabilidade dos cidadãos, dando ao investidor uma imagem irreal de segurança do mercado, que pode levar a abusos".

56. Essa frase aparece inserta no contexto de mensagem do Presidente Roosevelt, que encaminhou o projeto de lei.

57. "It was Mr. Frankfurter — surrogate for Justice Brandeis — in his visits to Albany and Hyde Park who argued, day in and day out, for this approach to business regulation", A. Tugwell, *The Progressive Orthodoxy of Franklin D. Roosevelt*, 64 *Ethics* 1, 16 (1953).

programa de controle visado pelo *New Deal* e ao sistema econômico dentro do qual vivemos”⁵⁸.

Prevaleceu, porém, na ampla legislação subsequente, disciplinadora do mercado, a filosofia do *disclosure*, objetivando a proteção do público investidor, sem uma intervenção “direta” do Governo (ou, como dizia o Presidente Roosevelt, em sua mensagem de 29.3.1933, *with the least possible interference to honest business*). Longe está, todavia, de representar essa legislação uma concessão à ideologia do Estado-*gendarme*, neutro, limitado a assegurar o livre jogo dos agentes econômicos. Pelo contrário, essa legislação é bem expressão das técnicas legais oriundas da economia dirigida. Numa economia concertada, o Estado intervém, não apenas como *elemento de atuação no processo econômico* (p. exemplo, cria uma sociedade de direito privado para, em regime de monopólio, realizar a pesquisa e lavra das jazidas de petróleo e outros hidrocarbonetos fluidos), mas também como *agente normativo*, impondo regras de conduta à vida econômica (p. exemplo, estabelece o controle do abastecimento ou o tabelamento de preços)⁵⁹. Ora, como “agente normativo”, o Estado reproduz no seu desenvolvimento histórico, a passagem do Estado liberal para o Estado intervencionista e social, ampliando o seu papel de neutro mantenedor da ordem pública para o de promotor da ordem econômica e social⁶⁰. Assim, a polícia administrativa do mercado de valores, ainda que exercida segundo o sistema de *full and fair disclosure*, não deixa, na verdade, de inscrever-se como mecanismo de economia dirigida. No entanto, como polícia administrativa, que é, não se preordena, como na prestação de serviços públicos industriais, a uma ação positiva do Poder Público, com o oferecimento de comodidades ou utilidades aos cidadãos, mas se orienta no sentido de prevenir danos sociais, mediante ordens para que a atividade privada *não se faça* sem a “revelação total e honesta de informações” ao mercado, sem a qual a conduta individual poderá comprometer o interesse coletivo.

58. William O. Douglas & George Bates, *The Federal Securities Act of 1933*, 43 *Yale L. J.* 171 (1933).

59. Harry Heller, “Disclosure Requirements under Federal Securities Regulation”, 16 *Bus. Law.*, 300-303 (1961).

60. Vincenzo Spagnuolo Vigorita, *Attività Economica Privata e Potere Amministrativo*, 1962, pp. 10 e ss.

5. Ora, para a fiscalização dessa “completa e idônea revelação” do caráter dos títulos oferecidos ou negociados no comércio interestadual, a legislação em apreço adota o mecanismo, já utilizado pela maioria das leis estaduais do céu azul, do *registro prévio* dos instrumentos e dos agentes do mercado. A Lei de Títulos, de 1933 dispõe sobre o registro junto à *Securities and Exchange Commission* das emissões primárias, e a Lei de Bolsas, de 1934, sobre o registro dos títulos negociados nas bolsas e no mercado de balcão, sem falar no licenciamento dos agentes financeiros que atuam nesse mercado. Trata-se de providência habitual, no exercício do poder de polícia, essa de a Administração realizar o *controle prévio* da compatibilização do uso do bem ou do exercício da atividade ao interesse coletivo, mediante registro ou licenciamento⁶¹.

A SEC, porém, não foi dotada de autoridade para aprovar ou desaprovar qualquer emissão ou negociação de títulos, nem julgar de sua solidez. Assim, o propósito do registro prévio é puramente instrumental, visando a promover o *disclosure* de fatos relevantes, que permita possam os investidores, de posse dessas informações, aquilatar do mérito dos títulos emitidos ou negociados, e realizar os seus investimentos. Por consequência, julgando satisfeitas as condições legais de revelação de informações, a SEC não pode negar o registro, nem impedir a emissão ou a negociação dos títulos. A intervenção do Estado, dentro do esquema legal em apreço, se limita a propiciar o acesso igual, para todos, a informações materialmente relevantes, que permita uma decisão criteriosa a respeito das inversões almeçadas. Sequer a Comissão se responsabiliza pela exatidão das informações prestadas, nas oportunidades determinadas na lei, se bem que seja obrigada a diligenciar-se para que o *disclosure* seja tão exato e verdadeiro quando possível, nas ofertas públicas de títulos, ou em suas negociações em bolsas de âmbito nacional. Nesse sentido, dispõe de poder para promover investigações, arrolar testemunhas, requerer a apresentação de livros, papéis e quaisquer documentos que considere necessários, exigir o requerimento de emendas, determinar a suspensão (*stop orders*) do registro em caso de declarações enganosas, inaccuradas ou incompletas, inclusive iniciar procedimentos cíveis e criminais.

61. Carlos L. Israels & George Duff, *When Corporations Go Public*, Chicago, 1962, pp. 15 e ss.

6. O *disclosure*, ou processo de fornecimento de informações, constitui, assim, o instrumento-chave para polícia do mercado de valores na América e a pedra central da legislação federal correspondente. Como sublinha Loss, "existe um tema iterativo nessa legislação, mais informações, sempre mais informações" (*there is the recurrent theme throughout these statutes of disclosure, again disclosure, and still more disclosure*)⁶². Nesse sentido, para compreendermos a estrutura da legislação do mercado, faz-se mister examinarmos o desenvolvimento e as tendências desse curioso método de controle social. Assim, o primeiro documento legal a instituir, na América, o sistema do *disclosure* na disciplina do mercado de capitais foi a Lei de Títulos, de 1933, que programou o processo de fornecimento de informações nas *emissões primárias de títulos*. A divulgação dessas informações é possibilitada, mercê das declarações contidas no pedido de registro de emissão (*registration statement*), que as empresas emissoras têm de submeter à SEC, onde são revelados todos os fatos relacionados, não só à oferta pública em si, como às próprias empresas emitentes. Ademais, exige a lei em tela o fornecimento de *prospectos* aos prováveis compradores, contendo as mesmas informações básicas constantes do pedido de registro. Essa obrigação da divulgação de informes cabe exclusivamente à empresa emissora (ou à entidade *underwriter*). Nesse sentido o Presidente Roosevelt, em sua mensagem ao Congresso de 29.3.1933, ressaltou que esse sistema introduz, a par da regra do *caveat emptor*, que impera nos contratos comutativos (e que impõe ao comprador o dever de acautelar-se quanto ao preço, pois a desproporção eventual pode não viciar negócio), a regra do *caveat venditor*, através da qual "ao vendedor cabe o ônus de revelar toda a verdade sobre a coisa vendida": *This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine "let the seller also beware". It puts the burden of telling the whole truth on the seller.*

7. A Lei de Bolsas de 1934 estendeu o princípio do *full and fair disclosure* aos títulos negociados no mercado secundário: a menos que esteja isento do registro, nenhum título poderá ser negociado em bolsas nacionais se não for previamente admitido à cotação (*listed securities*). Essa cotação se faz mediante

62. Louis Loss, *Securities Regulation*, Boston, 2.^a ed., 1961, vol. I, pp. 121 e ss.

a apresentação de requerimento dirigido à SEC e à bolsa respectiva, pela sociedade emitente, instruído de informações destinadas a esclarecer os inversores quanto aos principais aspectos do emissor. Trata-se de um *registration statement* similar àquela declaração exigida no caso de registro de emissão primária de títulos, mas que dela se diferencia por se sujeitar a uma atualização permanente, obtida através de *relatórios periódicos* (seções 12 a 13 da lei de 1934). Passa-se, assim, de um sistema de informações esporádicas, divulgadas apenas por ocasião da distribuição de títulos no mercado primário, para um sistema de prestação de informações permanente.

Trinta anos depois, as *Securities Acts Amendments*, de 1964, estenderiam esse *continuous disclosure system* às transações de títulos que se processam num mercado mais lato: o mercado de balcão. Pois no que tange aos títulos de balcão, operados sem as facilidades de uma bolsa, tais emendas legislativas exigem sejam eles registrados junto à SEC, uma vez atingidos certos limites, o que propicia uma idêntica divulgação de informes sobre as empresas emissoras⁶³.

8. Advirta-se, por outro lado, que, através de sucessivas emendas à legislação em apreço, promulgadas no correr das últimas décadas, vêm-se multiplicando as hipóteses de divulgação obrigatória de informações a pessoas que não apenas o emissor de títulos, atingindo corretores e negociantes, analistas de investimentos, *corporate insiders* e demais participantes do mercado. Assim, a regra 15c-1(4) (C.F.R. § 240, 1949), referente à seção 15 da *Exchange Act*, determina que, em toda transação no mercado de balcão, o *broker-dealer* deve esclarecer se está agindo por conta de terceiros, como *broker* ou corretor, ou por conta própria, como *dealer* ou negociante. Idêntica regra, aliás, existe no tocante a transações efetuadas em bolsas de valores (*Exchange Act* § 11(d) (2), 48 Stat. 891 (1934), 15 U.S.C. § 78 k (1958)). E isto pela simples razão de que o corretor, ao efetuar uma operação por conta de um cliente, mantém com este uma relação de inteira confiança — uma *fiduciary relationship* — como se fora um agente do interesse alheio, não podendo confundi-lo com os seus próprios

63. Milton H. Cohen, "Truth in Securities Revisited", 79 *Harv. L. Rev.* 1340 (1966).

interesses. Já quando negocia por conta própria, age como interessado, razão por que é essencial à correção dos negócios, evitem expor-se a um conflito de interesses. Ainda nesse sentido, determina a mesma regra que, se esse intermediário estiver operando como *broker*, no mercado de balcão, deve também revelar ao seu cliente o valor de sua comissão (nas operações em bolsa, essa obrigação é determinada pela entidade), o que já não ocorre se estiver agindo como *dealer*, quando deve apenas comunicar que está atuando nessa última qualidade, podendo omitir, se o quiser, o que pagou pelos títulos e a margem a maior que debitou contra o cliente. Os *broker-dealers*, ademais, estão obrigados, por determinação do mesmo diploma, a revelar se são controlados ou controlam a sociedade emissora dos títulos que estão a negociar, bem como advertir seus clientes de todo e qualquer interesse que porventura tenha em títulos sobre os quais estes solicitaram os seus conselhos⁶⁴.

Por outro lado, além de outras divulgações exigidas em casos específicos, aos *broker-dealers* se aplicam também os dispositivos de repressão à fraude no mercado de capitais, razão pela qual a tendência na esfera judiciária e administrativa é a de, com base nesses *general fraud provisions*, sustentar o princípio de que os *broker-dealers* estão obrigados a revelar todo e qualquer fato considerado necessário à formação de um juízo criterioso por parte do inversor a respeito dos títulos intermediados. Revelador dessa tendência é a adoção, desde 1939, da chamada *the "shingle" theory* (literalmente, a teoria do bastonete): quando o *broker-dealer* intervém numa operação (figurativamente, quando levanta o bastonete, no pregão), mais do que um simples intermediário, cuja atividade se esgota na aproximação de partes desejosas de efetivar dado negócio, ele está exercendo uma função com responsabilidades profissionais amplas, que lhe impõe maiores deveres de divulgação. Essa teoria surgiu para justificar a exigência de que os preços dos

64. Cf. In the Matter of Norris & Hirschberg, Inc., SEC, 1946. 21 SEC 865. Confirmado 177 F. 2d 228 (D. C. Cir. 1949). Fala-se aí no *fiduciary status* do *broker-dealer*. A regra 15c1-4, citada no caso também faz referência à obrigação de revelar na sua confirmação "whether he was acting as an agent". Para discussões mais aprofundadas sobre a questão, veja Louis Loss, *The SEC and the Broker-Dealer*, 1 *Vand. L. Rev.* 516 (1948); Nota do corpo editorial, "Disclosure Requirements in Over-the-Counter Trading", 67 *Yale L. J.* 1.316 (1948).

títulos vendidos pelos *broker-dealers*, na qualidade de interessados principais, isto é, como *dealers*, devem guardar uma proporção razoável com o preço corrente de mercado, ainda que o mesmo não seja obrigado a revelar a diferença que auferiu na venda ao cliente. Por conseqüência, uma margem excessiva será sempre reputada ilícita — a menos que o *dealer* tenha revelado essa margem ao cliente⁶⁵.

