

# TEMAS DE DIREITO SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL CONTEMPORÂNEOS

*Liber Amicorum*

Prof. Dr. ERASMO VALIADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA

Coordenação de

MARCELO VIEIRA VON ADAMEK

Aleides Tomassetti Jr. • Alfredo de Assis Gonçalves Neto  
Aline de Menezes Santos Aragão • Amir Achcar Hocayeva Cunha  
Antônio Carlos Malheiros • Arnaldo Malheiros Filho  
Arthur Bardawill Pentade • Caetano Lagrasta Neto • Carlos Klein Zanini  
Daniella Neves Reali Fragozo • Eduardo Secchi Munhoz  
Erick Corvo • Erik Frederico Oishi • Evandro Fernandes de Pontes  
Evy Cynthia Marques • Fábio Nussdo • Flavio Luiz Yarshell  
Francisco Antunes Maciel Müssnich • Francisco Saitiro  
Gilberto Marrelli Andrade • Gustavo Akkerman • Herbert Wiedemann  
João Pedro Barroso de Nascimento • José Alexandre Tavares Guerreiro  
José Carlos Moreira Alves • José Igencio Botelho de Mesquita  
José Marcelo Martins Preença • José Virgílio Lopes Enei  
Julian Fonseca Peña Chediak • Luiz Antônio de Sampaio Campos  
Luiz Gastão Paes de Barros Leães • Manoel de Queiroz Pereira Calças  
Manoel Justino Bezerra Filho • Marcelo Fernandez Trindade  
Marcelo Roberto Ferro • Marcelo Vieira von Adamek  
Marco La Rosa de Almeida • Maria Eugénia Finkelstein  
Maria Isabel de Almeida Alvarenga • Maria Isabel do Prado Bocater  
Mauro Bardawill Pentade • Modesto Carvalhosa • Nelson Eizirik  
Newton De Laceda • Otto Carlos Vieira Ritter von Adamek  
Patrícia Barbi Costa • Paula A. Forçioni • Paulo Cezar Aragão  
Paulo Fernando Campos Salles de Toledo • Paulo Salvador Frontini  
Pedro Testa • Roberto Delmanto • Sérgio I. Eskenezá Pernidji  
Sheila Christina Neder Cerezetti • Vaido Cestari de Rizzo • Walter Ceneviva

**Chineses Wall: a Segregação de Atividades em Conglomerados**

*Financeiros como Forma de Prevenir a Dorrância de Altos Híftios*  
— **MARIA ISABEL DO PRADO BOGATER**

**O Desaparecimento do Controlador nas Companhias com Ações Dispersas**

— **MOJIBETO CARVALHOXA**  
**O Parecer de Orientação 35/2008 da CVM e a Incorporação de**

**Companhia Fechada por sua Controladora Companhia Aberta**  
— **PABLO CEZAR ARAGÃO**

**Função Social da Companhia: Limitações do Poder de Controle**

— **PABLO SALVADOR FRONTINI**  
**Anotações sobre o Regime Jurídico dos Brazilian Depositary Receipts**  
— **PEDRO TESTA**

**A Negociação pela Companhia com as Próprias Ações em Decorência**

**da Operação de Reembolso**  
— **SÉRGIO I. ESKERKAZI PERINDI**

**Administradores Independentes e Independência dos Administradores**

**(Regras Societárias Fundamentais no Estímulo do Mercado**  
**de Capitais Brasileiros)**  
— **SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI**

**Do Direito do Acionista à Informação em Companhias Abertas e Fechadas**

— **VALDO CESAR DE RIZZO e MARCO LA ROSA DE ALMEIDA**

**RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA E CIVIL**

**DO OFERTANTE E DO INTERMEDIÁRIO**

**PELO CONTEÚDO DO PROSPECTO**

**ALINE DE MENEZES SANTOS ARAGÃO**

*1. Introdução. 2. Finalidade do prospecto e fundamento da imposição de responsabilidade por sua elaboração. 3. Regime brasileiro de imputação de responsabilidade: 3.1 Esclarecimentos iniciais – 3.2. A responsabilidade administrativa do ofertante e da instituição intermediária – 3.3 A responsabilidade civil do ofertante e da instituição intermediária: 3.3.1 O tratamento dispensado pela Lei 6.385/1976 – 3.3.2 A impossibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor – 3.3.3 O regime do Código Civil-I: a impossibilidade de aplicação do art. 927, parágrafo único – 3.3.4 O regime do Código Civil-II: a aplicação do art. 186 – 3.3.5 Aspectos do regime de responsabilidade. 4. Dificuldades técnicas com o exame da responsabilidade: 4.1 Prova do nexo causal – 4.2 Qualificação do investidor – 4.3 As diversas falhas informativas: 4.3.1 Informação enganosa (misleading) ou inexacta – 4.3.2 Informação involuntariamente equivocada – 4.3.3 Informação incompleta ou omissa – 4.3.4 Informações sobre projeções – 4.3.5 Informação “enterrada” (omitted information). 5. Conclusões e propostas de aperfeiçoamento.*

**1. Introdução**

O objetivo deste artigo é discutir sobre aspectos controvertidos da responsabilidade civil de dois dos principais envolvidos na preparação dos prospectos de emissão de valores mobiliários: o ofertante e o intermediário (*underwriter*) de tais operações. Haveria diferenças, em termos de responsabilidade, entre a atuação do ofertante do valor mobiliário e do intermediário da distribuição? O sistema normativo brasileiro reconheceria tais diferenças? Qual a natureza dessas responsabilidades? Seria possível falar, para tais atividades, em responsabilidade objetiva? Seria cabível a aplicação do Código de Defesa do Consumidor?

Nos últimos anos as emissões de mercado de valores mobiliários experimentaram desenvolvimento sem precedentes. De 2004 até hoje foram mais de 140 ofertas públicas, a quase totalidade delas nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&F-Bovespa denominados “Nível 2” e “Novo Mercado”.<sup>1</sup> Por força desse aumento, o número de companhias

1. Fontes: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) e [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), acesso em 13.9.2010.

abertas no Brasil saltou de 358, em 2004 – nível mais baixo já observado –, para mais de 440 atualmente, sendo certo que cerca de 30% desse total apenas nos citados segmentos especiais de listagem. Em 2007 o Brasil foi o quinto País do mundo em ofertas de ações, ficando apenas atrás da China quando se compararam apenas os chamados mercados emergentes. Em 2006 o Brasil foi o décimo do mundo em ofertas públicas, e novamente o segundo entre os emergentes.

Os principais investidores das ofertas públicas foram os estrangeiros que adquiriram ou subscreveram uma média de 70% do total ofertado em todo o período. No entanto, os investidores pessoas físicas também participaram de tais operações, representando 12% do volume total ofertado em todo o período. No mercado secundário a participação do investidor de varejo tem-se mostrado, na média, maior, em torno de 30% do volume negociado.<sup>2</sup>

A despeito desse nível elevado de atividade, não há precedentes judiciais ou administrativos recentes relativos à responsabilidade do emissor ou da instituição intermediária das ofertas. A única decisão judicial de que se tem notícia foi proferida no processo movido por alguns fundos de pensão contra um banco comercial pelos danos causados em decorrência da aquisição de debêntures de determinada companhia aberta.<sup>3</sup>

No âmbito administrativo, a Comissão de Valores Mobiliários/CVM julgou até hoje apenas quatro processos, todos eles relativos a ofertas realizadas com um nível de informação, seja em termos de qualidade, seja em termos de quantidade, muitíssimo inferior ao atual, já que se tratava de ofertas conduzidas sob a égide da Instrução CVM-13, de 30.8.1980, que antecedeu a Instrução 400, de 29.12.2003, atualmente em vigor, e que vem servindo de suporte normativo às emissões ocorridas de 2004 até hoje.<sup>4</sup> Tais

2. Fonte: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), acesso em 13.9.2010.

3. O fundamento utilizado pelos demandantes era a declaração, contida no prospecto, de que inexista relacionamento comercial relevante entre a instituição intermediária e o ofertante, quando se veio a apurar que o *underwriter* seria um dos principais credores do ofertante e que receberia uma parte dos recursos obtidos com a oferta. A decisão do agravo regimental apresentado em sede de agravo de instrumento pode ser consultada em: [https://ww2.sj.jus.br/revistaelectronica/asp?registro=200802860068&id\\_publicacao=29/06/2009](https://ww2.sj.jus.br/revistaelectronica/asp?registro=200802860068&id_publicacao=29/06/2009), acesso em 13.9.2010.

4. Os precedentes foram os seguintes: (a) Processo RJ-2005/6.924, j. 31.10.2006 (“caso Casa Anglo”) – imposição de nulitas ao emissor e ao intermediário da operação de emissão de debêntures cujo prospecto omitia a informação sobre a existência de controle entre emissor e o intermediário, pelo qual este receberia parte substancial dos recursos captados com a oferta; (b) Processo RJ-2005/0365, j. 24.10.2.2006 (“caso Celpar”) – imposição de penalidades ao intermediário por falha na *due diligence* realizada, que terminou permitindo que não fosse feito registro das principais garantias subjacentes ao valor mobiliário emitido, que terminou sendo inadimplido; (c) Processo RJ-2003/8.172.

precedentes são ainda anteriores à edição, em 1998, do “Código de Ofertas Públicas da Associação Nacional dos Bancos de Investimento” (“Código ANBI”), importante iniciativa de autorregulação que antecipou, na prática, diversos dos procedimentos e mecanismos que só viriam a receber reconhecimento normativo com a edição da Instrução 400.