Aos poucos essa teoria (que dá ênfase aos *deveres profissionais dos broker-dealers*) passou a justificar outras tantas hipóteses em que SEC e jurisprudência têm imposto a esses intermediários, novos padrões de conduta, mais compatíveis com sua função social, como certas exigências de *disclosure* que vão além das *antifraud provisions*. Assim, uma das obrigações que vêm sendo exigidas dos corretores é "a de conhecerem a sua mercadoria", razão pela qual aos corretores e negociantes de títulos cabe o dever de investigar (*duty of inquiry*) os fatos relativos aos títulos que recomendam e vendem. Daí a *regra da adequabilidade ao investidor* (ou *suitability doctrine*), consagrada pelo Judiciário, que implica na exigência de que o corretor, não só preste informações aos clientes a respeito de títulos, como verifique quais os planos de investimento do cliente, vendendo-lhe títulos adequados e advertindo-o de que determinados títulos não se recomendam para os seus objetivos. Nessa mesma ordem de raciocínio, tem-se decidido que os corretores devem dar aos seus clientes informes financeiros permanentes a respeito dos títulos que tenham eventualmente recomendado, assim como devem revelar as justificativas (ou meras suposições) que determinaram as suas recomendações⁶⁶. *These obligations* — diz Knauss — *rest on a broker-dealer qua broker-dealer — a duty owed to the public because of his professional status*⁶⁷.

65. Dentro desses parâmetros, inscreve-se a repressão ao *churning*, isto é, a negociação excessiva para fazer jus a comissões sucessivas (v. Nota da redação, "Churning by Securities Dealers", 80 *Harv. L. Rev.* 869 (1967)).

66. Robert Mundheim, "Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine", 1965 *Duke L. J.* 445; Milton Cohen, "The Suitability Rule and Economic Theory", 80 *Yale L. J.* 1.804 (1971).

67. Citado por Cohen, no artigo supramencionado.

Idêntico raciocínio foi desenvolvido para impor os mesmos deveres de *disclosure* aos *analistas de investimento*: "o registro desses profissionais como conselheiros de investimento impõe a obrigação de revelar todo e qualquer fato que possa afetar a independência e a qualidade do conselho dado". Ademais, tendo em vista que o analista de investimento é não só a pessoa que exerce diretamente as atividades de consultoria, mas também a que a exerce "através da imprensa" (confira *Investment Advisers Act*, de 1940, 15 U.S.C. § 80b-2 (a) (11), tem-se sublinhado a necessidade de revelação dos fatos que conduziram os editores financeiros da imprensa a fazer as recomendações que fizeram⁶⁸.

A *Exchange Act* estende, ainda, o dever de informação a outros participantes do mercado: os *corporate insiders*. Proibindo as chamadas *short trade transactions*, a Lei de Bolsas (1934), no item *a* da seção 16, impõe aos administradores, diretores e *beneficial owners* (isto é, pessoas que detenham, direta ou indiretamente, mais do que 10% de ações de uma companhia, cotada em bolsa), a obrigação de remeter à SEC relatórios, nos quais revelam o montante de ações que detêm e as alterações no número de ações possuídas. Cópias desses relatórios devem ser enviados às bolsas nas quais os títulos estão cotados. A fim de evitar o uso desonesto de informações secretas por parte desses *corporate insiders*, dispõe a seção 16(b) da lei citada que qualquer das pessoas acima perde todo o lucro obtido, em favor da sociedade emissora, nas operações de recompra ou revenda de títulos dentro de um espaço de seis meses, a contar da compra ou venda, cabendo à sociedade emissora ou a qualquer acionista ajuizar a ação para recuperar o lucro obtido nessa operação de curto prazo (*short-swing profit*). Em 1942, com base na seção 10 (b) do *Securities Exchange Act*, que lhe atribuíra o poder de editar regras de proteção aos investidores contra práticas fraudulentas, a SEC editou a Regra 10b-5, que, de maneira a mais genérica, declara ilegal a conduta de qualquer pessoa que, ao negociar títulos, preste declarações falsas ou incorretas sobre fatos relevantes, ou os omita. Apoiada nessa regra, a SEC tem combatido as

68. V. depoimento do antigo presidente da SEC, Manuel F. Cohen, no Senado, perante o subcomitê de finanças, transcrito por Jennings & Marsh, *Securities Regulation*, Mineola, 1972, p. 1.532.

omissões ou as declarações tendenciosas dos *insiders*, impondo, assim, padrões de conduta e deveres de informação aos dirigentes de empresa⁶⁹.

9. Na seção 14 da *Securities Exchange Act* e nas normas regulamentares 14A da SEC, são disciplinadas as *solicitações de procurações* para o exercício do direito de voto aos possuidores de ações registradas, para efeito de eleição de diretoria ou de aprovação de medidas tomadas pela companhia. Em todas essas solicitações, formuladas pela diretoria ou por grupos minoritários, deve ser feita a revelação de todos os fatos considerados relevantes referentes às questões sobre as quais os acionistas são instados a votar⁷⁰. Emendas efetuadas em 1968 e 1970 a essa seção, adicionando as subseções (d), (e) e (f), estenderam a necessidade do *disclosure* aos acionistas nos casos em que um grupo qualquer visa o controle da companhia, mediante *tender offers*, isto é, mediante ofertas públicas de aquisição de controle⁷¹.

10. A culminar essa série de dispositivos, que orienta a conduta dos vários partícipes do mercado, sob o signo da "revelação completa e honesta dos fatos", existem ainda os comandos que determinam o *disclosure* dos chamados "dados do mercado", sendo de notar que a ampla e profunda reforma levada a efeito pelas *Securities Acts Amendments*, de 1975, à Lei de Bolsas (as 74 páginas de aditamento é maior e mais detalhada que a lei aditada), se concentra justamente na fixação de normas jurídicas destinadas ao estabelecimento de condições para a criação de um mercado central, de dimensão nacional, que se caracterizaria por um amplo *sistema de comu-*

69. Harold Marsh, "Are Directors Trustees? Conflict of Interests and Corporate Morality", 22 *Bus. Law.* 35-79 (1966).

70. Louis Loss, *Securities Regulation*, Boston, 2.^a ed., 1961, vol. 2, pp. 931-1.019.

71. Essas emendas, resultantes do projeto 510 do Senado, chamado de *Williams Act*, são estudadas com profundidade por Joseph Brown, *Scope of the Williams Act and its Amendments*, 26 *Bus. Law.* 1.837 (1971). Para uma comparação entre o direito americano e inglês a respeito da matéria, ver os resultados, do simpósio, publicados em 27 *Bus. Law.* 243 (1971).

nicações, que, destarte, inter-relacionaria todos os participantes do mercado, tanto de bolsa quanto de balcão ⁷².

11. Assim, se bem que o *disclosure*, como processo de polícia do mercado de valores, não tenha, nessas quatro décadas de aplicação, na América, passado totalmente ileso de censuras, continua a desempenhar papel nuclear na legislação de mercado. As duas principais críticas — a de que essa *revelação de informações*, dentro dos pormenorizados esquemas da SEC, acarreta custos adicionais de vulto para as empresas, sem que atinja e beneficie o investidor comum, que, em geral, não dispõe de sofisticação técnica necessária para interpretar a massa de informações reveladas — não têm sido reputadas contestações sólidas, ou, pelo menos, que desmereçam esse processo de controle estatal da economia. Até porque, através de revelações completas à comunidade profissional de investimentos, como adverte Robert Mundheim, as informações são disseminadas rapidamente pelo público, resultando, paralelamente, num célere ajuste de preços, que limita a possibilidade de o investidor encontrar títulos super ou subavaliados, sem falar na obrigação profissional, acentuada repetidas vezes pela SEC e pelas cortes de justiça, de que os participantes do mercado devem utilizar-se das informações disponíveis prioritariamente em benefício do público investidor ⁷³.

De resto, o mecanismo do *disclosure* vem sendo utilizado não apenas na polícia do mercado de capitais, mas em outros campos de disciplina estatal. O *Civil Rights Act*, de 1964, conforme emenda da *Equal Employment Opportunity Act*, de 1972, proíbe a discriminação de empregos na empresa, estabelecendo a prestação obrigatória de informações sobre a política de contratação de empregados, como meio de controle de comportamento empresarial. Em 1973, a própria SEC adotou regras referentes ao *disclosure* para lograr a fiscalização do cumprimento da legislação protetora do meio ambiente (a *National Environment Policy Act*, de 1969). Por outro lado, a *Lending*

72. Nelson L. Eizirik, "A Evolução Recente da Regulação do Mercado de Capitais nos Estados Unidos", *Rev. Bras. de Merc. de Capitais*, vol. 2, n. 4, pp. 25 e ss.

73. Robert Mundheim, "Tendências do processo de *disclosure* nos Estados Unidos", *Rev. Bras. de Merc. de Capitais*, vol. 1, n. 2, pp. 181 e ss.

Act, que constitui o título primeiro do *Consumer Credit Protection Act*, de 1970, consagra a regra da *truth in lending* como meio de proteção ao prestamista. Os exemplos, como se vê, se multiplicam.

5

FISCALIZAÇÃO E ATUAÇÃO SANCIONATÓRIA DA POLÍCIA DE MERCADO

SUMARIO: 1. A fiscalização de polícia de mercado — 2. Os procedimentos administrativos primitivos — 3. O controle administrativo pelo mecanismo de registro prévio — 4. A aplicação das sanções de polícia — 5. A *injunction* — 6. A repressão penal.

1. A Administração, no exercício do seu poder de polícia, procura antecipar-se às perturbações do interesse público, com atuação suasória e preventiva. A polícia administrativa mediante o mecanismo do *disclosure* é exemplo desse posicionamento. Entretanto, comprometido o interesse público, cabe à Administração agir *repressivamente*, através da aplicação dos instrumentos de intervenção punitiva do Estado ⁷⁴.

A polícia do mercado de capitais, nos EUA, não prescinde das formas de fiscalização e de atuação sancionatória, a fim de restabelecer o atendimento do interesse público, em caso de infração.

No caso, a *fiscalização de polícia*, se realiza através de trabalhos de *investigação* desenvolvidos pelas agências regionais da SEC (seções 19(b) e 20(a) da Lei de Títulos e seção 21 da Lei de Bolsa). A Comissão tem os mais amplos poderes para realizar essas investigações, orientadas no sentido de verificar se alguém infringiu, ou está em vias de infringir a lei e seus regulamentos. A seu critério, pode dar publicidade a qualquer infração, se bem que, em princípio, as investigações devam

74. Hely Lopes Meirelles, *Direito Administrativo Brasileiro*, 3.^a ed., 1975, p. 110.

ser conduzidas sigilosamente. Para esse fim, dispõe da faculdade de promover inquirição de testemunhas, exame de livros e documentos, bem como a produção de outros elementos de prova. Caso uma testemunha resista ou se negue a prestar depoimento, ou o implicado se recuse a exhibir a sua escrita, a Comissão pode recorrer às cortes federais, para obrigar o recalcitrante a obedecer à intimação, sob pena de reclusão e multa. Essas investigações são desenvolvidas pelo SEC, quando as julgar necessárias, ou por força de reclamações de investidores e do público em geral, inclusive em virtude de inquéritos realizados pelas bolsas, a fim de apurar fatos e determinar se há evidência de violação da lei nos fatos investigados, que justifique o início de procedimentos repressivos, administrativos e judiciários.

2. Os procedimentos administrativos punitivos, instaurados segundo o princípio do contraditório, com ampla margem de defesa ao administrado, visam à aplicação de *sanções de polícia* pela própria SEC em hipótese de violação das leis de mercado, ou das suas regulamentações, constatadas nas investigações. Via de regra, essas sanções administrativas, como elemento de coação e intimidação, principiam pela multa, e se escalonam em penalidades mais graves, como a interdição de atividade, a destruição das coisas, e o confisco, que constitui a intervenção sancionatória de último grau da Administração Pública. No caso, a sanção de que a polícia do mercado se utiliza, na maior parte das vezes, é a da *interdição administrativa*. Vale dizer, mediante "ordens suspensivas" (*stop orders*), a SEC susta ou cancela a autorização para a distribuição e a negociação dos títulos no mercado, assim como susta ou cancela a autorização dada às pessoas ou firmas particulares da comunidade financeira para o exercício de suas atividades.

3. Pois o controle do mercado se efetiva, primeiramente, pelo mecanismo do *registro prévio*. Assim, a menos que esteja isento de registro, nenhum título pode ser distribuído no mercado primário ou negociado em bolsa, se não for previamente registrado. Esses registros (para fim de lançamento ou de negociação) se implementam mercê a apresentação de requerimentos à SEC e à Bolsa, pela sociedade emissora, instruídos de informações (*disclosures*) destinadas a esclarecer os inversores

quanto aos principais aspectos do título e do emissor. A par disso, as sociedades são obrigadas a apresentar "relatórios periódicos" sobre a sua situação econômico-financeira (seção 6(a) da Lei de 1933 e seções 12(a) (b) e 13(d) da Lei de 1934). O ato administrativo do registro consubstancia, destarte, a *autorização de polícia*, através da qual a Administração faz o controle prévio da compatibilidade do uso do bem ao interesse coletivo. Se constatada declaração lacunosa, inexata ou viciada, nos *registration statements*, nos prospectos ou nos relatórios periódicos, a SEC pode expedir *stop orders*, suspendendo a eficácia do registro e a livre utilização dos prospectos (seções 8(d) e 10(b) da Lei de 1933 e seção 19(a) (2) da Lei de 1934). Aliás, está a SEC autorizada a cancelar, inclusive, o registro do referido título, e até mesmo a suspender sumariamente as transações de qualquer título cotado em bolsa, quando não de todos os negócios nos mercados de bolsa e de balcão em todo o país (seções 16(c) (5) e 19(2), (3) e (4) ⁷⁵).

Por outro lado, o controle administrativo dos próprios agentes do mercado também se faz mediante o citado mecanismo do registro prévio, que se torna condição indispensável para o exercício das atividades de mercado, razão pela qual, na hipótese de infração à lei, é facultada à SEC, após adequado procedimento administrativo, o negar, suspender ou cancelar a autorização concedida. Assim, todo corretor (*broker*), negociante de títulos (*dealer*), analista de investimento (*investment advisor*), e pessoas a estes associadas, são obrigadas a se registrar junto à Comissão para poder exercer as suas atividades. Ora, esse registro pode, através de procedimentos administrativos regularmente instaurados, ser negado, suspenso ou cancelado, se se constatar que o agente, qualquer associado ou preposto seu, houver violado dispositivos da legislação em apreço. Eventualmente, ao lado dessas sanções relacionadas com o registro, a SEC pode, a título de penalidade administrativa, estabelecer restrições às atividades dos *broker-dealers* e dos *investment advisors*, censurá-los, ou aplicar-lhes multas. Ademais a Lei da Bolsa prevê a expulsão de um *broker* ou *dealer* como membro da bolsa ou da NASD (órgão encarregado da gestão do mercado de balcão), na ocorrência de violação de comandos legais

75. Cf. *The Work of the Securities and Exchange Commission*, publicado pela SEC, novembro de 1978.

ou regulamentares. Em 1973, a SEC cancelou, mediante adequados procedimentos administrativos, o registro de 50 corretores e negociantes de títulos; proibiu 87 pessoas de se associarem a *brokers e dealers* e 7 a *investment advisors*; emitiu 3 *stop orders* em declarações de registro; e suspendeu permanentemente 20 firmas de se aproveitarem das exceções à declaração de registro ⁷⁶.

4. Essas sanções, em virtude do princípio da *auto-executoriedade* do ato de polícia, são impostas e executadas pela própria Administração em procedimentos administrativos compatíveis com as exigências do interesse público. Entretanto, se bem que se fale, aí, em exercício quase-judicial do SEC, esse órgão administrativo não profere decisão definitiva e conclusiva para a Justiça comum, posto que a Federação Norte-Americana (como o Brasil) adota o *sistema de jurisdição única*, cabendo ao Poder Judiciário torná-las efetiva (*enforced*), quando resistidas, para o que pode rever a matéria de fato e de direito já apreciada administrativamente. Nessa ordem de idéias, prevê a legislação (Lei de 1934, seção 25) a *court review* das decisões definitivas da Comissão, proferidas em procedimentos administrativos, sendo de notar que, em 1973, houve 23 processos judiciais em que indivíduos ou firmas, condenadas por decisões de SEC, recorreram às cortes federais (para ser mais preciso, às Cortes de Apelação), pleiteando reforma das decisões administrativas ⁷⁷.

5. Além desses feitos, a SEC desfruta de legitimidade para propor, em caso de atos ou práticas violadoras da legislação de mercado ou de suas regulamentações, medidas de natureza cível denominadas *injunctions*, objetivando a proibição dos atos ou práticas em alusão, ou a obediência à legislação em apreço (seção 20 da Lei de Títulos e seção 21 da bolsa). O *injunction*, peculiar ao direito anglo-saxão, é uma medida processual extre-

76. Idem, verbete *Broker-Dealer Registration*.

77. A invalidação da prévia exaustão dos recursos administrativos é, no entanto, aplicação indevida das doutrinas americanas da *exhaustion of administrative remedies e da primary jurisdiction*, atualmente consubstanciadas no *Administrative Procedure Act*, de 1946, que passou a exigir que as questões federais sejam apreciadas pelos órgãos da Administração (*agencies*) antes de o serem pelo Judiciário (*courts*).

mamente ampla através da qual qualquer pessoa pode propor contra outra, inclusive autoridade pública, visando impedir, na instância civil, toda sorte de violação dos direitos subjetivos por atos ou omissões ilícitas, proibindo a execução dos primeiros (caso em que o recurso se denomina de *prohibitory injunction*) ou determinando que se cumpra a prestação omitida (caso em que chama *mandatory injunction*). Em ambos os casos, a insubordinação ao mandado judicial acarreta a prisão da parte insubmissa, por *contempt of court*, ou desacato à justiça, até que cumpra com a ordem emanada da corte. Trata-se, portanto, de um remédio judicial sem similar no direito continental europeu, pois oriundo do sistema dualista peculiar ao direito anglo-americano, consubstanciando um recurso exclusivamente civil, concebido na área da *equity*, por carência de medidas adequadas no campo do *common law*. (O interdito tem certa semelhança com o *injunction*, mas dispõe de um alcance muito mais restrito, pois se limita a proteger a posse, contra a sua turbacão, ou esbulho, enquanto o *injunction* é de alcance ilimitado, como meio de proteção a direitos subjetivos violados, ou sob iminência de violência).

O procedimento do *injunction*, por ordem cronológica, é simples: a Corte, a instância da parte, e sem ouvir o demandado, dita um auto suspensivo ou ordenatório e cita o demandado para comparecer em juízo, em audiência, em que julga se determina ou não uma *temporary injunction*, isto é, a uma ordem provisória, que impeça que a parte responsável execute ou continue executando o ato reclamado, durante a seqüela do processo e até que os direitos das partes conflitantes se resolvam na sentença definitiva, quando se decretará ou não um *final* ou *permanent injunction*. Como garantia para a medida, é exigido, geralmente, antes de se conceder a medida preliminar ou interlocutória, que o demandante preste caução. Nos *injunctions* propostos pelo SEC, para sustar ou prevenir violação da legislação de mercado, o legislador, prevê expressamente a desnecessidade dessa garantia, *without bond*. No caso de 1973, a SEC propôs 178 ações civis dessa natureza perante as cortes federais distritais ⁷⁸.

Há ainda ações anulatórias e de responsabilidade civil entre litigantes privados, nas quais a SEC participa como *amicus*

78. Albert Malohey, "Injunctive Law Enforcement: Heaven or Secret Weapon", 1 *Mercer L. Rev.*, 1 e ss. (1949).

curiae, intervindo nas causas em que exista interesse para o esquema regulatório do mercado de capitais. Assim, essa agência participou de 9 ações entre litigantes privados, em 1973, como "amigo da Corte".

6. De resto, essas infrações à legislação do mercado, uma vez que lesam o interesse público, podem também conduzir à repressão penal. A SEC não pode propor ação criminal, mas pode encaminhar o caso ao procurador-geral, para que este, a seu critério, promova a instauração do processo criminal, diante da Corte apropriada (Lei de 1933, seção 20 (c), e Lei de 1934, seção 21(d)). A *sedes materiae* dos crimes de mercado é a seção 24 da Lei de 1933 e a seção 32 da Lei de 1934, que, sem tipificarem o elenco das condutas incriminadas, conceituam como delito toda e qualquer infração intencional da legislação em tela, ou de seus regulamentos, mormente as declarações falsas ou enganadoras, ou emissões culposas, a respeito de fatos relevantes, em documentos sujeitos a registro. A esses delitos, a lei comina pena pecuniária (multa de 5 a 10 mil dólares), cumulada ou não com pena privativa de liberdade (encarceramento de 2 a 5 anos). No ano de 1973, houve 40 denúncias criminais, 178 pessoas acusadas e 83 condenações.

6

A SANÇÃO CIVIL COMO ESQUEMA REPRESSIVO

SUMÁRIO: 1. *Torts* em delitos civis no direito anglo-saxão — 2. A *equity* na configuração dos direitos civis — 3. O dolo ou *fraud* no direito-equidade e no direito comum. O dolo presumido — 4. A infração ao dever de lealdade — 5. O ilícito de *misrepresentation* — 6. A noção do *deceit* — 7. O processo de *injunction* — 8. A ação anulatória e *cancellation* — 9. A *negligent misrepresentation* — 10. A responsabilidade sem culpa.

1. 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 resulte prejuízos a interesses privados.

O direito anglo-americano desconhece o princípio genérico da responsabilidade aquiliana, falando, no plural, em delitos civis (*torts*), devidamente tipificados, que, independentemente de princípios unificadores, dão origem à responsabilidade extra-contratual (*tortious liability*), a saber: *assault and battery* (violência e coação), *false imprisonment* (privação da liberdade pessoal), *trespass* (perturbação e esbulho), *conversion* (lesão), *deceit and misrepresentation* (fraude), *diffamation, malicious prosecution* (lide temetária), *nuisance* (turbação) etc. Essa coleção de ilícitos individualizados (*nominated torts*) tem sido objeto de classificação baseada no fundamento da responsabilidade, a fim de remediar esse caráter atomizado da responsabilidade delitual, dotando-lhe de princípios unificadores: 1) ilícitos civis dolosos (*intentional torts*); 2) ilícitos civis culposos (*negligence*) e 3) ilícitos geradores de responsabilidade sem culpa (*strict liability*). Entretanto, exceção feita aos velhos delitos civis intencionais, imbricam, com frequência, nos ilícitos tipificados, os três fundamentos da responsabilidade civil, o que invalida a classificação postulada⁷⁹.

2. Grande parte dessa complexidade categorial do direito de *torts*, aliás, se deve ao fato de que, à diferença do direito continental europeu, que dispõe de uma estrutura legal unificada, o direito anglo-americano continua a ter uma estrutura dualista, com dois pólos, o *common law* e a *equity*, com normas substantivas e adjetivas distintas. A origem dessa estrutura bipolar remonta, na Inglaterra, aos séculos XII e XIII, com a instituição da *Court of Chancery* ao lado das cortes reais (*King's courts*), destinada a reparar as injustiças que, muitas vezes, resultavam da aplicação, rígida e inflexível, do *common law*. A princípio, o *lord chancellor* (via de regra, uma figura da Igreja, que exercia as funções do mais alto dignitário do reino) era reputado apenas um arbitrador, guiando-se pelo critério da

79. William Possner, *Law of Torts*, 4.^a ed., Minn., 1971, pp. 1 e ss. Ver também Pietro Trimarchi, "La Responsabilità Civile. Il problema dell'identificazione degli atti illeciti. Tipicità e atipicità degli atti illeciti". *Il Diritto Privato nella Società Moderna*, Bolonha, 1971.

equidade e da moralidade — *ex aequo et bono*. Com o movimento da Reforma, em 1534, durante o reinado de Henrique VIII, e o cisma entre o monarca e o papa, foram encarregados de administrar justiça “segundo a equidade”, na *Court of Chancery*, profissionais laicos, que levaram a técnica própria do direito comum ao direito-equidade. A *equity* transformou-se, então, de um conceito ético, com um mecanismo indefinido para suprir as injustiças do direito positivo, para um sistema definido, com regras próprias e procedimentos especiais. À semelhança do que se dera em Roma, no direito pré-justiniano, com a formação, ao lado do *jus civile*, rígido e formalista, das regras mais equitativas do *jus gentium*, observadas pelo *praetor*, foi-se constituindo um corpo de normas, consubstanciadoras da *equity*, tendo por escopo suprir as deficiências e mitigar os rigores dos tribunais do *common law*⁸⁰.