É verdade que ainda estamos muito próximos aos fatos – o que pode explicar em parte a ausência de precedentes relativos às emissões recentes. Entretanto, não é difícil prever que o crescimento das emissões pode levar a um aumento dos casos de responsabilização dos envolvidos na preparação do prospecto, principal peça de venda dos valores mobiliários. Note-se, nesse particular, que o fato de boa parte das companhias ter optado pela arbitragem em seus estatutos, além de não prejudicar a competência da CVM para analisar administrativamente os casos que lhes sejam submetidos, também não afasta do Poder Judiciário a competência para examinar questões relativas ao prospecto de emissão, já que o *underwriter* não adere ao Regulamento de Arbitragem da Câmara do Novo Mercado.

Não há dúvidas, ainda, de que os escassos precedentes existentes são muito mais uma fotografia do passado, de uma realidade já bastante alterada pela grande modernização pela qual passaram a regulamentação brasileira de mercado de valores mobiliários e o próprio ambiente institucional em que tais operações passaram a se realizar. São precedentes, em certa medida, pouco úteis para compreensão dos problemas atuais. Atualmente, quais seriam as questões mais desafiadoras, em termos de responsabilidade, na preparação de um prospecto? Haveria algum espaço para aperfeiçoamento em nosso regime legal? São todas essas questões que esse breve artigo procurará comentar.

## 2. Finalidade do prospecto e fundamento da imposição de responsabilidade por sua elaboração

Segundo o art. 38 da Instrução 400, o prospecto é definido como “o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

j. 15.10.2004 (“caso Eletrometrô”) – intermediário absolvido da acusação, pela impossibilidade de se lhe exigir que apure a existência de “contrato de gaveta” entre o emissor dos valores mobiliários e parte a ele relacionada; (d) Processo 19/2003 (“caso Easypar”), 24.4.2007 – intermediário apenado pelo descumprimento de seu dever de investigar que o prospecto tivesse informações suficientes para a tomada da decisão de investimento (fonte: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

O conteúdo mínimo do prospecto, nos termos do art. 40 da Instrução 400, é dado pelas informações e documentos indicados no Anexo III da norma. O mesmo dispositivo faculta à CVM, em norma própria, definir "diferentes conteúdos conforme as características da operação, em razão do tipo de valor mobiliário ofertado ou do público investidor-alvo".

O prospecto presta-se a diversas finalidades, de todas elas sobressaindo aquela de *proteção*, que pode ser analisada sob três ângulos distintos:

(i) Para o *ofertante dos valores mobiliários* o prospecto pode ser considerado um instrumento de proteção, porque a divulgação de informações feita de acordo com os cânones da boa-fé objetiva, e executada de forma completa, precisa e neutra, constitui, sem dúvida, instrumento para exclusão de sua responsabilidade, transferindo inteiramente para o investidor o risco do investimento.

(ii) Para a *instituição intermediária* da oferta pública o prospecto também representa instrumento de proteção porque, como se verá mais adiante, é sua a responsabilidade pela verificação dos dados ali contidos. Se sua obrigação tiver sido adequadamente cumprida, também se poderá afastar qualquer eventual tentativa de responsabilização. Cabe, aqui, lembrar que a Lei 6.385/1976 equipara à companhia emissora, na distribuição pública, as instituições financeiras e demais sociedades que integram o sistema de distribuição (cf. art. 19, § 2º, III, E, por fim).

(iii) Para o *investidor* o prospecto também pode ser considerado instrumento de proteção, na medida em que a divulgação ali feita é o principal documento que subsidiará sua decisão de investimento.<sup>5</sup> Aceita-se que o investidor corra o risco inerente ao investimento, mas não o de ver seu investimento depreciado pela existência de informações falsas ou, ainda, pela superveniência de informações não reveladas no primeiro momento.

O momento da distribuição pública é um dos mais importantes de toda disciplina de mercado de valores mobiliários, porque nele ocorre a pressão de venda concentrada junto ao público para subscrição dos valores mobiliá-

5. Toda discussão em torno da necessidade e conveniência de imposição do chamado *quiet period* – período de 60 dias que antecede o protocolo do pedido de registro da oferta, ou contato desde que a data e que a oferta foram decididas ou projetadas, no qual a empresa, seus representantes e instituições intermediárias envolvidas na distribuição pública estão proibidos de se manifestar na imprensa (cf. art. 48 da Instrução 400) ... está ligada à necessidade de obrigar o investidor a ler o prospecto. A presunção da norma é de que as notícias publicadas pela imprensa tendem a ressaltar apenas o lado positivo, podendo também ocorrer simplificações (comuns à linguagem jornalística) que poderiam deturpar informações importantes. Ao restringir o contato do emissor com a imprensa diminui-se a probabilidade de tais ocorrências, assim como a possibilidade de que informações condicionantes sejam divulgadas. Como se sabe, pela penetração que a mídia tem em diversos segmentos sociais, e com diferentes níveis de conhecimento de mercado, a intensidade do dano causado no contato com a imprensa é mais elevada.

rios de determinado emissor. Nesse momento, toda a regulação de mercado de valores mobiliários atua para assegurar que o prospecto tenha informações neutras e equilibradas, com destaque para os riscos do investimento e sem propaganda exageradamente positiva do emissor.

Já, a obrigatoriedade da presença de uma instituição intermediária (cf. art. 19, § 4º, da Lei 6.385/1976) está ligada à presunção normativa de incapacidade dos investidores (especialmente os de varejo) de terem o mesmo nível de informação do emissor no momento da realização de uma oferta pública. Em uma operação societária bilateral, como é o caso de uma aquisição de controle, de uma incorporação ou de uma fusão, o adquirente ou a companhia que fará a incorporação ou a fusão normalmente condicionam a conclusão do negócio ao resultado satisfatório de uma *due diligence* que eles próprios conduzirão. O investidor individual, obviamente, não tem condições materiais nem técnicas de fazer uma tal *due diligence*, daí por que o principal trabalho do intermediário é investigar as informações que o investidor, sozinho, não teria condições de descobrir, colocando-o no mesmo nível informacional que o dos controladores e administradores do emissor. Como afirmou a *Securities and Exchange Commission*/SEC a respeito da função dos intermediários: "Congress recognized that underwriters occupied a unique position that enabled them to discover and compel disclosure of essential facts about the offering. Congress believed that subjecting underwriters to the liability provisions would provide the necessary incentive to ensure their careful investigation of the offering."<sup>6</sup>

No âmbito da distribuição pública, a instituição intermediária é então contratada pelo ofertante, mas sua atuação deve pautar-se pelos interesses dos investidores. Em razão disso, Luis Manuel Teles de Menezes Leição fala no contrato de distribuição como "um contrato de eficácia de proteção perante terceiros".<sup>7</sup>

Sem a imposição de responsabilidade civil pela divulgação de tais informações o investidor teria o ônus de investigar e controlar a exatidão das informações do prospecto. Alternativamente, o investidor poderia optar, no limite, entre confiar, sem qualquer garantia, nas informações ali explicitadas ou desistir de realizar o investimento. Nenhuma dessas alternativas é desejável, em termos de funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. Daí por que se diz que, ao lado da correção da assimetria informacional entre o emissor e o investidor, a imputação de responsabilidade pelo con-

6. *The Regulation of Securities Offerings*, SEC Release n° 76064, 63 Fed. Reg. 67174 (disponível para consulta em [http://comment.lawyerlinks.com/deq/ant.htm#http://comment.lawyerlinks.com/libr/nysec/sec\\_releases/33-76064\\_1.htm](http://comment.lawyerlinks.com/deq/ant.htm#http://comment.lawyerlinks.com/libr/nysec/sec_releases/33-76064_1.htm), acesso em 13.9.2010).

7. Luis Manuel Teles de Menezes Leição, "Atividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros", in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, p. 150.

teúdo do prospecto tem também a função de *proporcionar confiabilidade* às informações ali contidas.

Tradicionalmente, como se sabe, o prospecto é revisito pelos órgãos de supervisão de mercado de valores mobiliários. Essa revisão, entretanto, não tem por finalidade assegurar confiabilidade às informações contidas no prospecto — que poderia até mesmo se confundir com um exame de mérito da qualidade do empreendimento, que inexistiu no sistema brasileiro e na maior parte das jurisdições desenvolvidas —, mas, sim, efetuar um *controle sobre as informações* do prospecto sob o ponto de vista de sua qualidade e suficiência.

Nesse sentido, o art. 15 da Instrução 400 prescreve que “o registro [da oferta pública] baseia-se em critérios formais de legalidade e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados”. Da mesma forma, o art. 56, § 7º, da mesma norma dispõe que “o registro não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade”. Finalmente, todo prospecto deve conter, já em sua primeira página, de maneira destacada, os seguintes dizeres:

“O registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da Companhia emissora, bem como sobre os [valores mobiliários] a serem distribuídos”.