Passando assim a *equity* a fazer parte do direito inglês, como sistema de estrutura definitivamente jurídica, natural que, gradualmente, fosse desaparecendo a separação existente entre o direito comum e o direito-equidade. Na Inglaterra, as *Judicature Acts* de 1873 e 1875 unificaram os tribunais do país, que passaram a aplicar conjuntamente a lei e a equidade. Nos EUA (onde essa estrutura dualista é reconhecida na Constituição, que confere aos tribunais, federais e locais, competência para julgar *in law and equity*, art. III, seção 2), observou-se idêntica postura. A unificação processual, com tribunais com jurisdição tanto em direito como em equidade, que começou em Nova Iorque, em 1848, abrange hoje 37 Estados, sendo que, nas cortes federais, como o advento do *Federal Rules of Civil Procedure* (1938), prevalece inteiramente um sistema uniforme de procedimentos.

Sem embargo, não obstante essa tendência à fusão de ambos os corpos de normas e da aplicação dos mesmos por tribunais dotados de competência concorrente nas duas matérias, a distinção tradicional entre *common law* e *equity* ainda persiste, tanto no que tange aos “princípios”, quanto no que concerne às “formas essenciais do procedimento” de cada um desses dois sistemas. Por consequência, os direitos (*equitable rights*), e os meios processuais para fazê-los valer (*equitable*

80. J. Derek Davies, “Equity in English Law”, in *Equity in the World's Legal Systems*, Bruxelas, 1973, pp. 159 e ss.

remedies), característicos da *equity*, continuam a existir ao lado do direito comum. Com efeito, existem áreas do direito anglo-americano que são, em sua grande parte, “equitativas”, como ocorre, por exemplo, com a responsabilidade civil por atos ilícitos dolosos.

3. Pois o dolo, designado tecnicamente na terminologia jurídica anglo-americana com a palavra *fraud* (com a acepção ampla que o direito romano atribuía à expressão *fraus*), significa todo expediente astucioso empregado para prejudicar alguém (*dolus est consilium alteri nocendi*). Assim, por consubstanciar uma manifestação viciada de vontade, o dolo conduz à ineficácia do negócio jurídico, sobre induzir o agente à responsabilidade civil se o ato causar prejuízo. Trata-se, portanto, de um defeito dos atos jurídicos que pode configurar-se como elemento informador de delitos civis. Para o *common law*, somente induz à anulabilidade do negócio jurídico e à responsabilidade civil a *infração consciente* do dever preexistente, realizada com o propósito de causar malefício a outrem, que aproveitará ao autor do dolo ou a terceiro. Fala-se, aí em *actual fraud*, isto é, em dolo efetivo. Já para a *equity*, porém, a expressão *fraud* abrange não só a conduta antijurídica que é intencionalmente adotada, mas todo comportamento, seja intencional, ou não, contrário à equidade e à boa fé, de que resulta dano a alguém. Fala-se aí em *constructive fraud*, ou dolo presumido ou implícito, que a “equidade” sanciona. Nessa segunda ordem de defeitos dos negócios jurídicos, a *equity* inclui a lesão, a fraude contra credores e as infrações ao dever de lealdade⁸¹.

As duas primeiras espécies de defeitos, fundadas no dolo presumido ou implícito, não são desconhecidas do *civil law*. O instituto da lesão, que fulmina o negócio jurídico por vantagens manifestamente desproporcionais ao proveito auferido pelo lesado, assenta-se, tanto em nosso direito como no direito anglo-americano, no dolo presumido, ou dolo *ex re ipsa*, que não precisa de ser perquirido na intenção do agente, e se configura na circunstância de uma das partes se aproveitar das especiais condições em que se encontra a outra, acentuadamente a sua inexperiência, ou estado de necessidade, no momento de nego-

81. Oscar Rebas, *El Derecho Angloamericano*, México, 1944, pp. 47 e ss.; Brendan F. Brown, “Equity in the Law of the United States of America”, in *Equity*, ob. cit., p. 216.

ciar. No direito anglo-americano, esse *dolo de aproveitamento* torna defeituoso todo contrato oneroso (*contracts founded on valuable consideration*), por contraprestação inadequada (*inadequate consideration*), dando azo à sua rescindibilidade e ao dever de reparar a parte lesada⁸².

A fraude contra credores, por sua vez, é também defeito que, tanto em nosso direito como no direito anglo-americano, *pode ocorrer* independentemente da intenção deliberada de causar prejuízo. Basta o *eventus damni* para a configuração do vício, isto é, a prática de ato em estado de insolvência, prejudicial aos credores. *Presume-se*, portanto, o dolo na *fraus creditorum*, determinando-se a anulabilidade do ato e a responsabilidade do dano.

4. Já a terceira espécie de vício de vontade, fundada em dolo presumido, é desconhecida em nosso direito, ao menos com a latitude e o grau de sistematização que desfruta no direito saxão. Trata-se da infração ao dever de lealdade (*duty of loyalty*) a que está obrigada toda pessoa que se encontra em relação ou vínculo de confiança (*confidential* ou *fiduciary relationship*) com outra. Encontra-se nessa especial situação toda pessoa que, por razões de ordem familiar, vínculos comerciais, idade, saúde, educação, experiência, está em posição de superioridade e domínio em relação a outra pessoa. É o que ocorre nas relações entre pais e filhos, tutores e tutelados, mandantes e mandatários, fiduciantes e fiduciários, comitentes e comissários, administradores e administrados etc. Razões de equidade justificam a imposição da obrigação de reparar — e a de anulabilidade do ato — sempre que das relações entre partes com as qualificações acima referidas resultar um benefício indevido, por ação da pessoa em que se confia⁸³.

Tais presunções de dolo, no entanto, são, na maioria, *juris tantum*, isto é, admitem prova em contrário. Encerram, via de regra, uma presunção relativa de culpa, que pode ser vencida pela prova em contrário produzida por aquele cuja culpa é presumida. É o que ocorre, por exemplo, no caso de fraude a credores quando oneroso o negócio jurídico: o que se

82. René David, *Les Contrats en Droit Anglais*, Paris, 1973, pp. 233 e ss.

83. George G. Bogert & George T. Bogert, *Law of Trusts*, 5.^a ed., Minn. 1973, p. 343 (§ 95).

caracteriza como defeito, e sofre a repressão da ordem legal, é a diminuição do patrimônio, empreendida pelo devedor com o ânimo de prejudicar os demais credores, contando com a participação de terceiro (*consilium fraudis*). O ato, porém, não será reputado anulável se provada a participação de boa fé de terceiro e que a insolvência não era notória (Código Civil, arts. 107 e 112). Em certos casos, porém, como nos atos chamados de "ineficazes" pela lei falimentar, assim como nos negócios jurídicos gratuitos, a presunção de dolo é uma presunção *juris et de jure*, não vencível por prova contrária: a fraude resulta no próprio ato, uma vez demonstrada a insolvência do devedor. Na lesão, a presunção de dolo é também absoluta: a manifesta e anormal desproporção das prestações é presunção *juris et de jure* da ocorrência daquele vício de vontade, independentemente de o beneficiado ter ou não a intenção de explorar a parte lesada.

Nas hipóteses de relações de confiança (*confidential relations*), prevalece a presunção relativa de dolo. Até prova em contrário, é considerado eivado de fraude o negócio que propicia vantagem a pessoa colocada em vínculo de confiança com outra, com a qual tem a obrigação de ser leal. Somente convalescerá o ato, e o agente se exonerará da responsabilidade, se provar que empregou toda diligência para precaver-se contra vantagens indevidas.

5. Pois bem, a manifestação de vontade defeituosa, viciada por dolo efetivo (*actual fraud*) ou por dolo presumido (*constructive fraud*), sobre determinar a ineficácia do negócio jurídico, pode importar num ilícito civil que, no sistema pluralístico anglo-americano da responsabilidade delitual, leva denominação específica: *misrepresentation*. A *misrepresentation* é todo artifício ou expediente astucioso empregado para induzir alguém à prática de um ato, que o prejudica, e aproveita ao autor do dolo ou a terceiro. Trata-se, portanto, de um *erro provocado* na vítima, autora do ato volitivo, pelo autor do ardil. Para induzir a vítima em erro, o artifício ou expediente insidioso empregado há de traduzir-se em maquinações tendentes a desfigurar a verdade, quer criando aparências ilusórias (*suggestio falsi*), quer destruindo ou sonhando quaisquer elementos que possam esclarecer o enganado sobre a veracidade dos fatos (*suppressio veri*). Deve tratar-se, portanto, de um processo enganatório que tanto se configura em palavra, quanto em atos adrede realizados para

provocar ou manter o engano. Assim, esse procedimento doloso pode ora assumir feição positiva, ora negativa, segundo o artifício empregado comporte ação ou omissão. A *misrepresentation* omissiva ou *nondisclosure*, a nossa lei a chama de *silêncio intencional* (Código Civil, art. 94), e só ocorre onde exista para o *deceptor*, isto é, para o autor do dolo, o *dever de informar*, o qual, quando não vem prescrito em lei ou por estipulação negocial, deve ser determinado pelas circunstâncias do negócio⁸⁴.

6. Ora, quando o delito em tela for intencionalmente doloso (*intentional misrepresentation*), estamos na área do *common law*, que, para sancioná-lo, prevê uma ação específica, para reparação do dano: a *action of deceit*. Para a propositura dessa ação, são exigidos os seguintes elementos configuradores do delito em tela: 1) uma declaração enganosa (*false representation*); 2) sobre fato considerado substancial (*material fact*); 3) o conhecimento de que o expediente é falso por parte do autor do dolo (*scienter*); 4) a *intenção* de levar a vítima ao engano (*animus nocendi*); 5) grau razoável de credibilidade do processo enganatório por parte da vítima (*justifiable reliance*); 6) dano efetivo (*damage*)⁸⁵.

A noção de *deceit*, elaborada pelo *common law*, é, assim, bastante rígida, e nem sempre se mostra apta a satisfazer as exigências práticas no campo da responsabilidade. Nesse sentido, desenvolveu-se, no domínio do *common law*, uma ação de responsabilidade *ex contractu* por descumprimento de garantia (*action for breach of warranty*), que dispensaria alguns dos elementos informativos do *deceit*. Na celebração de um contrato, uma das partes faz uma declaração falsa, sem sabê-lo e sem ter a intenção de enganar, ou de causar dano. Em princípio, não caberá falar em anulação do ato, nem em ressarcimento do dano, por *deceit* (engano). Haverá, no entanto, o dever de reparar o dano se, aquele que proferiu a afirmação enganosa, *garantiu*, implícita ou explicitamente, a veracidade das afirmações que fez, na celebração do contrato. Por exemplo, no contrato de compra e venda, o alienante é obrigado não só a entre-

84. Prosser, *Law of Torts*, ob. cit., cap. 18, pp. 683 e ss. Na Inglaterra há o *Misrepresentation Act*, de 1967.

85. Prosser, *Law of Torts*, ob. cit., pp. 685 e ss.

gar ao adquirente a coisa alienada, como também a “garantir-lhe” o uso e gozo. Pode suceder, entretanto, que o adquirente venha a perdê-la, total ou parcialmente, por força de decisão judicial, baseada em causa preexistente ao contrato. A responsabilidade do alienante pela evicção deve ser pleiteada, no direito anglo-americano, por essa ação especial⁸⁶.

7. É, entretanto, no campo do direito-equidade que o delito de *misrepresentation* atinge o seu raio de alcance mais amplo, já que abrange inclusive as declarações inexatas, feitas sem o propósito de causar malefício, mas que refletem um comportamento contrário à equidade e à boa fé, e das quais resultam prejuízos a alguém. Essas declarações defeituosas estariam viciadas de dolo presumido ou implícito, e que, como tais, geram responsabilidade para o autor do dolo. Ademais, os remédios processuais, que o direito-equidade prevê para a proteção dos direitos subjetivos e a sua reparação, quando violados, são também bem mais amplos do que os existentes no *common law*. Assim, o direito comum ordinário, em matéria de atos ilícitos, não dispõe de meios para “preveni-los”, mas apenas para “remediá-los”, uma vez consumados, mediante o pagamento em dinheiro das perdas e danos. Já a *equity* dispõe de meios para prevenir e reparar os atos ilícitos. Assim, através do mandado de *injunction*, já estudado, dispõem as pessoas de uma medida eficaz para impedir que se produza uma lesão em seus direitos subjetivos, mediante uma ordem para compelir alguém a executar ou deixar de executar um ato material. Mas além do *injunction*, que é uma medida de ordem geral, existem vários outros *equitable remedies*, bastando mencionar, a título de ilustração, a ação para exigir o cumprimento material de obrigações (*specific performance of contracts*), ou a ação para prevenir e reparar os atos ilícitos (*especific reparation and prevention of torts*), suspendendo o ato nocivo ou restabelecendo as coisas ao estado em que se encontravam antes da lesão⁸⁷.

8. Por outro lado, viciadas de dolo, as declarações de vontade defeituosas são suscetíveis de anulação, mas é o direito-

86. René David, *Les Contrats*, ob. cit., pp. 255 e ss. e 330 e ss. *Corbin on Contracts*, Minn., 1952, one volume edition, § 1.327, pp. 1.102 e ss.

87. René David, *Les Contrats*, ob. cit., Paris, 1973, pp. 437 e ss.

-equidade, e não o *common law*, que prevê ação para a espécie, denominada de *cancellation*, para postulação do decreto anulatório (no direito comum, há necessidade de aguardar uma demanda da parte contrária, para opor-se à sua execução na forma negativa de uma exceção). De resto, os tribunais encarregados de aplicar a equidade dispõem da faculdade não só de declarar a anulação do ato viciado, como de validá-lo quando assim convier aos interesses da pessoa a quem se tenha pretendido ilaquear (pois quando se diz que um ato jurídico é *voidable*, isto é, anulável, não se quer significar apenas que se trata de ato imperfeito cuja ineficácia depende do ataque do interessado, como ocorre em nosso direito, mas de ineficácia que depende antes de tudo da livre apreciação das cortes de equidade (*discretion of the Court*)⁸⁸.

9. Além de configurar um ilícito civil doloso, o delito de *misrepresentation* pode assumir também, no direito anglo-americano de *torts*, o caráter de ilícito civil culposo, quando a conduta antijurídica danosa revela imperícia, negligência ou imprudência do agente. Trata-se da *negligent misrepresentation* que, no sistema atomizado e não unitário da responsabilidade civil adotada pelo direito anglo-saxão, é absorvido pela grande categoria da *negligence*. Na etiologia da responsabilidade por negligência, devem estar presentes dois elementos: a ofensa do direito alheio e a falta de diligência. Pois a negligência, como delito civil, pressupõe um dever de diligência normal (*duty of reasonable care*), pelo que cabe ao demandante provar o descumprimento desse dever por parte do demandado, para pleitear em juízo, por ação especial (*common law action of negligence*), indenização pelos danos sofridos. Para caracterizar esse procedimento culposo, basta provar ter ocorrido falta de diligência que se espera de um homem normalmente prudente (*reasonably prudent man*)⁸⁹.

Em certas circunstâncias, porém, é admitida a inversão do ônus da prova, prevalecendo o princípio de *res ipsa loquitur*, ou da negligência presumida, que obriga ao demandado provar que observou uma diligência normal para eximir-se de

88. René David, *Les Contrats*, ob. cit., pp. 223 e ss.

89. Prosser, *Law of Torts*, ob. cit., capítulos 5 e 6, pp. 139 e ss.

responsabilidade⁹⁰. Essa hipótese de *presunção de negligência*, prevista no direito anglo-americano, corresponde à *presunção juris tantum* de culpa *in vigilando*, regulada no direito pátrio, nos casos de responsabilidade por fatos de terceiros ou de coisas, que estejam sob sua guarda. Cabe, no entanto, não confundir a *presunção de dolo*, no caso de responsabilidade por infração ao dever de lealdade, com essa *presunção de negligência* por infração do dever de vigilância. Para ilustrar com exemplos extraídos do nosso direito: há *presunção de dolo* nos negócios jurídicos entre partes relacionadas por vínculos de confiança, que beneficiem uma delas, como no caso de venda de bens a tutores, curadores, testamenteiros e administradores de bens confiados à sua guarda ou administração (Código Civil brasileiro, arts. 1.133 e 428, I); ou na compra pelos mandatários, corretores e leiloeiros, de bens cuja administração ou alienação estejam encarregados (Código Civil, art. 1.133, II). Há igualmente *presunção de dolo* na venda ou na troca de bens entre ascendentes e descendentes sem consentimento expresso dos outros descendentes (Código Civil, arts. 1.132 e 1.164, II). Cabe, no entanto, falar em *presunção de negligência*, ou de culpa *in vigilando*, nas hipóteses de responsabilidade de pais, tutores e patrões por atos ilícitos cometidos pelos filhos menores, pupilos e empregados (Código Civil, art. 1.521); ou ainda, nos casos de responsabilidade do dono de animais por danos por estes causados (Código Civil, art. 1.527) ou do dono do prédio pelos danos que resultarem de sua ruína (Código Civil, art. 1.528).

10. O delito de *misrepresentation* pode ainda encontrar supedâneo na responsabilidade objetiva (*strict responsibility*) do agente, sem necessidade de se cogitar do problema da imputabilidade do evento à culpa ou dolo do *tortfeasor*. Aquele que, em razão de sua atividade ou profissão, faz declarações que criam um perigo, está sujeito à reparação do dano que causar, ainda que prove tenha formulado as informações inexatas sem qualquer intenção dolosa, e tenha adotado todas as medidas idôneas para evitar o dano. O direito anglo-americano fala aí em *innocent misrepresentation* e é particularmente

90. George Miller, "Some Problems of Proof in Negligence Actions", 2 *Syr. L. Rev.* 8 (1950).

aplicado na defesa do consumidor em face das comunicações, publicitárias ou não, feitas pelo fabricante do produto (donde falar-se, com freqüência, na espécie, em *products liability*, como uma categoria diferenciada de delito civil) ⁹¹.

7

SANÇÕES CIVIS NA LEGISLAÇÃO DE MERCADO

SUMÁRIO: 1. A responsabilidade civil na distribuição de valores no mercado primário. Seções 11, 12(1) e 12(2) da Lei de 1933 — 2. A responsabilidade civil no mercado secundário. Seções 9(e), 16(b) e 18 da Lei de 1934 — 3. Outros diplomas de mercado — 4. O princípio de "responsabilidade implícita" — 5. O *statutory tort* — 6. O *statutory tort* na legislação de mercado — 7. A Regra 10b-5 e o princípio geral de responsabilidade civil — 8. A sanção civil como instrumento de controle do comportamento do mercado — 9. Função social da responsabilidade civil.

1. Contra esse pano de fundo, as leis de mercado norte-americanas desenvolveram hipóteses específicas de figuras delituosas e de sanções civis. Na Lei de Títulos de 1933, existem três comandos especiais dedicados à responsabilidade civil na colocação e distribuição de valores no mercado primário ⁹².

a) O primeiro deles é a seção 11, que sujeita o emitente de títulos registrados na SEC, bem como numerosa classe de pessoas relacionadas com a emissão, ao dever de reparar o dano, quando houver declaração inexata ou falta de informação, enfim, *misrepresentation* — no pedido de registro (*registration statement*). Tem legitimidade para propor ação de reparação, *at law or in equity*, qualquer comprador. Por outro lado, poderá ser sujeito passivo no feito toda e qualquer pessoa reputada por lei solidariamente responsável pelo pedido de registro: sociedade emitente, os seus representantes legais, principais executivos, contadores, técnicos e consultores, assim como a

91. Prosser, *Law of Torts*, ob. cit., cap. 17, pp. 641 e ss.

92. Cf. Jennings, *Securities Regulation*, Mineola, 1972, cap. 18, *Civil Liabilities Under the Securities Act of 1933*, pp. 981 e ss.

entidade *underwriter*, envolvidos na colocação dos papéis (a seção 15 adiciona ainda a esse rol o acionista controlador). A responsabilidade dessas pessoas é por culpa presumida, *juris tantum*, podendo o demandado eximir-se da responsabilidade se provar que, tendo desenvolvido as necessárias cautelas, inexistiam, na ocasião, motivos razoáveis para que deixasse de acreditar na exatidão das declarações que fez, ou que não omitira nessas declarações informações substanciais (*material facts*) para o esclarecimento do público investidor. Para recomposição do patrimônio do comprador, a lei admite duas providências: a resolução do negócio e a compensação no preço. Essas duas providências correspondem às duas ações edilícias, previstas no direito continental europeu, na hipótese de vício redibitório (ou seja, defeitos ocultos que desvalorizam ou fazem imprestável a coisa objeto de venda e compra): a ação redibitória, pela qual o comprador pode devolver a coisa e reaver o preço, e a ação estimatória, pela qual o comprador fica com a coisa comprada e reclama abatimento no preço.

A conduta culposa, por negligência ou imprudência, na distribuição de valores constitui um fato ilícito, e, assim sendo, gera o dever de reparar; mas, como não configura, como o dolo, um vício da vontade, não implica na anulação do respectivo negócio. Não há, portanto, confundir a redibição ou resolução do contrato (*rescission*), prevista na espécie, com a hipótese de anulação do negócio jurídico (*cancellation*), embora se assemelhem no modo de exercício e nos efeitos. Distinguem-se, porém, pela causa: a anulação resulta de vício de consentimento; a redibição ou resolução, na inexecução parcial, em forma específica, da obrigação. Já a ação estimatória ou *quantum minoris* tem nítido caráter indenizatório: visa ao ressarcimento do comprador, através do reajustamento do preço, por dano imputável ao vendedor. No caso em tela, a medida do abatimento (*measure of damages*, como diz a lei) será determinada pela diferença entre o preço de compra e o preço de venda, acrescida de juros e subtraída dos rendimentos que porventura o comprador tenha recebido dos títulos adquiridos.

b) Na seção 12 (1), a lei de 1933 impõe o dever de reparar a qualquer pessoa que ofereça ou venda um título no mercado sem o devido registro junto a SEC, ou, ainda que registrado, desacompanhado de prospecto, ou com prospecto sem os requisitos legais de *disclosure*. No caso, a presunção

de culpa do agente é absoluta, *juris et de jure*: comprovado o fato danoso e a relação de causalidade entre a ação ilícita e o dano, o procedimento não tem escusativa que lhe retire a qualificação de ilícito, nem que absolva o agente do dever de reparar. Essa reparação se faz também pela redibição do contrato ou pela redução proporcional do preço, tal como previsto na seção 11 acima comentada.

c) Na seção 12 (2), a lei fixa a responsabilidade de toda e qualquer pessoa que ofereça ou venda valores no mercado primário (interestadual), através dos meios de comunicação disponíveis, fazendo declarações inexatas ou omitindo informações a respeito de fatos indispensáveis ao esclarecimento do investidor. A menos que prove que, não obstante tenha tomado as cautelas necessárias, ignorava, e normalmente seria razoável ignorar, a inexatidão ou omissão de informações de suas declarações, será o ofertante ou vendedor dos títulos responsável (culpa presumida) perante o oblato ou adquirente, propiciando-lhe a redibição do contrato ou o ressarcimento do prejuízo mediante competente redução de preço.

Nessas três hipóteses, a corte pode exigir garantia de instância, isto é, depósito em juízo de custas processuais e de honorários advocatícios (seção 11 (e)), a fim de afastar a hipótese de lides temerárias (*strike suits*). Com respeito aos prazos de prescrição, a seção 13 estabelece que as ações baseadas no § 12 (1) prescrevem em um ano, a contar da alegada violação do § 5, e em três anos, se se referir à emissão devidamente registrada, a contar da oferta pública. No tocante às ações baseadas nas seções 11 e 12 (2), o prazo de prescrição fixado pelo citado dispositivo é de um ano, a contar da emissão viciada de vontade ou da omissão fraudulenta, ou de três anos, a contar da oferta pública dos títulos.