### 3. Regime brasileiro de imputação de responsabilidade<sup>8</sup>

#### 3.1 Esclarecimentos iniciais

São muitas as pessoas envolvidas na elaboração de um prospecto. Para efeitos deste artigo, detemos-nos no exame dos dois principais atores deste processo: o ofertante dos valores mobiliários e a instituição intermediária da distribuição.

Também para efeitos deste artigo, preocupar-nos-emos exclusivamente com o ofertante dos valores mobiliários em uma *oferta primária*. As distri-

8. Diversas das considerações que se seguem neste capítulo foram feitas — ao que sabemos — pioneiramente por Marcelo Fernandez. Irindade em apresentação durante o Seminário ANIBD de Direito de Mercado de Capitais, à qual remetemos o leitor: <http://www.anibd.com.br/institucional/CalendarioRedirect?temp=5&proj=ANIBD&pub=T&db=CadSOL2006&DOCID=F535964713A16240303237155004E3662&comp=ssc>. *RI BILOTECA*, acesso em 13.9.2010.

buições públicas, como se sabe, podem ser primárias ou secundárias. Na distribuição primária há a criação de títulos novos, destinando-se os recursos obtidos à companhia emissora. O ofertante, na distribuição primária, é o próprio emissor dos valores mobiliários. Já, nas emissões secundárias os títulos existem, já foram objeto de emissão no passado, e estão sob titularidade de um acionista.<sup>9</sup> Em uma oferta secundária o ofertante não é o emissor dos valores mobiliários, mas o acionista titular dos títulos a serem distribuídos, que receberá os recursos captados com a oferta.

A opção pelo exame da responsabilidade do ofertante na oferta primária foi feita em função de um critério de utilidade. Já que, ainda atualmente, em sua quase totalidade as ofertas públicas realizadas no Brasil ou são primárias — caso em que as figuras do emissor e do ofertante se confundem, de maneira que examinar a responsabilidade de um equívale a examinar a responsabilidade do outro —, ou são ofertas secundárias realizadas por acionistas ligados ao controle ou à administração do emissor — caso em que o regime de responsabilidade que sobre eles recai, ao menos em sede administrativa, é o mesmo imposto ao emissor nas ofertas primárias. As ofertas secundárias de valores mobiliárias realizadas por acionistas independentes, não ligados ao controle ou à administração, são ainda raras no Brasil, razão pela qual o regime especial de responsabilidade do ofertante e do emissor em tais casos não será aqui tratado.<sup>10</sup>

A responsabilidade do emissor e do intermediário pode ser analisada sob as perspectivas penal, administrativa e civil.

Em termos penais, a Lei 1.521, de 26.12.1951, que dispõe sobre os crimes contra a economia popular, prevê, em seu art. 3º, VII, que constituem crimes contra o Sistema Financeiro “dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas”. Adicionalmente, o art. 6º da Lei 7.492, de 16.6.1986, que também define crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, considerava ilícito penal “induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente”.

9. A companhia pode ser a titular dos valores mobiliários caso eles tenham sido mantidos em Tesouraria, sendo possível haver oferta pública de tais títulos.

10. Apenas para que não passe sem registro, na oferta secundária não realizada pelo emissor ou por seu acionista controlador (que são *insiders* à companhia) o padrão de responsabilidade administrativa do ofertante é idêntico ao do *underwriter* (§ 3º do art. 56 da Instrução 400). Nessa mesma situação, a companhia tem em relação ao ofertante um dever de cooperação (art. 47 da Instrução 400), estando obrigada a fornecer ao ofertante as informações e documentos necessários à elaboração do prospecto e devendo ser sancida de todos os custos em que incorrer na coleta, elaboração, preparação e entrega de informações ou documentos adicionais aqueles que periodicamente já estaria obrigada a fornecer ao mercado.

Os aspectos relativos à responsabilidade administrativa e civil serão examinados a seguir, separadamente.

### 3.2 A responsabilidade administrativa do ofertante e da instituição intermediária

No que diz respeito ao direito administrativo, a responsabilidade do ofertante dos valores mobiliários e do intermediário está prevista no art. 56 da Instrução 400. Quanto ao primeiro, o *caput* do dispositivo prescreve que "o ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição". Como se constata da leitura do dispositivo, o ofertante é o responsável primário por toda a divulgação feita em prospecto, sobre ele recaindo o dever principal de prover informações adequadas, de que trata a norma.

Em contraposição, a responsabilidade da instituição intermediária, prevista no art. 56, § 1º, do mesmo diploma legal, é a seguinte: "A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar a qualidade das informações fornecidas ao mercado".

Em razão dessa divisão de atribuições, diz-se que o intermediário é corresponsável, juntamente com o ofertante, pela elaboração do prospecto, cabendo-lhe a reanálise das informações que estão sendo fornecidas ao público, a fim de verificar se são fidedignas e suficientes para uma tomada de decisão por parte dos investidores. O intermediário deve investigar as informações e analisá-las de forma crítica, checando sua suficiência e veracidade.<sup>11</sup> Deve adotar uma postura autônoma e independente, não se deixando levar pelo entusiasmo do ofertante, e analisando de maneira profissional todo o prospecto.<sup>12</sup>

11. Bem ilustram o dever de investigação do *underwriter* as seguintes declarações, extraídas de procedimentos norte-americanos a respeito de seu padrão de conduta: "Underwriters must exercise a high degree of care in investigation and independent verification of the company's representations"; "Tacit reliance on management assertions is unacceptable: the underwriters must play devil's advocate" (Felt v. Leasco Data Processing Equip. Corp. 332 F.Supp. 544, 582). "In order to make the underwriter's participation in this enterprise of any value to investors, the underwriters must make some reasonable attempt to verify the data submitted to them. They may not rely on the company's officers or on the company's counsel. A prudent man in the management of his own property would not rely on them" (*In re* Worldcom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628).

12. Cf. Nelson Eizirik, "Negócio jurídico de *underwriting*... Questões contemporâneas", in *Direito Empresarial - Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado* (obra coletiva), São Paulo, Método, 2005.

A doutrina especializada, com razão, vê no padrão de atuação do intermediário uma *obrigação de meios*, de atuar com a *maior diligência possível* para investigar a qualidade das informações fornecidas ao mercado. Veja-se por todos a lição de Nelson Eizirik: "O *underwriter*, ao analisar as informações fornecidas pela companhia emissora, deve conferir sua suficiência e qualidade. Para eximir-se da responsabilidade civil e administrativa decorrente da prestação de informações falsas ou inexatas, incumbe-lhe demonstrar que *atendeu ao padrão de diligência*. Deve o *underwriter* assumir uma postura independente ante a companhia emissora, ao exercer seu dever de diligência. Com efeito, presume-se que o *underwriter* realiza uma análise profissional das informações prestadas pela companhia, daí considerando-se que seu dever de diligência deve atender aos padrões do banqueiro, não meramente do bom pai de família (...). O que se requer do *underwriter*, assim, é que *atue com diligência* na revisão das informações prestadas pela companhia emissora, que deverão ser utilizadas pelos investidores em seu processo de decisão."<sup>13</sup> (grifou-se).

É expressivo que a norma administrativa não tenha imputado à instituição intermediária a responsabilidade por assegurar *veracidade, consistência e suficiência* das informações do prospecto — como fez em relação ao ofertante —, mas apenas a obrigação de "assegurar a qualidade das informações fornecidas ao mercado". Se se dissesse que a instituição intermediária teria fornecidas as informações do prospecto, estaria a obrigação de *garantir a veracidade* das informações do prospecto, e, portanto, próximos a uma obrigação de resultados, com possibilidade de que a instituição respondesse, de maneira objetiva, diante de qualquer inexactidão ou falsidade verificada no prospecto. Não é isso, a nosso juízo, que faz a norma administrativa; e, em verdade, nem poderia fazê-lo, sob pena de ilegalidade, já que, como se sabe, a responsabilidade administrativa depende sempre da comprovação de culpa.

O *underwriter* isenta-se de responsabilidade mediante prova de que observou seu dever de investigação e verificação, constituindo-se o que se chama na doutrina norte-americana de *due diligence defense*.

Uma primeira questão diz respeito à extensão do dever de investigação necessário para comprovação da *due diligence defense*. Para a SEC trata-se de investigação razoável (*reasonable investigation*), descrita da seguinte forma: "By associating himself with a proposed offering [an *underwriter*] impliedly represents that he has made such an investigation in accordance with professional standards. Investors properly rely on this added protection which has a direct bearing on their appraisal of reliability of the representations in the prospectus. The underwriter who does not make a reasonable

investigation is derelict in his responsibilities to deal fairly with the investing public."<sup>14</sup>

Não há na Instrução 400 limitação ou declaração expressa quanto à extensão desse dever de investigação. No entanto, a nosso ver, tratando-se de obrigação de meios e, mais ainda, tratando-se de responsabilidade subjetiva, como sempre ocorre com a responsabilidade criada por norma administrativa, é necessário ponderar as circunstâncias do caso, entre as quais se inclui o tempo disponível para checagem das informações.

Esse aspecto do tempo merece ser melhor detalhado à luz das recentes transformações ocorridas no quadro normativo brasileiro.

No final de 2009 foi editada a Instrução 480, de 7 de dezembro, que dispõe sobre o registro dos emissores de valores mobiliários. A Instrução 480 representa a passagem do sistema brasileiro de um regime de divulgação de informações em bases periódicas para divulgação em bases permanentes, instituindo-se a obrigatoriedade de que as companhias divulguem o *Formulário de Referência*, que passa a ser o principal local de informações relativas ao emissor.

Paralelamente, a CVM divulgou a Instrução 482, de 5.4.2010, que altera a Instrução 400 com o objetivo de harmonizá-la com as inovações trazidas pela Instrução 480, criando, ainda, caminhos para que as ofertas públicas possam ser realizadas em prazos mais abreviados. Em decorrência dessas alterações, passa a ser possível aos emissores incorporar por referência ao prospecto o Formulário de Referência e outras informações periódicas apresentadas em conformidade com a Instrução 480.

Esse sistema certamente trará desafios novos em termos de responsabilidade do *underwriter*. Se, por um lado, ganha-se celeridade na concessão do registro de distribuição ao se permitir a incorporação por referência ao prospecto de informações periódicas prestadas pela companhia, por outro lado, as instituições intermediárias passarão a ter cada vez menos tempo para atender ao seu dever de diligência na revisão das informações no prospecto.

A questão é intensamente discutida nos Estados Unidos, onde a incorporação por referência e o regime de prestação de informações em bases permanentes são uma realidade há anos. Não são poucos os estudiosos norte-americanos que defendem a inadequação, frente a tais mudanças, do regime de responsabilidade imposto aos *underwriters*, como se vê pelo questionamento de John C. Coffee Jr.: "It is not clear that the underwriter today still performs the classic gatekeeping function (...). Many argue that serious due diligence efforts are simply not feasible within the time constraints of

14. *The Regulation of Securities Offerings*, p. 58.

shelf registration. Given these constraints, they claim that the solution lies in downsizing the threat under Section 11."<sup>15</sup>

Também se admite que, ao analisar as informações prestadas pelo emissor, a instituição intermediária possa confiar, sem precisar conduzir investigações exaustivas, nas declarações prestadas por especialistas, como naquelas feitas pelos auditores em relação às demonstrações financeiras da companhia.

Trata-se do que a doutrina norte-americana convencionou chamar de *reliance defense*, que não se confunde com a *due diligence defense*. A principal diferença entre ambas é que a *due diligence defense* deve ser utilizada pelo *underwriter* para demonstrar que exerceu adequadamente seu dever de investigação sobre as partes do prospecto *não relativas* a declarações de especialistas. As partes relativas às declarações de especialistas estariam cobertas pela *reliance defense*, que, em princípio, afastaria a necessidade de investigação do *underwriter*.

15. John Coffee Jr., "Brave new world?: The impact(s) of the internet in modern securities regulation" (1997) 52 *Business Lawyer* 1.195. Cf., ainda, as observações de Langvoort (*Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment* (1999), Georgetown University Law Center, Business, Economics, and Regulatory Law Working Paper N. 194.752, disponível em <http://ssrn.com/abstract=194752> ou <doi:10.2139/ssrn.194752>, acesso em 13.9.2010); "There is a strong practical case to be made for absorbing underwriters of all inquiry obligations short of recklessness (...). As underwriter involvement diminishes in significance relative to the deal as a whole, it becomes that much more problematic to apply a negligence-based standard in the first place"; e de Frank Partnoy ("Barbarians at the gatekeepers? A proposal for a modified strict liability regime", *Washington University Law Quarterly* 79, disponível em <http://ssrn.com/abstract=281360> ou <doi:10.2139/ssrn.281360>, acesso em 13.9.2010): "It is reasonable to question whether the underwriter's 'due diligence' role is justified at all (...). For shelf registrations, disinterested advance due diligence is the exception, not the rule". Em resposta a essas observações, e embora sem jamais admitir qualquer nota de relativização ao dever de diligência dos *underwriters* em função da mudança do regime de prestação de informações, foi adotada a chamada *Rule 176* (*Circumstances Affecting the Determination of what Constitutes Reasonable Investigation and Reasonable Grounds for Belief Under Section 11 of the Securities Act*, <http://aflj.law.nyu.edu/CCL/33Act/R176.html>, acesso em 13.9.2010). De acordo com essa norma: "In determining whether or not the conduct of a person constitutes a reasonable investigation or a reasonable ground for belief meeting the standard set forth in Section 11(c), relevant circumstances include, with respect to a person other than the issuer: (a) The type of issuer; (b) The type of security; (c) The type of person; (d) The office held when the person is an officer; (e) The presence or absence of another relationship to the issuer when the person is a director or proposed director; (f) Reasonable reliance on officers, employees, and others whose duties should have given them knowledge of the particular facts; (g) When the person is an underwriter, the type of underwriting arrangement, the role of the particular person as an underwriter and the availability of information with respect to the registrant; e (h) Whether, with respect to a fact or document incorporated by reference, the particular person had any responsibility for the fact or document at the time of the filing from which it was incorporated."

A *reliance defense*, entretanto, não é absoluta, devendo o *underwriter* atentar para a existência de sinais de alerta (*red flags*). Normalmente consideram-se sinais de alerta as afirmações ou ocorrências pouco razoáveis, improváveis ou que representem desvio evidente em relação ao que seria um padrão normal. O surgimento de *red flags* faz com que o dever de investigação do *underwriter* se estenda também sobre as declarações prestadas pelos especialistas, inclusive quando se tratar de demonstrações financeiras auditadas. A respeito do tema é ilustrativa a seguinte passagem: "Underwriters perform a different function from auditors. They have special access to information about an issuer at a critical time in the issuer's corporate life. The public relies on the underwriter to obtain and verify relevant information and then make sure that essential facts are disclosed. Acting with the degree of diligence that applies to a prudent man when managing his own property, underwriters should ask those questions and seek those answers that are appropriate in the circumstances. They are not being asked to duplicate the work of auditors, but to conduct a reasonable investigation. If their initial investigation leads them to question the accuracy of financial reporting, then the existing of an audit or a comfort letter will not excuse the failure to follow through with a subsequent investigation of the matter. If red flags arise from a reasonable investigation, underwriters will have to make sufficient inquiry to satisfy themselves as to the accuracy of the financial statements, and if unsatisfied, they must demand disclosure, withdraw from the underwriting process, or bear the risk of responsibility".<sup>16</sup>

Há que se considerar, ainda, a existência, ou não, de relação prévia entre o ofertante e a instituição intermediária. O pressuposto, aqui — e que nos parece correto —, é o de que, se o ofertante é um cliente habitual da instituição intermediária, é possível que se examine sua atuação com mais rigor. O tipo de atividade que normalmente decorre de tal relacionamento envolve vínculos estreitos e um conhecimento mútuo que facilita a tarefa da instituição intermediária de ser mais crítica em relação às informações prestadas e de identificar corretamente os sinais de alerta.

Em qualquer caso, o padrão de exame da conduta do *underwriter* não é o do *bonus pater familiae* romano — ou do comportamento que o homem médio ou comum utilizaria na condução de seus próprios negócios —, mas sim, a diligência profissional (*lex artis*), ou seja, o da diligência esperada do bom profissional na atividade por ele desenvolvida. Essa também é a opinião de Nelson Eizirik, cujas lições novamente transcrevemos: "Assim, o primeiro requisito que o *underwriter* deve seguir para atender ao seu dever de diligência é atuar com a *habilitade e pericia* que normalmente se esperarão de um banqueiro competente. Neste sentido, um dos principais fatores

para se saber se o profissional comportou-se com a diligência esperada é verificar se ele prestou seus serviços de acordo com as *regras e métodos usualmente adotados em sua atividade*. Assim, não poderá ser responsabilizado o *underwriter* se ficar demonstrado que ele utilizou corretamente os usos e as práticas profissionais *geralmente aceitos ou recomendados* para a revisão das informações prestadas pela emissora"<sup>17</sup> (grifou-se).

Finalmente, um aspecto curioso a respeito da responsabilidade da instituição intermediária sobressai do § 4º do art. 56 da Instrução 400, segundo o qual "a instituição líder e o ofertante, este último na hipótese do § 3º apenas, deverão guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, a *documentação comprobatória de sua diligência* para o cumprimento do disposto no § 1º" (grifou-se). Caberia indagar, diante do texto legal, se não se teria consagrado a inversão do ônus da prova no que diz respeito à comprovação do dever de diligência. Poderia a CVM, validamente, acusar o intermediário de falta em seu dever de diligência apenas com base em indícios, cabendo a ele defender-se cabalmente de tais acusações mediante apresentação de documentação comprobatória adequada? Não se trata, a nosso ver, de questão remota ou despida de utilidade prática. No entanto, seu aprofundamento está além dos limites deste trabalho.