2. A *Securities Exchange Act*, de 1934, por sua vez, contempla também três seções especiais à responsabilidade civil, ou seja, seções 9 (e), 16 (b) e 18 (a)⁹³. a) A seção 9 contém vários comandos objetivando fulminar a "manipulação" de títulos registrados em bolsas. Nesse sentido, dispõe que toda pessoa que participar *voluntariamente* (dolo, portanto) de ex-

93. Cf. *idem*, capítulo 21, *Civil Liabilities Under the Securities Act of 1934*.

pedientes ou transações artificiais, visando a uma representação falsa ou enganadora (*a false or misleading appearance*) do preço dos títulos, é civilmente responsável pelos prejuízos que acarretar a quem quer que venda ou compre valores afetados pela manipulação. O ofendido é legitimado para propor a competente ação de indenização, *in law or in equity*, contra o autor do ato ilícito, não prevendo o comando citado, ou qualquer outro dispositivo da lei, o quantum ou o modo de reparação.

b) A seção 16 visa a impedir a livre negociação das ações das companhias de mercado por parte de diretores, executivos e principais acionistas, utilizando informações confidenciais a respeito das empresas, por força das posições especiais que ocupam. Nesse sentido, determina a seção 16 (a) que essas "pessoas de dentro" (*insiders*) remetam, obrigatoriamente, à SEC e às bolsas, relatórios, nos quais revelem o montante das ações que detêm, assim como as alterações que o seu portfólio venha a sofrer. Isto posto, estabelece a seção 16 (b), que qualquer das pessoas acima perderá o lucro eventualmente auferido, em favor da sociedade emissora, desde que essa operação de recompra ou revenda de ações se realize dentro de um espaço de seis meses, a contar da compra ou venda, espaço esse reputado, por presunção legal, um "período suspeito", de dolo presumido. Cabe à sociedade emissora ajuizar a ação para cobrar tal quantia, obtida através dessa manobra especulativa de curto prazo (*short-swing speculation*). Se não na propuser dentro de sessenta dias, contados da data de sua intimação por parte de qualquer acionista interessado, este poderá promovê-la, sendo assim a ação social em tela exercida *uti singuli*. De qualquer forma, seja a ação social exercida *uti universi* ou *uti singuli*, o prazo de prescrição é de dois anos a contar da realização do lucro.

c) A seção 18 sujeita toda pessoa que tenha feito uma afirmação incorreta, nos documentos exigidos pela Lei de Bolsa e Títulos, ao dever de reparar toda e qualquer pessoa que tenha adquirido ou vendido títulos, por cotação afetada por tais afirmações. Trata-se de uma hipótese de culpa presumida *juris tantum*, pois admite possa ser vencida por prova em contrário por parte do demandado, de que agiu de boa fé e desconhecia a falsidade da afirmação que fez.

A seção 20 da Lei de 1934, assim como a seção 15 da Lei de 1933, estende as hipóteses de responsabilidade especifi-

cas acima mencionadas aos acionistas controladores que, direta ou indiretamente, exerçam decisiva influência sobre as atividades das pessoas responsabilizadas nos textos comentados.

3. Advirta-se, ademais, que os outros diplomas disciplinares do mercado, vale dizer, a *Public Utility Holding Company Act*, de 1935, a *Trust Indenture Act*, de 1939, a *Investment Company Act*, de 1940, e a *Investment Advisers Act*, de 1940, nada inovam, limitando-se a incorporar, em seu contexto, as figuras delituosas especiais, acima apontadas, contempladas nos diplomas legais de 1933 e 1934, e respectivas sanções civis.

4. A responsabilidade civil assumiu um papel de extraordinário relevo, porém, na regulação e controle do mercado de capitais, através da consagração do princípio do *implied right of civil recovery*. Esse princípio da "responsabilidade implícita" (*implied liability*) desenvolveu-se particularmente nos últimos anos com o crescente papel desempenhado pelas leis — os *statutes* — no direito norte-americano. Pois o direito anglo-americano tem origem "decisional" constituindo os precedentes jurisprudenciais a principal fonte formal tanto do direito comum como do direito-equidade. Estribado, assim, nas decisões da justiça, fácil é compreender por que o direito anglo-americano desconheceu o princípio geral da responsabilidade civil, desenvolvendo, casuisticamente, figuras específicas de delitos civis. Esses delitos civis, uma vez identificados, foram-se expandindo e absorvendo novas situações, à força de interpretação extensiva e criadora de precedente pelos tribunais. Ora, com a multiplicação dos diplomas legais, em várias áreas do direito público e do direito privado, começou a ganhar especial favor no direito anglo-saxão a tese da existência de um princípio geral de responsabilidade civil implícito nos dispositivos legais, no caso de conduta infringente à norma jurídica da qual resulta dano a outrem. A essa infração da norma escrita, assecuratória de direitos universais, é dado o nome de *statutory tort*⁹⁴.

94. Alan Bromberg, *Securities Law — Fraud — SEC Rule 10b-5*, 1973, vol. 1º, p. 29.

5. Sendo, no entanto, o direito norte-americano avesso à adoção de uma regra geral de responsabilidade civil, essa *statutory tort liability* se desenvolveu à sombra de um ilícito civil já tipificado: a negligência. Pois, segundo essa orientação, a norma legal, ao impor um dever, estabelece um padrão de conduta que deve ser obedecido por todos os membros da sociedade, dando origem a direitos subjetivos absolutos (*erga omnes*). Esse estalão de comportamento não representa senão o procedimento por que todo homem prudente se pauta, para que não venha lesar direito alheio. Ora, a ação ou omissão do agente, que envolve a infração de um dever legal, e que prejudica a terceiro, revela uma atitude que não se afeiçoa à conduta de um homem criterioso (*the standard of conduct of a reasonable man*), e é demonstração de flagrante imprudência (*evidence of negligence*), senão a própria negligência (*negligence per se*). Pois a negligência se define justamente como a omissão da diligência habitual de um homem cuidadoso. Irrelevante ademais, que o texto de lei não contemple expressamente o dever de indenizar o prejuízo resultante de uma conduta antijurídica. A norma legal, que impõe um dever, pressupõe, sempre, a obrigação de reparar o dano causado pela conduta do agente, contraveniente ao comando da lei. Daí falar-se, na espécie, em *implied statutory liability*.

Não há, contudo, como fundamentar essa *statutory tort*, definível como quebra de um dever imposto por lei, exclusivamente na negligência, visto que esse delito tanto pode ser proposital (dolo) como resultar da falta de diligência (culpa). Se bem que seja essa, ainda, a orientação dominante nos países do *common law*, na fundamentação do ilícito civil, em tela, a tendência mais recente é a de separá-la da negligência. Já em 1926, no caso *Abonader v. Strohmeyer & Arpe Co.*, frequentemente citado, foi acentuado que *no element of ordinary negligence is essential: violation becomes actionable default*. E o verbete 286 do *Restatement of Torts*, relativo à responsabilidade civil por infração aos deveres de lei, se bem se inscreva no capítulo dos *negligent torts*, não faz nenhuma restrição (como o fazem outros verbetes do mesmo capítulo) a que esse delito possa configurar um ilícito civil doloso, ou *intentional tort*⁹⁵.

95. *Restatement of Torts*, § 286: Violation Creating Liability. The violation of legislative enactment by doing a prohibited act, or by

6. Ora, esse reconhecimento de um princípio geral de responsabilidade por atitude danosa, contrária a normas legais, foi particularmente amplo no campo da legislação de mercado, onde uma leitura sistemática dos textos propiciou essa interpretação. Com efeito, em vários dispositivos, tanto da Lei de 1933 quanto da lei de 1934, o legislador tipificou várias condutas delituosas — *unlawful conducts* — violadoras da legislação de mercado, sem, contudo, fazer qualquer referência expressa à sanção civil, vale dizer, ao dever de reparar, cabível na hipótese de dano. Essa sanção civil foi, no entanto, entrevista como *implícita* em duas passagens: 1.^a) na seção 22 (a) da Lei de 1933 e na seção 27 da Lei de 1934, ao fixar a competência de justiça federal para a apreciação dos feitos relativos à aplicação das leis de mercado, atribuiu o legislador “jurisdição exclusiva” aos tribunais federais para “o exame das violações à lei e aos regulamentos, assim como para todas as ações, fundamentadas no *common law* ou no direito-equidade, que se destinem a determinar as responsabilidades e os deveres criados pela lei e seus regulamentos, *quando violados*”; 2.^o) na seção 14 da Lei de 1933 e na seção 29 (b) da Lei de 1934, é prevista a nulidade (*voidability*) dos negócios jurídicos que violem todo e qualquer preceito das leis de mercado e de suas regulamentações, que são preceitos que tutelam interesses de ordem geral, e que, ensejando prejuízo em direito alheio, implicam na legitimidade de ação de reparação. Essa interpretação, no campo da legislação de mercado, é conhecida por *Kardon doctrine*, consagrada no caso *Kardon v. National Gypsum Co.* 69 *F. Supp.* 512, 513, 514 (*E.D.Pa.* 1946), julgado em Pennsylvania pelo Juiz Kirkpatrick.

7. Admitido, assim, como implícito, o preceito geral da responsabilidade delitual, este passou por um extraordinário desenvolvimento dogmático na aplicação de vários dispositivos da legislação de mercado. Nesse sentido, foi particularmente generosa a construção jurisprudencial em torno da seção 10 (b) da *Securities and Exchange Act*, de 1934, mormente em razão de sua regulamentação administrativa, a Regra 10b-5.

falling to do a required act, makes the actor liable for an invasion of an interest of another...” V. Prosser, *ob. cit.*, pp. 191-205, e Alan Bromberg, *Securities Law — Fraud — SEC Rule 10b-5*, New York, 1973, vol. 1, p. 29 (2.4 (1) (a)).

Com efeito, a seção 10 (b) da Lei de 1934 tipifica como ato ilícito (*unlawful*), no contexto do mercado secundário, “usar ou empregar, na venda e compra de valores, registrados ou não em bolsas nacionais, artifícios (*contrivances*) ou expedientes manipulativos ou enganosos (*manipulative or deceptive devices*), contravenientes à legislação de mercado, e respectiva regulamentação”. A regra 10b-5, baixada pela SEC através da *Act Release* 3.230, de 21.5.1942, utilizando-se da redação da seção 17 (a) da Lei de 1933, que inquina de ilegal a distribuição de títulos no mercado primário através de atos fraudatórios, dá um maior desenvolvimento a essas “*manipulative or deceptive devices or contrivances*” contidas na seção 10 (b) da Lei de 1934, nessas condições, caracteriza como delito a compra ou venda de títulos no mercado secundário, por meio de bolsas de valores ou não, com o emprego de (a) manobra enganosa (*scheme to defraud*), (b) omissão ou declaração inexata (*untrue statement-misrepresentation or omission-non disclosure*) e (c) práticas de negociação dolosas (*fraudulent course of business*)⁹⁶.

Assim, ocorrendo dano na compra e venda de títulos, no mercado secundário, por ato ilícito com as características acima apontadas, imputável ao vendedor ou ao comprador, ao ofendido é facultado o direito de exigir do transgressor a reparação patrimonial correspondente. À míngua, porém, de disciplina expressa a respeito da ação indenizatória cabível no caso, grassa certa dúvida no tocante aos requisitos para a propositura do feito. Literalmente, além da ocorrência do dano, e da fixação do nexo de causalidade entre a lesão sofrida e o comportamento do agente, a regra em exame não exige senão a comprovação do artifício, da declaração inexata ou da omissão de informações. Indaga-se, porém, se se não deveria somar a esses requisitos as demais condições exigidas, no direito comum, à propositura da ação de responsabilidade civil em caso de *deceit* (i.e., manobra astuciosa feita voluntariamente para enganar alguém), a saber: a) *scienter*, ou seja, consciência, senão mesmo intenção deliberada de causar prejuízo; e b) *reliance*, ou seja, credibilidade justificável por parte da vítima no processo ilusório forjado para o ilaquear. A tendência da jurisprudência, no que toca ao primeiro aspecto, é a

96. Cf. Jennings & Marsh, *Securities Regulation*, Mineola, 1972, cap. 19, pp. 1.052 e ss.

de admitir a ação de reparação civil, baseada na Regra 10b-5, seja o ato danoso da índole dolosa, seja de índole culposa, compreendendo, assim, não só o comportamento daquele que, intencionalmente, procura causar dano a outrem, ou ainda daquele que, consciente das conseqüências funestas do ato, assume o risco de provocar o evento danoso, como também daquele que viola direito alheio, causando-lhe prejuízo, sem *animus injuriandi* mas com inobservância da diligência que se exige do homem prudente, na emissão, ou na omissão de uma declaração. O que dá, aliás, ao comando em tela uma amplitude extraordinária. Com efeito, no contexto da regulação do mercado de capitais, que se pauta em termos de uma política de informações básica ao público investidor, essa regra geral de responsabilidade civil, assim interpretada, é de especial importância, pois passa a cobrir toda e qualquer hipótese em que, deliberadamente ou por imprudência ou imperícia, o comprador ou o vendedor venha a fazer uma declaração inexata, ou deixar de fazê-la, a respeito de fatos que são considerados indispensáveis ao conhecimento do investidor médio, para que este possa efetuar, com razoável margem de segurança, as suas transações com títulos⁹⁷.

E aqui passamos ao segundo requisito, isto é, à *reliance*, ou seja, à prova de justificável credibilidade por parte da vítima no artifício que o enganou, reputado indispensável para a propositura de *action of deceit*, que, nas ações baseadas na Regra 10b-5, é substituída pela noção de *materiality*, ou seja, a prova de que foram falseadas nas declarações, ou simplesmente omitidas, as informações consideradas substanciais para o juízo de um investidor médio (*material facts*).

8. O reconhecimento de uma ação de responsabilidade civil contra vendedores ou compradores de títulos, por atos fraudulentos no mercado secundário, estribado nessa regra geral de responsabilidade delitual, logrou consagração definitiva como o mais poderoso e versátil instrumento de regulação e controle do comportamento do mercado, ao lado da atuação do Poder Público. Esse êxito da Regra 10b-5 se deve, primeiramente, ao fato de que o princípio geral e abstrato do ato ilícito leva enorme vantagem sobre o sistema de figuras delituais típicas, que não podem conter todas as hipóteses de

97. Alan Bromberg, ob. cit., vol. 1.

danos reparáveis. Nesse sentido, a regra em questão logrou extraordinária expansão como remédio para inúmeras faltas de gestão cometidas pelos administradores da empresa (*remedy for mismanagement*), e como meio de proteção dos acionistas minoritários em processos de opressão e alijamento (*squeeze-outs or oppression*). Pois os diretores, altos empregados ou acionistas controladores e os demais acionistas da companhia se posicionam numa relação de mútua confiança (*fiduciary relationship*), o que implica na *culpa presumida* dos primeiros sempre que das negociações entre os mesmos resultar prejuízo para os últimos, não só por ocorrência de manobras e atividades maliciosas, como por mera falta de informações, ou declarações inexatas, a respeito de fatos que, segundo a prudência, devem ser comunicados ao investidor médio, que afetam o valor dos títulos negociados. O êxito da regra em focos se deve também ao fato de que as ações privadas, na esfera da justiça federal, desfrutam, nos EUA, de facilidades ignoradas pelas ações civis na justiça estadual. Assim, se esse procedimento assumir a forma de uma *derivative action*, isto é, uma ação social *uti singuli*, dispensará a garantia de instância, exigida pela maioria das leis estaduais. Ademais, dispondo dos serviços nacionais da justiça federal, a ação em tela poderá ser proposta, indiferentemente, à escolha do autor, onde tenha ocorrido a lesão, no domicílio do réu ou no domicílio do autor. De resto, se se tratar de uma ação direta de indenização (*non-derivative suit*), o autor pode optar por propor uma *class action*, prevista nas *Federal Rules of Civil Procedure*, desde 1938, em sua regra 23, mas já anteriormente consagrada no direito-equidade, que permite possa o interessado litisconsorciar-se com os demais membros de sua classe, fundado na comunhão de interesses, representando-os — donde falar-se em *representative class suit* — se a isso eles não se opuserem, o que permitirá, destarte, repartir, entre muitos, os encargos advocatícios e as custas processuais⁹⁸.

9. Resumindo, no dano causado ao indivíduo, há um fator de desequilíbrio social, constituindo a reparação patrimonial uma forma indireta de restauração do equilíbrio rompido.

98. Block, "Class and Derivative Actions under The Securities Laws", 26 *Bus. Law.* 425 (1970); William L. Cary, *Cases and Materials on Corporations*, 4.^a ed., Mineola, 1969, pp. 1.008 e ss.

Essa *função social* da responsabilidade civil se evidencia, com especial destaque, na atuação dos litigantes privados no domínio do mercado de capitais norte-americanos, consubstanciando a sanção civil instrumento repressivo de importância fundamental na polícia desse segmento da economia nacional, sendo inclusive estimulada pelo SEC que, em face da dimensão do mercado naquele país, não pode dispensar esse apoio dos particulares, na repressão à violação de normas compendiadas na lei⁹⁹.

8

A POLÍCIA DE MERCADO NO DIREITO BRASILEIRO

SUMÁRIO: 1. Os antecedentes da legislação brasileira de mercado — 2. A Lei de Reforma Bancária e a Lei de Mercado de Capitais — 3. Órgãos normativos e de polícia — 4. A ação normativa do Conselho Monetário — 5. A polícia pelo Banco Central — 6. A natureza compósita da legislação brasileira — 7. Validade do processo de *disclosure* — 8. O sistema de auto-regulação — 9. Responsabilidade civil por infração às regras de *disclosure*.

1. O elevado índice de desenvolvimento econômico, ocorrido no Brasil desde 1945 até 1962, caracterizou-se por uma fase de industrialização intensa devida principalmente a um processo de substituição de importações. O seu mercado de capitais, porém, se mostrou acanhado, dando contribuição relativamente pequena para a mobilização do excedente. As atividades das Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e S. Paulo, que processavam aproximadamente 90% do movimento total do País, assinalavam níveis bastantes reduzidos de operações em ações. Estimativas oficiais indicam que as subscrições de novas ações através das bolsas de valores não ultrapassavam 0,05% do Produto Interno Bruto, em 1963, o que constitui uma relação efetivamente baixa se se considerar que a formação bruta de capital no período alcançava em média 17% do PIB. Esgo-

99. Setefano Rodotà, *Il Problema della Responsabilità Civile*, Milão, 1964.

tados, porém, os artifícios aduaneiros e as facilidades fiscais que possibilitaram o desenvolvimento industrial característico do período, não havia outra alternativa para o desenvolvimento da economia nacional senão se basear na poupança privada. Pois a inflação também servira para transferir recursos aos setores de produção e ajudou a estimular o desenvolvimento. Mas com o correr do tempo, o rendimento líquido do dispositivo inflacionário começou a declinar, posto que a inflação começou a se revelar incapaz de provocar aquele tipo de poupança involuntária gerada nos primeiros anos do surto inflacionário. Por volta de 1963, já estava tornando claro que os potenciais de inflação, como instrumento desenvolvimentista, se achavam exaustos. Nessa conjuntura, a expansão da infra-estrutura econômica, dependente de investimentos de longo prazo de maturação, via-se prejudicada pela impossibilidade de conseguir financiamentos adequados. A única opção que se abria, no caso, era a estruturação de um mercado de capitais que incentivasse e canalizasse a poupança privada para aqueles investimentos considerados prioritários ao desenvolvimento do País, absorvendo sobretudo aquelas camadas sociais antes alijadas desse mercado.

O surto da inflação incontrolada, por outro lado, gerara também sérias tensões políticas e sociais e solapara o já fraco sistema de bens de débito. Foi nesse contexto, que o Governo Castello Branco assumiu o poder em 1964. Quando esse Governo publicou o seu *Programa de Ação Econômica do Governo para 1964-1966*, foram relacionadas oito grandes "reformas econômicas e sociais" a serem realizadas para tornar viável o programa econômico de estabilização, reforma e desenvolvimento. Entre essas medidas, que incluíam a reforma habitacional, a reforma bancária e a reforma agrária, o Governo consignou a promulgação de uma lei destinada a "disciplinar e estimular o desenvolvimento do mercado de capitais". No setor de política fiscal, ademais, o programa governamental salientou que seriam criados incentivos fiscais para encorajar a aplicação de poupanças privadas, através do mercado de capitais. Assim, desde os seus primórdios, o Governo deu prioridade ao desenvolvimento do mercado de capitais.

2. As leis básicas que regeram a formulação do mercado de capitais no Brasil, após 1964, foram, respectivamente, a Lei 4.595, de 31.12.1964, que dispõe sobre a política e as insti-

tuições monetárias, bancárias e creditícias, e criou o Conselho Monetário Nacional, e a Lei 4.728, de 14.7.1965, que introduziu uma série de medidas destinadas a disciplinar e fortalecer o mercado de capitais. Entre os seus dispositivos básicos, contam-se o estabelecimento de normas reguladoras da emissão de novas ações, inclusive regras de divulgação calcadas na legislação norte-americana, medidas com vistas à *modernização* do mercado de valores, autorização de correção monetária sobre os empréstimos e proibição de atividades no mercado paralelo. Introduziu, ainda, diversos outros pontos novos, como, por exemplo, a criação de bancos de investimentos e vários incentivos para a compra de ações de companhia. Finalmente, foi o Banco Central designado como agência responsável pela supervisão do desenvolvimento do mercado de capitais e pela administração dos requisitos de registro e divulgação.

Paralelamente, alicerçado na idéia de que as forças do mercado livre não garantiriam, por si só, necessariamente, a criação de um volume de poupança desejável, o Governo criou dois sistemas básicos de incentivos. O primeiro deles, para as sociedades anônimas que tinham suas ações difundidas entre o público, chamadas de sociedade de capital aberto; o segundo permitindo que os contribuintes do imposto de renda, no lugar de pagarem parte do imposto, investisse em ações, através de fundos de investimentos especiais. Nesse sentido, desempenhou relevante papel o sistema de incentivos fiscais criado pelo Decreto-lei 157, que consistia em acoplar a forma do aliciamento compulsório de poupanças pela taxaçaõ à alocaçaõ, através do sistema privado do mercado de capitais, dos recursos assim levantados. O sistema estabelecido pelo Decreto-lei 157 canalizou substanciais recursos para dentro dos mercados primário e secundário, e foi responsável pelo ritmo de crescimento de atividade nos mercados de ações, no País.

3. Ora, isso considerado, examinemos as *regulações* e a *polícia* do mercado de capitais brasileiro, tais como estabelecidas a partir de 1964, nos textos legais apontados¹⁰⁰.

100. David Trubek, "Law, Planning, and the Development of the Brazilian Capital Market", Yale Law School, *Bulletin* ns. 72-73, 1971; David Trubek, Jorge Hilário Gouveia Vieira e Paulo Fernandes de Sá, *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais*, Rio, 1971; Carlos Alberto Americano et alii, *O Mercado de Capitais*, Rio, 1970.

As leis citadas — Lei de Reforma Bancária e Lei de Mercado de Capitais — constituem os alicerces sobre os quais se reestruturou o sistema financeiro nacional. Para se compreender o alcance da reforma efetuada pelos diplomas citados, é necessário ter em mente que, de um modo genérico, a política financeira do país caracterizava-se por uma *identificação* entre os seus *setores normativos e executivos*. Até a Lei 4.595, de 1964, essa política era da competência da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), criada em fevereiro de 1945, pelo Decreto-lei 7.293, "com o objetivo de exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central". A administração superior da SUMOC era exercida por um conselho presidido pelo Ministro da Fazenda, conselho esse responsável pelas diretrizes da política monetária do país, exercendo, assim, a função de órgão *normativo*, enquanto a SUMOC propriamente dita atuava como órgão de assessoria, controle e fiscalização (*polícia*) e o Banco do Brasil, como órgão *executivo* das decisões do conselho. A indeterminação dos limites de competência das três esferas era apontada como a principal falha do sistema, que se transformou com a Lei 4.595. Esta converteu o conselho da SUMOC no Conselho Monetário Nacional e criou o Banco Central do Brasil. Hierarquicamente, o sistema financeiro nacional passou a ser constituído pelo Conselho Monetário Nacional, o Banco do Brasil, o BNDE e as demais instituições financeiras.

A principal finalidade do Conselho Monetário Nacional, órgão de cúpula do sistema, veio a ser a formulação da política da moeda e de crédito do país. (função normativa). O Banco Central, agente executor das decisões do conselho, exerceria funções vinculadas à fiscalização, ao registro e à concessão de autorização para funcionamento das instituições financeiras nacionais (funções de polícia). O Banco do Brasil passaria a ser apenas o instrumento de execução da política creditícia e financeira, e o BNDE, o executor da política de investimento do Governo Federal.

4. Advirta-se que a competência normativa do Conselho Monetário Nacional é de *âmbito global* abrangendo o sistema financeiro considerado *lato sensu*, inclusive o mercado de capitais. Essas atribuições foram fixadas, não pela Lei 4.595, que o criou, mas pela Lei 4.728, segundo a qual ao Conselho

é atribuída competência para *fixar normas gerais* relativas à continuação e funcionamento dos intermediários no mercado de capitais, vale dizer, à constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores, das sociedades corretoras, das instituições financeiras, dos bancos de investimento e das sociedades e fundos de investimento. Ademais, sobre lhe caber baixar essas normas aplicáveis às instituições financeiras atuantes no mercado de capital, compete-lhe, ainda, de acordo com esse diploma, *fixar normas gerais* referentes aos títulos de crédito com coobrigação de instituições financeiras, às obrigações com cláusula de correção monetária, bem como à publicidade e registro de qualquer emissão destinada ao público investidor.