### 3.3 A responsabilidade civil do ofertante e da instituição intermediária

#### 3.3.1 O tratamento dispensado pela Lei 6.385/1976

Como primeira constatação tem-se a completa ausência na Lei 6.385/1976 de dispositivo específico prevendo a possibilidade de responsabilização do emissor e da instituição intermediária. As referências feitas a ambos são sempre indiretas, como se vê dos seguintes dispositivos: (i) art. 4º, IV, "a" — dispõe que a CVM e o Conselho Monetário Nacional/CMN exercerão suas atribuições com o fim de proteger os titulares de valores mobiliários de emissões irregulares de valores mobiliários; (ii) art. 9º, V e VI — conferem poderes à CVM para "apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado" e para "aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal"; e (iii) art. 19, § 5º, II, "a" e "d" — dão competência à CVM para fixar normas de execução ao disposto no dispo-

17. Nelson Eizirik, "Negócio jurídico de *underwriting* — Questões contemporâneas", cit., in *Direito Empresarial — Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado* (obra coletiva), p. 258.



tivo, inclusive sobre "a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas" e também sobre "os participantes da distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor".

Como se verifica, os dispositivos referem-se, na verdade, à *competência da CVM* para regulamentar dispositivos da Lei 6.385/1976 e aplicar punições decorrentes de sua violação, mas não à *atuação* do ofertante ou dos intermediários. Não há na norma legal qualquer passagem que se refira diretamente à atuação desses participantes ou que se dedique a fixar seu padrão de responsabilidade.

Como bem aponta Marcelo Fernandez Trindade, esse regime é claramente contrastante, por exemplo, com aquele imposto pela mesma Lei 6.385/1976 a uma outra categoria de *gatekeepers* importante no mercado de valores mobiliários: os auditores independentes. Em relação a eles a lei foi explícita e bastante detalhada, seja nas funções que se espera que tais participantes devam exercer, seja em termos de imputação de responsabilidade — como se depreende do disposto no art. 26, § 2º, segundo o qual "as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes responderão civilmente pelos prejuízos que causarem a terceiros em virtude de culpa ou dolo no exercício das funções previstas neste artigo".<sup>18</sup>

### 3.3.2 A impossibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor

É pertinente examinar se seria cabível aplicar o Código de Defesa do Consumidor para responsabilizar os ofertantes e as instituições intermediárias de uma oferta pública. Para que essa aplicação possa ser feita seria preciso equiparar os ofertantes — isto é, as companhias, tratando-se de oferta primária — e as instituições intermediárias aos fornecedores de produtos e serviços.<sup>19</sup>

18. Marcelo Fernandez Trindade, apresentação durante o 5º Seminário ANBIJUD de Direito de Mercado de Capitais, cit., disponível em [http://www.ambiud.com.br/insitucional/CalendarRehrec?temp=5&proj=ANBIJUD&pub=TK&db=CadSQL2000&DDCID=F55964713A16240303257135004E3662&comp=sec\\_BIBLIOTECA](http://www.ambiud.com.br/insitucional/CalendarRehrec?temp=5&proj=ANBIJUD&pub=TK&db=CadSQL2000&DDCID=F55964713A16240303257135004E3662&comp=sec_BIBLIOTECA), acesso em 13.9.2010.

19. Nelson Elzirik também entende não aplicável o Código de Defesa do Consumidor, mas por argumentos distintos dos que serão aqui utilizados. Para o ilustre comerciantista seria impossível existir relação de consumo nas operações de mercado de valores mobiliários. A nosso ver — sempre com o devido respeito —, tal conclusão é excessiva e não se aplicaria, por exemplo, aos serviços prestados pelas corretoras em mercado secundário ou às atividades dos administradores e gestores de fundos de investimento, que, em princípio, entendemos sujeitos ao Código de Defesa do Consumidor. De toda maneira, Elzirik cita em apoio à sua posição o seguinte comentário dos próprios autores do ante-

A nosso ver, essa equiparação não é possível ou, no mínimo, trata grandes dificuldades. Em relação aos ofertantes porque os valores mobiliários são títulos (de participação ou de dívida, conforme o caso), que, no âmbito de uma distribuição pública, não se confundem com produtos. Além disso, o objetivo da companhia é explorar as atividades econômicas previstas em seu objeto social, que poderão ou não constituir relações de consumo. A emissão de ações em si não é atividade de oferecimento de bens ou serviços aos consumidores, mas forma de captar recursos para financiar as atividades previstas no objeto social — donde não se pode, tecnicamente, qualificar a companhia como fornecedora. Finalmente, o investidor que compra ações normalmente não o faz como destinatário final, mas com o objetivo de aliená-las mais tarde em mercado secundário, consistindo essa possibilidade de alienação, justamente, em um dos eventos de realização de lucros buscados no momento do investimento.<sup>20</sup>

No tocante à instituição intermediária da distribuição ainda não nos parece adequado, como também chama a atenção Marcelo Fernandez Trindade, aplicar a legislação consumerista, em razão do problema das partes contratantes dessa relação. O intermediário, como já dito, é contratado pelo ofertante, que, como também explicado, é a companhia (na distribuição primária) ou um acionista com participação societária relevante (na distribuição secundária). Em ambas as hipóteses o ofertante, que é o contratante, não é o consumidor, e sem tal vínculo contratual parece-nos impossível sustentar a existência de relação jurídica de consumo entre o intermediário e o investidor.<sup>21</sup>

projeto de lei que deu origem ao Código de Defesa do Consumidor: "E os investidores de mercado de valores mobiliários, serão eles igualmente considerados também consumidores com relação às instituições ou empresas que propiciam tal tipo de investimento? A resposta é certamente negativa. Tanto isso é verdade, que a Lei 7.913, de 7.12.1989, previu ações específicas para o ressarcimento a investidores, prevendo ainda a Lei 6.024, de 13.3.1974, medidas acautelatórias quando se tratar de liquidação extrajudicial de instituições de crédito" (*Código Brasileiro de Defesa do Consumidor: Comentário pelos Autores do Anteprojeto*, São Paulo, Forense Universitária, 1997, p. 41, apud Nelson Elzirik, "Negócio jurídico de *underwriting* — Questões contemporâneas", cit., in *Direito Empresarial — Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado* (obra coletiva), p. 262).

20. Parece-nos, pelas razões expostas acima, gravemente equivocado o entendimento exposto no voto do Exmo. Des. Dinms Carneiro, e acompanhado por unanimidade, nos autos do AI 685.635-4/9-00, julgado em 3.2.2010 pela 7ª Câmara de Direito Privado do TSP e segundo o qual as ações seriam *produtos*. De acordo com o voto "Extra-se desse magistério que as ações, embora sejam, em princípio, títulos de participação corporativa ou societária, uma vez colocadas no mercado através de entidades especializadas em sua comercialização (sim, porque são vendidas com variação de preço, conforme a lei da oferta e da procura), transformam-se em produtos à disposição de todos".

21. A situação muda de figura, entretanto, no caso da intermediação feita em mercado secundário. Em tais casos estabelece-se relação contratual direta entre o investidor

Uma última possibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor às instituições intermediárias residiria na incidência do art. 17 daquele diploma legal, que reconhece os direitos dos chamados *system-ders*, consumidores que estão além daquele que contrata diretamente, e que podem vir a ser afetados por falhas no fornecimento de produtos ou na prestação de serviços. Como ensina Roberto Senise Lisboa ao comentar o dispositivo, “além do próprio consumidor, o terceiro prejudicado recebeu a atenção do legislador, ante o dano sofrido decorrente da relação de consumo da qual não participou” — para em seguida concluir que “estendeu-se a proteção concedida pela lei ao destinatário final dos produtos ou serviços, em favor de qualquer sujeito de direito, inclusive daquele que ordinariamente não seria consumidor na relação de consumo a partir da qual ocorreu o prejuízo”.<sup>22</sup>

Em relação a esses terceiros, o art. 18 do CDC prevê que “os fornecedores de produtos de consumo duráveis ou não duráveis respondem solidariamente pelos vícios de qualidade ou quantidade que os tornem impróprios ou inadequados ao consumo a que se destinam ou lhes diminuam o valor, assim como por aqueles decorrentes da disparidade, com as indicações constantes do recipiente, da embalagem, rotulagem ou mensagem publicitária, respeitadas as variações decorrentes de sua natureza, podendo o consumidor exigir a substituição das partes viciadas”.

Também aqui, a nosso juízo, há dificuldades sérias com a aplicação do dispositivo. Primeiramente, seria preciso sustentar que os valores mobiliários seriam um “produto de consumo durável ou não durável” — o que nos parece questionável, pelas razões já expostas. Dever-se-ia, ainda, demonstrar que esse “produto” continha vícios de qualidade ou quantidade, e que tais vícios deveriam estar explicitados no prospecto, que seria, então, o documento de venda do “produto-ação”, por equiparação, nesse ponto, às indicações do recipiente, embalagem, rotulagem ou mensagem publicitária. Por fim, seria preciso que os vícios comprovadamente diminuíssem a qualidade do “produto”, o tornassem impróprio ou inadequado “ao consumo” ou, ainda, lhe diminuíssem o valor.

Como se vê, a incidência do Código de Defesa do Consumidor, se não impossível e inadequada — como, a nosso ver, ocorre —, no mínimo enfrenta sérias dificuldades técnicas. Por tal razão, passa-se ao exame do regime

e a instigação intermediária (tipicamente uma corretora ou distribuidora de valores), que assume perante aquele uma série de obrigações. Em tais casos, a nosso ver, o serviço prestado pela instituição intermediária estaria abrangido pelas disposições do Código de Defesa do Consumidor. O Código incidiria, entretanto, sobre o serviço prestado, não tendo qualquer relação com o valor mobiliário negociado no bojo da prestação de serviços.

22. Roberto Senise Lisboa, *Responsabilidade Civil nas Relações de Consumo*, São Paulo, Ed. RT, 2001.

de responsabilidade previsto no Código Civil, que, a nosso ver, seria o mais apropriado à questão ora analisada.

### 3.3.3 *O regime do Código Civil-I: a impossibilidade de aplicação do art. 927, parágrafo único*

Ao se chegar ao estudo do regime de responsabilidade do emissor e da instituição intermediária pelo conteúdo do prospecto, deve-se, em primeiro lugar, cogitar da viabilidade de incidência da responsabilidade objetiva prevista no art. 927, parágrafo único, do Código Civil.

Em nossa opinião, não é possível aplicar a responsabilidade objetiva do mencionado dispositivo legal a nenhuma atividade de mercado de valores mobiliários.

É sabido que o direito civil moderno, refletindo os problemas específicos de uma sociedade de massa, tem dado cada vez mais importância à vítima e à reparação do dano, afastando-se — nas palavras de Alvimino Lima — “do elemento moral, da pesquisa psicológica, do íntimo do agente, ou da possibilidade de prevenção ou de diligência”.<sup>23</sup> Por tal razão surgiram as correntes modernas sustentando a responsabilidade objetiva, fundada em um binômio de causalidade entre o proveito auferido e o risco criado. Pouco a pouco — explica Alvimino Lima — essa chamada “teoria do risco integral” foi sendo substituída por construções mais realistas, como a da “responsabilidade por ato anormal” e a “teoria do risco-proveito”.<sup>24</sup>

O Código Civil brasileiro tem sido incensado por ter consagrado pela primeira vez, no art. 927, parágrafo único, uma cláusula genérica de responsabilidade objetiva. Entretanto, como enfatiza a melhor doutrina, apesar de sua generalidade, o dispositivo em questão dirige-se apenas às atividades perigosas, devendo-se, ademais, reconhecer a diferença entre a atividade

23. Alvimino Lima, *Culpa e Risco*, 1ª ed., 2ª tir., São Paulo, Ed. RT, 1963, p. 119.

24. Nas palavras de Alvimino Lima, a responsabilidade por ato anormal era defendida por Ripert e surtira: “toda as vezes que a atividade do agente é anormal no uso da propriedade”. Já, a teoria do risco-proveito, desenvolvida por Saleilles e defendida por Josseland, afirmava que aquele que usufrui dos benefícios que sua atividade lhe proporciona deve também suportar os males dessa mesma atividade, não sendo possível que tais males recaiam exclusivamente sobre a vítima, que não concorre para a atividade exercida nem auxilia, com isso, qualquer vantagem (Alvimino Lima, *Culpa e Risco*, cit., 1ª ed., 2ª tir., pp. 123-124). A teoria do risco-proveito foi posteriormente elaborada e desdobrou-se em outros binômios (risco criado, risco de empresa, risco mitigado etc.). Para uma exposição dessa evolução, v. Anderson Schreiber, “O caso da culpa”, in *Novos Paradigmas da Responsabilidade Civil — Da Evolução dos Filhos da Reparação à Diligência dos Danos*, 2ª ed., São Paulo, Atlas, 2009, pp. 9-50. Anderson Schreiber, nesse mesmo artigo, critica, atalamente, o recurso ao risco como fundamento único para imposição de responsabilidade objetiva (ob. cit., pp. 28-30).

perigosa e a conduta do agente que exerce uma atividade qualquer, que pode ou não, por si só, representar perigo a terceiros, independentemente do eventual perigo da própria atividade: "No parágrafo único do art. 927, o legislador quis se referir somente à atividade *perigosa*, ou seja, que *por sua natureza* implica em riscos para terceiros. A prática de atos que ditadamente estão pondo em risco a saúde e a segurança da população é perigosa, pois intrinsecamente perigosa. Como exemplos, temos os transportes (aéreo, marítimo e terrestre), as atividades em que se usam armas (seguranças particulares ou policiais - responsabilidade do Estado, art. 37, § 6º, da CF), trabalhos de consertos em estradas, obras de concessionárias do serviço público (hoje regidas pela teoria do risco administrativo do art. 37, § 6º, da CF), atividades esportivas (corridas de automóveis, asa-delta, esqui na neve ou aquático, equitação), bombas de gasolina, emissões radioativas (Lei de Responsabilidade Civil por Atividade Nuclear, de 1977), fábrica de fogos, pirotecnia, venda de gás engarrafado, transporte de gasolina. Ou seja, periculosidade que em si mesma gera riscos e perigos (...). É preciso que a doutrina e a jurisprudência deem os *limites e critérios* para a responsabilidade pela *atividade perigosa* (nem ato, nem produto), pois tudo na vida apresenta risco e perigo e, se começarmos a interpretar todas as atividades com perigosas, acabaremos por colocar também os indivíduos respondendo pela teoria do risco, como, por exemplo, o dano provocado por um ciclista e até por uma dona de casa empurrando o carrinho de supermercado ou de seu bebê e atropelando os transeuntes. Uma observação importante é que, em se falando de atividade, está-se a falar de atividade empresarial. Essa regra, como está, somente pode ser aplicada às empresas. Essa interpretação vem da Itália e de Portugal, de onde a regra se originou".<sup>25</sup>

Esse também é o pensamento de Nelson Eizirik, referindo-se especificamente à atividade do *underwriter*: "Com efeito, considerar toda atividade profissional como de risco equivaleria a transformar a responsabilidade objetiva em regra geral, subvertendo a disciplina da responsabilidade civil em nosso ordenamento jurídico. A regra prevista no art. 927, parágrafo único, do Código Civil deve ser interpretada de forma restrita, somente sendo aplicada àquelas atividades que apresentam um risco verdadeiramente extraordinário, que justifique a sua submissão a um regime jurídico especial, que não é o caso daquelas desempenhadas pelo *underwriter*".<sup>26</sup> (grifou-se).

Há que se considerar, adicionalmente, que o investimento em valores mobiliários é um negócio aleatório, em que o risco é inerente ao investi-

mento, tendo ambos os contratantes ciência inequívoca das oscilações a que o investimento está sujeito. O risco de perda é inerente a qualquer investimento em mercado de valores mobiliários, e o modelo de supervisão estatal parte do pressuposto de que é bom que assim o seja, já que de outra forma seria impossível garantir o mérito de qualquer investimento.<sup>27</sup> É graças ao caráter aleatório do investimento que se viabiliza a existência do mercado de valores mobiliários como mecanismo de financiamento da atividade empresarial.

Mas, acima de tudo, a possibilidade de aplicação da responsabilidade objetiva levaria a uma situação paradoxal.

O mercado de valores mobiliários pode ser considerado um "jogo de soma zero",<sup>28</sup> no sentido de que o benefício total para todos os jogadores, para cada combinação de estratégias, sempre soma zero (em que um jogador só lucra com base no prejuízo de outro).

No mercado de valores mobiliários, sempre que algum investidor está ganhando, outra pessoa está perdendo. Nesse sentido, em uma distribuição primária, quando um investidor subscrive uma ação diretamente da companhia e essa ação foi comprada por um preço maior do que o que viria a ser negociado em mercado secundário no dia seguinte, poder-se-ia dizer que a companhia teria se enriquecido em detrimento do investidor. Se, por outro lado, a ação foi subscrita por preço inferior ao de sua negociação subsequente, então, o investidor é que teria se locupletado, em prejuízo da companhia e de seus anteriores acionistas. Da mesma forma, se um investidor compra uma ação de outro investidor em mercado e depois essa ação cai de preço, seria possível dizer que o vendedor teria se enriquecido frente ao comprador. O contrário se a ação subisse de preço: dir-se-ia que o vendedor teria tido um prejuízo frente ao outro investidor.

Chegaríamos, então, ao absurdo de que *toda e qualquer* operação de mercado de valores mobiliários geraria *sempre* um direito potencial à indenização por parte de um possível prejudicado, resultando em um custo social inaceitável. Um ramo do Direito que produzisse a cada operação, a cada contrato firmado, um potencial direito à indenização não seria candidato à incidência de responsabilidade objetiva, mas à *proibição da atividade*. Seria o caso de se considerar as atividades de mercado de valores mobiliários como ilícitas (como ocorre nos demais delitos), já que haveria sempre,

25. Teresa Ancona Lopez, *Princípio da Precaução e Evolução da Responsabilidade Civil*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 166-167.

26. Nelson Eizirik, "Negócio Jurídico de *underwriting* - Questões contemporâneas", cit. in *Direito Empresarial - Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado* (obra coletiva), p. 261.