Nessa ordem de idéias, esclarece o art. 2.º da Lei 4.728, que essa *ação normativa* do Conselho Monetário, no que diz respeito ao mercado de capitais, é polarizada no sentido de atingir os seguintes objetivos: a) *facilitar o acesso do público a informações* sobre títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado, e sobre as sociedades que os emitirem; b) proteger os investidores contra *emissões ilegais ou fraudulentas* de títulos; c) evitar modalidades de *fraude e manipulação* destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários; d) assegurar a observância de práticas *comerciais equitativas* por parte de todos aqueles que exerçam, profissionalmente.

5. Paralelamente, a lei em tela atribui, ao Banco Central, as funções de *polícia do mercado*, razão pela qual compete a esse órgão a *autorização, registro e fiscalização* das instituições intermediárias que nele operam. Desta forma, cabe ao Banco Central — à vista do que dispõe a Lei 4.728 — *autorizar* a constituição e funcionamento das bolsas de valores, das corretoras, das sociedades de investimentos, e das sociedades e firmas individuais que tenham por objetivo a subscrição de títulos ou valores mobiliários. Ainda em conformidade com esse diploma, cabe ao Banco Central do Brasil o *registro*: a) dos intermediários não responsáveis pela subscrição de títulos, mas que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação da poupança popular, b) dos títulos, c) das emissões destinadas ao mercado de capitais, d) dos consórcios das instituições financeiras, e) das pessoas ju-

rídicas de direito privado cujos títulos ou valores são negociados na bolsa de valores e f) do capital estrangeiro canalizado para o mercado. A par dessas funções, cabe ainda ao Banco Central ação *fiscalizadora sancionatória* de polícia. Assim, cumpre ao Banco Central fiscalizar: a) as operações dos intermediários por ele autorizadas, b) a fiel observância das normas legais e regulamentares por parte das sociedades emissoras de títulos na bolsa de valores acerca de informações, c) a correta obediência das disposições legais e regulamentares relativas à emissão, à subscrição e à distribuição de títulos, e d) a utilização de informações não divulgadas ao público, por pessoas que a elas tenham acesso. Essa fiscalização, aliada à competência para aplicar penalidades, é atribuída ao Banco Central pelo art. 10, VIII, da Lei 4.695, de 1964, em combinação com o dispositivo nos arts. 3.º, inciso IV, e 4.º da Lei 4.728, de 1965. Segundo esses dispositivos, o Banco Central, no exercício de sua ação fiscalizadora, poderá exigir sejam exibidos, a seus funcionários credenciados, documentos, livros de escrituração, papéis etc. Em caso de recusa, configurar-se-á embargo à fiscalização, fato punível com multa de 200 vezes o maior salário mínimo vigente no país, sem prejuízo de outras sanções cabíveis. Ainda com objetivo de facilitar a sua atividade fiscalizadora, o Banco Central expediu a Circular 2, de 11.6.1965, que obriga as instituições financeiras a manterem registros especiais, atualizados, por meio de fichas, dos nomes das pessoas jurídicas e físicas (acionistas com mais de 10% no capital das entidades financeiras, subsidiárias das entidades financeiras, os seus diretores, fiscais, cônjuges, parentes até 2.º grau) proibidas de contraírem empréstimos ou adiantamentos com as instituições financeiras a que estão vinculadas. Por outro lado, no art. 44 da Lei 4.595, o legislador alinha as penalidades a que se sujeitam as instituições financeiras, seus diretores, fiscais, gerentes, e *semelhantes*, que venham a infringir a legislação de mercado, aplicáveis pelo Banco Central, e que vão desde simples advertência à detenção ou reclusão.

6. Como se vê, a legislação brasileira de mercado é uma legislação composta: a) exige o registro ou o licenciamento das pessoas que atuam no mercado; b) exige o registro dos títulos e das respectivas sociedades emissoras; e c) contém medidas de atuação repressiva contra as infrações no mercado (*anti-fraud provisions*), o que muito a aproxima da legislação

reguladora norte-americana federal. O que, no entanto, mais a identifica com as *securities regulations* são as exigências de *disclosure*, e a adoção do princípio do *disclosure* ainda mais se evidencia em alguns documentos que vieram implementá-la, como as Resoluções 88 e 214, respectivamente de 30.1.1968, e 2.2.1972. A Resolução 88 regulamenta o registro das pessoas jurídicas de direito privado, inclusive sociedades de economia mista, emissoras de títulos e valores mobiliários, negociáveis em bolsas de valores e nos demais integrantes do sistema de distribuição no mercado de capitais, bem como o registro das respectivas emissões. Nesse ponto, a legislação brasileira inova, se contrastada com a legislação americana, em que se inspirou, pois, nos EUA, existe apenas o registro das emissões, e não o registro das sociedades emissoras (embora muitos batalhem por isso). A Resolução 214, por sua vez, estabelece o *modelo de prospecto* das sociedades que almejam obter das emissões de títulos no mercado para efeito de lançamento ou distribuição no mercado de capitais. A par disso, essas resoluções instauram, no Brasil, o *continuous disclosure system*, adotado no direito americano pela *Securities Acts Amendments*, de 1964, quando autoriza o Banco Central a pedir, "periodicamente, ou quando julgar necessário, a *atualização das informações prestadas por ocasião do registro*". E diz mais: o Banco Central poderá solicitar "o fornecimento de novos elementos que lhe permite estudar a situação da empresa com vista à manutenção do registro, podendo submetê-la à verificação *in loco*" (Resolução 88, VIII). Como se vê, tal como ocorrido na legislação americana, consagrou-se o princípio de que o controle a ser exercido pelo órgão encarregado da regulação e polícia do mercado deve ser concentrado em torno do "processo de prestações de informações" (*disclosure*).

7. Há quem conteste a validade da adoção do princípio em tela no Brasil. Nos EUA, quando foram sancionadas as leis de 1933 e 1934, já existia um mercado de capitais bastante desenvolvido, conquanto pouco ordenado, e mesmo assim houve quem contestasse a sua validade, pois o sistema parte da premissa de que o investidor, uma vez de posse das informações, estará habilitado a fazer um investimento criterioso. A contestação à validade desse sistema se baseia na ressalva de que essa suposição só estará correta se o informado tiver

capacidade para utilizar as informações oferecidas de maneira conveniente. No caso brasileiro, inexistindo uma tradição de mercado, e sendo o investidor médio despreparado para absorver a massa de informações colocadas à sua disposição (balanços, prospectos etc.), pareceria falacioso, dizer que os investidores, de posse desses dados, estão devidamente protegidos. É a posição, aliás, dos Profs. Fábio Comparato e Nelson Eisirik¹⁰¹. Ora, sem falar na atuação das instituições, e dos investidores institucionais, capazes de absorver os informes e, assim, servir de diafragma entre a sociedade emissora, os agentes de mercado e o público, a verdade é que o legislador brasileiro comprou essa idéia básica, e a reproduziu nos dois diplomas fundamentais do mercado, posteriormente sancionados: a lei das sociedades por ações e a lei do mercado de valores mobiliários, respectivamente Lei 6.404, de 15.12.1976, e Lei 6.385, de 7.12.1976.

Partindo da idéia de que a defesa da economia popular e o funcionamento do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, mediante a fixação de normas para emissão dos títulos destinados ao público e a divulgação de dados sobre a companhia emitente, a Lei 6.385, de 7.12.1976, criou uma agência governamental especializada (mas não independente, pois subordinada ao Conselho Monetário Nacional e episodicamente ao Banco Central), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com poderes para disciplinar e policiar o mercado de capitais. O legislador de 1965, organizara esse mercado, colocando-o sob a disciplina normativa do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central, por entendê-lo incipiente, não encontrando justificativa para criar um órgão novo, espe-

101. Em u'a mesa redonda promovida pela revista *Veja* em 1973 (de 23.4.73), o Prof. Comparato manifestou o seu ceticismo quanto à eficácia em nosso meio do processo de *full disclosure*: "Sou cético. Acho que no nosso meio isso não vai representar fator importante na proteção do investidor. (...) O nosso tipo de investidor não tem tradição nem a educação necessárias para se informar". Essa crítica está bem próxima daquela que se teceu na América do Norte, quando do aparecimento da legislação reguladora na década de 30: "the ordinary investor, at least at that time, was incapable understanding, analysing and digesting the financial and analytical material which can be provided for him" (V. Douglas & Bates, "The Federal Securities Act", 43 *Yale L. J.* 17(1933). Nesse mesmo diapasão é a censura de Nelson Eisirik, *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, Ibmecc, 1977, p. 120.

cializado. Expandindo-se, porém, esse mercado, e multiplicando-se as atividades próprias do Banco Central, fazia-se mister a criação de uma nova agência governamental, específica para a área em apreço. Doravante, a Comissão de Valores Mobiliários está encarregada desses misteres: a ela compete a fiscalização das sociedades anônimas abertas, assim como o registro das emissões públicas de valores privados e o acompanhamento da conduta dos administradores e acionistas controladores das companhias abertas. Cabe-lhe outrossim o controle dos documentos de *disclosure* nas empresas de mercado. Da mesma forma, à Comissão compete a fiscalização e o controle das instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, das pessoas, físicas ou jurídicas, que exerçam a administração e custódia de títulos privados, dos auditores independentes, dos consultores e dos analistas de valores.

8. Fica também clara na lei a competência da CVM para supervisionar as bolsas de valores, às quais, como *órgãos auxiliares* da Comissão, cabe fiscalizar a atuação de seus membros e as operações nelas realizadas. Com isso, dá-se continuidade ao *sistema de auto-regulação*, já inaugurado pela Lei 4.728, e cujas características básicas foram consagradas pela Resolução 39, de 20.10.1966, também de nítida inspiração anglo-americana, onde é pacífica e facultade regulamentar (*rulemaking authority*) das chamadas *self-regulatory organizations*.

A atuação da CVM, porém, é menos ampla do que a da *Securities and Exchange Commission*, em que inegavelmente se inspirou, pois não há falar, na espécie, em uma verdadeira *independent regulatory commission*, visto que se trata, como a própria lei o conceitua, de uma "autarquia", vinculada ao Executivo (Ministério da Fazenda), e subordinada às regulações estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

A lei, por outro lado, define o sistema de distribuição dos valores mobiliários e aperfeiçoa o procedimento administrativo, detalhando a ação sancionatória.

Esse diploma legal, ademais, pressupõe a existência de uma nova lei das sociedades por ações, a qual distingue, logo no seu preâmbulo (art. 4.º), as companhias abertas das fechadas, baseada no critério de que as primeiras têm valores

mobiliários admitidos à negociação no mercado bursátil e de balcão, e as segundas não. Feita essa distinção preliminar, vários são os dispositivos da lei que se referem exclusivamente às empresas de mercado. Assim, no art. 157, atribui "ao administrador das companhias abertas" o dever de informar (*disclosure*), fixando-lhe outrossim responsabilidade quanto ao uso indevido de informações (art. 155, § 1.º).

9. Outro ponto em que se observa substancial inovação na lei diz respeito à responsabilidade civil dos infratores das regras de *disclosure*. Paulo Fernandes de Sá, escrevendo alguns anos antes dos dois últimos diplomas citados, observava: "Os acionistas brasileiros não estão habituados a ingressar em juízo para lutar por responsabilidade civil nos casos de falta de revelação de informações... Além do mais, a idéia de responsabilidade civil por insuficiência de informações é praticamente desconhecida no país e as cortes não estão familiarizadas com esta espécie de problema. Naturalmente, se esta idéia mais simples não foi ainda aceita e disseminada, não podemos falar de responsabilidade por liberalidade excessiva (abuso de poder) ou uso de informação interna em função do cargo (*insider trading*). Claras e efetivas regras acerca das responsabilidades dos diretores, nos casos de informações insuficientes ou tendenciosas, deveriam ser criadas a fim de garantir os direitos dos investidores"¹⁰².

Ora, essas regras foram baixadas através do novo diploma do anonimato e da nova lei de mercado, como passaremos a ver nas páginas que se seguem.

102. Paulo Fernandes de Sá, "Mercado de Capitais", in *Intervenção do Estado no Domínio*, Rio, 1973, p. 7.