27. A respeito dos métodos e objetivos da regulação de mercado de valores mobiliários, v. Marcelo Fernandez Trindade, "O papel da CVM e o mercado de valores mobiliários no Brasil", in Jairo Sacchi (coord.), *Funções e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos* (obra coletiva), São Paulo, IOB, 2002, pp. 297-329.

28. A expressão refere-se a uma espécie de estratégia estudada pelo ramo da Matemática conhecido como "teoria dos jogos", cujas origens remontam ao trabalho do matemático John von Neumann.

necessariamente, um indivíduo sendo lesado em qualquer operação.<sup>29</sup> Não é isto, entretanto, o que ocorre.

### 3.3.4 O regime do Código Civil-II: a aplicação do art. 186

Tem-se então, em decorrência do que foi exposto até o momento, e por exclusão das outras soluções estudadas, que a conduta do ofertante e da instituição intermediária deve ser examinada à luz do art. 186 do Código Civil brasileiro, que consagra a responsabilidade civil clássica, fundada no ato ilícito. Para apuração dessa responsabilidade depende-se: (i) da existência de conduta dolosa ou culposa contrária à norma jurídica – é preciso que o sujeito tenha tido a intenção de causar o prejuízo (dolo), ou que o tenha causado por menos cuidado que o esperado (culpa). Assim, na responsabilidade subjetiva é sempre imprescindível que se analise a conduta do sujeito; (ii) da presença de dano – exige-se que exista dano ou lesão a um bem jurídico, comprovando-se a superveniência de prejuízo. Esse dano pode ser moral ou patrimonial; e (iii) do nexo de causalidade entre a conduta e o dano: o dano causado deve ser consequência da ação ou omissão do agente.

### 3.3.5 Aspectos do regime de responsabilidade

Em razão do que foi exposto, parece não haver espaço no Brasil para a tese segundo a qual a responsabilidade pelo conteúdo do prospecto seria de natureza contratual.<sup>30</sup> Para os partícipes dessa tese, o prospecto teria relevância negocial quanto às condições e características da oferta, integrando, dessa forma, o negócio jurídico celebrado entre o ofertante e o investidor e vinculando-os contratualmente. Em relação à responsabilidade da instituição intermediária não se poderia, realmente, falar em responsabilidade contratual, tendo em vista tratar-se, em princípio, de responsabilidade perante terceiros (os investidores), e não perante o cliente (o ofertante), que, como visto, é quem estabelece o vínculo contratual com o intermediário.

Alguns estudiosos, em outras jurisdições, desprezam a distinção entre responsabilidade contratual e extrac contratual por entenderem que se trata-

29. Francesco Carnelutti, *Teoria General del Delleto*, trad. de Victor Conde, Madrid, Editorial Revista de Derecho Privado, 1952.

30. A discussão – reconheça-se – é um pouco supérflua atualmente, ante o esmialhamento da bipartição entre responsabilidade contratual e extrac contratual. V., por todos, Fernando Noronha: “As estas razões, acresce que a bipartição ‘responsabilidade contratual’ e ‘extrac contratual’ reflete um tempo passado, o da elaboração da distinção, em que se dava o máximo relevo às obrigações assumidas no âmbito da autonomia privada, relegando a lugar secundário as não ‘contratadas’. Anualmente, já se vai reconhecendo que a responsabilidade que era chamada de extrac contratual não é simplesmente aquela que fica para além dos contratos, ela é bem mais importante, é o regime-regra da responsabilidade civil” (*Direito das Obrigações*, vol. 1, São Paulo, Saraiva, 2003, p. 433).

ria, na verdade, de uma terceira via de responsabilidade, que poderia ser a pré-contratual (por culpa in contrahendo), ou, ainda, pela responsabilidade pela prestação de informações.<sup>31</sup> Ambas as teorias partem da premissa de que o prospecto é o principal veículo de informação pré-negocial, e, dessa forma, poder-se-ia alegar a nulidade da subscrição ou da aquisição de valores mobiliários com base em vício do consentimento ou, ainda, buscar indenização pela ocorrência de danos ou prejuízos causados por falsidades, inexatidões ou omissões.

Veja-se a respeito o comentário de Luis Manuel Teles de Menezes Leitão, feito a partir do sistema jurídico português, que contém disciplina expressa para os deveres e condutas do intermediário: “Não parece difícil concluir que estes deveres eram estatuídos no interesse dos investidores, mas que não correspondiam a deveres de prestação, dado que os investidores não podiam exigir diretamente o seu cumprimento dos intermediários financeiros, mas apenas estabelecer a sua responsabilização em caso de incumprimento. Estes deveres correspondiam, assim, a deveres acessórios de informação cuja fundamentação pode ser estabelecida através da qualificação do contrato de colocação como um contrato de eficácia de proteção em relação a terceiros, ou, conforme preferimos, pela sua qualificação como deveres de informação oriundos de uma relação pré-contratual. Desta conclusão resultam consequências relevantes em termos dogmáticos. Em termos de ilicitude a responsabilidade dos intermediários financeiros pela informação constante do prospecto resulta assim da violação de deveres acessórios, pelo que a nosso ver deverá ser situada no âmbito das responsabilidades abrangidas pela terceira via de responsabilidade civil, o que explica a ressarcibilidade dos danos patrimoniais puros, bem como a presunção de culpa estabelecida”<sup>32</sup> (grifou-se).

Outra questão interessante é a relativa à natureza das responsabilidades do ofertante e da instituição intermediária.

Embora de interesse teórico, a questão tem pouca relevância prática, já que, como demonstra a experiência de outras jurisdições, a instituição intermediária é indisputadamente a parte mais demandada em juízo. De fato, a ocorrência de demandas é compreensivelmente maior na hipótese de fracasso, total ou parcial, do investimento, quando não raro o emissor se encontra em condições financeiras precárias ou falido. Em tais situações a instituição intermediária será quase sempre a única capaz de responder financeiramente pelos prejuízos alegadamente causados.

31. Luis Manuel Teles de Menezes Leitão, “Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros”, cit., in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, p. 145.

32. Idem, p. 154.

Sustenta-se em alguns sistemas jurídicos que a obrigação do ofertante seria *de resultado*, já que o legislador teria definido o prospecto como um *documento completo e veraz*, sem aludir, entretanto, a qualquer causa de exclusão de responsabilidade.<sup>33</sup>

No sistema brasileiro, a despeito da diferença reconhecida na norma administrativa, aplica-se-ia a ambos, ofertante ou intermediário, o citado art. 186, de forma que seria necessária a prova de existência de conduta dolosa ou culposa nos dois casos, cabendo tal prova ao autor da ação.<sup>34</sup> De qualquer modo, pensamos que as observações lançadas anteriormente, quando da análise da responsabilidade administrativa de tais participantes, podem ser aproveitadas aqui.

O exame do padrão de diligência leva-nos a refletir sobre o ônus da prova nas demandas que se propõem a discutir a responsabilidade do intermediário. Quanto mais técnica a atividade, e quanto mais o exame do padrão de conduta depender do conhecimento de mecanismos profissionais de aferição de adequação, mais complexo e difícil para o demandante desincumbir-se a contento do ônus da prova. Por tal razão, muitas jurisdições se têm mostrado favoráveis à inversão do ônus da prova, que passaria, então, a recair sobre o próprio intermediário demandado, indistintamente em melhores condições que o demandante para atender a ele. É o que ocorre, por exemplo, nos Estados Unidos, como novamente informa Nelson Eizirik: "Conforme vem sendo entendido pela jurisprudência dos tribunais norte-

33. É o caso da Itália, como alertam Guido Ferrarini ("La responsabilità da prossetto", in *Informazione e Pubblicità nell'Offerta al Pubblico di Valori Mobiliari* (obra coletiva), Milão, 1991, p.65, apud Manoel Lopez Martínez, *La Responsabilidad por el Contenido del Folleto Informativo en las Operas Publicas de Valores*, 1ª ed., Madrid, Ashurst Morris Crisp e Thomson Civitas, 2003, p. 156) e Robert Clark (*Corporate Law*, Nova York, Aspen, 1986, p. 745).

34. Merece ser destacada, sobre a questão da apuração da culpa, a Proposta de Princípios de Direito Europeu da Responsabilidade Civil ("Título II – Fundamentos da Responsabilidade", "Capítulo 4 – Responsabilidade por Culpa", "Seção 1 – Requisitos da Responsabilidade por Culpa"), que representa aperfeiçoamento digno de nota:

"Art. 4:101. Culpa. A pessoa que, intencionalmente ou por negligência, violar o padrão de conduta exigível responde por culpa.

"Art. 4:102. Padrão de conduta exigível. (1) O padrão de conduta exigível corresponde ao de uma pessoa razoável colocada nas mesmas circunstâncias e depende, especialmente, da natureza e valor do interesse protegido em questão, da periculosidade da atividade, da perícia que é de esperar da pessoa que a exerce, da previsibilidade do dano, da relação de proximidade ou da particular confiança entre as partes desenvolvidas, bem como da disponibilidade e custos de métodos preventivos ou alternativos. (2) O padrão de conduta pode ser ajustado em função da idade, de deficiência psíquica ou física, ou quando, devido a circunstâncias extraordinárias, não se possa legitimamente esperar que a pessoa em causa atue em conformidade com o mesmo. (3) As disposições que prescrevem ou proíbem uma determinada conduta devem ser tomadas em consideração a fim de se estabelecer o padrão de conduta exigível."

-americanos, o investidor prejudicado, para propor a ação de responsabilidade civil, não necessita demonstrar o intuito fraudulento do *underwriter*, ou seja, sua atuação dolosa. Isso porque há uma presunção *juris tantum* de que o comprador dos papéis foi prejudicado por ter confiado nas informações, que depois verificou serem falsas ou incompletas. Presume-se o prejuízo desde que os fatos omitidos ou falsificados possam ser caracterizados como relevantes. Caso contrário não se presume o dano, uma vez que o investidor médio não teria levado em conta tais fatos para comprar os títulos".<sup>35</sup>

#### 4. Dificuldades técnicas com o exame da responsabilidade

Neste item pretendemos comentar algumas das dificuldades envolvidas na responsabilização do ofertante e da instituição intermediária. Os comentários são feitos a partir do estudo da experiência de outros Países, que, a nosso ver, pode ser aproveitada para o Brasil.

##### 4.1 Prova do nexu causal

A prova do nexu causal envolve a demonstração de que o prejuízo ao investidor foi causado pela falha na informação, e não por fatores de mercado, conjunturais ou de outra natureza.

Como se sabe, o mercado de valores mobiliários é extremamente sensível a qualquer tipo de informação. O teste mais comum para saber se a falha na informação causou, ou não, prejuízos é o do exame das cotações do valor mobiliário em mercado. De acordo com esse exame, as cotações dos valores mobiliários em questão deveriam experimentar queda no momento em que viesse à tona alguma falha, falsidade ou omissão relevante do prospecto, relativa ao emissor. Essa queda de cotações corresponderia, assim, ao prejuízo experimentado pelos investidores que adquiriram ações do ofertante com base nas informações falsas.

Ocorre que esse teste nem sempre é conclusivo. A ausência de queda na cotação não pode ser tomada como evidência definitiva de materialidade, já que distorções no mercado podem impedir reações imediatas de preço. Por exemplo, o mercado pode estar em um período de muito aquecimento que impeça a queda, ou pode ter sido afetado por outros fatores que também evitem que a queda ocorra. O oposto também pode ocorrer: as cotações podem se depreciar por pressões de baixa episódicas, que afetem o mercado como um todo ou apenas no setor em que o emissor atue.

35. Nelson Eizirik, "Negócio jurídico de *underwriting* – Questões contemporâneas", cit., in *Direito Empresarial – Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado* (obra coletiva), p. 257.

Assim, não há presunção de que a queda nas cotações seja *necessariamente* causada pela revelação de falhas ou imprecisões do prospecto, podendo o emissor e a instituição intermediária eximir-se de responsabilidade se conseguirem provar o concurso de outras circunstâncias.

Note-se, ademais, que o ônus da prova para o investidor é, aqui, extremamente elevado: de um lado, deve demonstrar que a queda nas cotações se deveu às falhas do prospecto e, em seguida, que a informação omitida ou falseada foi determinante para sua decisão de investimento. Mais uma razão que tem estimulado as jurisdições que expressamente se debriçaram sobre o problema da responsabilidade civil pelo conteúdo do prospecto a determinar a inversão do ônus da prova.

No Direito Norte-Americano, a que mais uma vez recoremos, a prova de que a queda na cotação do valor mobiliário deveu-se a fatores outros que não eventual falha no prospecto é considerada excludente de responsabilidade,<sup>36</sup> mas o ônus da prova, neste caso, caberá ao ofertante ou ao intermediário, conforme o caso, que assumem, assim, os riscos da incerteza do comportamento do valor mobiliário em questão.

#### 4.2 *Qualificação do investidor*

O exame da relevância da informação deve levar em consideração o impacto da falha informacional em um tipo de investidor específico, que na doutrina norte-americana costuma ser o *reasonable investor*. Trata-se, aqui, do investidor comum, cuja conduta deve ser examinada sob perspectiva bastante diversa da do investidor qualificado, segundo o conceito normativo.

A regulamentação brasileira, como visto, fala no prospecto como "o documento (...) que contém informação completa, verdadeira, precisa, atual, clara, objetiva e necessária (...)" de modo que *os investidores* possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento" (art. 38 - grifou-se). A referência, como se constata, é aos investidores de maneira geral, sem especificar a que categoria. Dá por que, a nosso ver, o termo deve ser entendido como se referindo a qualquer tipo de investidor, independentemente de seu nível de qualificação.

A avaliação sob a perspectiva do investidor comum, sem dúvida, aumenta o risco de responsabilização por falhas no prospecto. Deve haver uma substancial probabilidade de que o investidor comum julgue a informação

36. Section 11 (e) do *Securities Act*, de 1933: "If the defendant proves that any portion or all of such damages represents other than the depreciation in value of such security resulting from such part of the registration statement, with respect to which his liability is asserted, not being true or omitting to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, such portion of a or all such damages shall not be recoverable."

falha ou defeituosa importante para sua decisão de investimento para que se possa falar em responsabilidade pelo conteúdo do prospecto.

#### 4.3 *As diversas falhas informacionais*

A informação, como se sabe, constitui o tema mais fundamental do mercado de valores mobiliários, e suas implicações atingem praticamente todos os aspectos dessa disciplina, notadamente no que diz respeito ao tema deste artigo.

Como princípio geral, tem-se entendido que *não é* qualquer tipo de falha informacional que dá ensejo à responsabilização, mas apenas a falha informacional relevante.

A primeira dificuldade que decorre dessa afirmativa está na definição do que é uma *falha informacional relevante*. Para a Suprema Corte dos Estados Unidos, relevantes são aquelas informações a respeito das quais "there is substantial likelihood that a reasonable investor would consider it important in deciding whether to invest".<sup>37</sup>

Como se sabe, a Instrução 358, de 3.1.2002, busca estabelecer o que se deve entender por "fato" ou "informação relevante", mas esse conceito está voltado para as negociações realizadas com valores mobiliários em mercados secundários, não se aplicando, em princípio, às distribuições públicas primárias ou secundárias. Mesmo o conceito da Instrução 358 envolve um juízo subjetivo relativamente à relevância da informação, que, no caso da norma, é feito primeiramente pelo diretor de relações com investidores da companhia.

A nosso ver, o conceito de "informação relevante" não pode ser estabelecido *a priori* e de maneira genérica. Ainda que se considere a informação relevante como aquela que tenha potencial para influenciar a intenção do investidor de comprar ou vender valores mobiliários de emissão de uma companhia, a verificação de sua ocorrência dependerá de um conjunto de fatos e circunstâncias só passíveis de serem determinados no caso concreto. O contexto, a natureza e o porte da companhia, seu volume de negócios, a liquidez de seus valores mobiliários, são fatores que, em princípio, devem ser considerados.

Além disso, as instituições intermediárias recebem e analisam uma grande quantidade de informações dos emissores (algumas inclusive disponíveis ao restante do mercado, como no já comentado caso das informações incorporadas por referência), e, como é óbvio, não estão obrigadas a checar toda e qualquer informação recebida. Assim, quer-nos parecer que, salvo incongruências manifestas ou falsidades conhecidas, as instituições inter-

37. "TSC Industries, Inc. versus Northway, Inc.", 426 U.S. 438 (1976), p. 445.

mediárias não têm o dever de examinar em minúcias a totalidade das informações que lhes são encaminhadas, estando autorizadas a fazer um juízo de pertinência e relevância.

#### 4.3.1 *Informação enganosa (misleading) ou inexata*

Enganosa ou inexata é a informação falsa, que não corresponde à verdade dos fatos. O exemplo clássico de informações falsas é o relativo aos dados financeiros ou contábeis do emissor. Alguns autores de outras jurisdições têm sustentado que a existência de uma falsidade constitui, por si só, atuação deliberada e intencional de falar com a verdade, chegando, mesmo, ao extremo de defender que qualquer falsidade do prospecto deveria dar ensejo à condenação por falsidade documental.<sup>38</sup> Esse entendimento, entretanto, tem sido minoritário. Tem-se reconhecido que o termo "falsidade" também pode se referir a informações meramente equivocadas, incluídas por erro, negligência ou mero desconhecimento da realidade descrita. Prevalence, assim, a opinião de que a informação falsa deve ser relevante e necessária para o investimento para que se possa falar em responsabilidade de qualquer dos participantes na elaboração do prospecto.

#### 4.3.2 *Informação involuntariamente equivocada*

Por "informação involuntariamente equivocada" entendam-se, aqui, os erros operacionais e falhas pontuais do prospecto. Tem-se afirmado que erros isolados, que, por sua imaterialidade, não sejam considerados relevantes para a decisão de investimento, *à luz do conjunto total das demais informações* constantes do prospecto, não ensejam a imposição de responsabilidade civil ao ofertante ou à instituição intermediária. Trata-se da teoria da *total mix of information*,<sup>39</sup> segundo a qual se deve enxergar o prospecto como um todo e o contexto em que foi dada a informação, não permitindo que equívocos isolados, em passagens específicas, e que não comprometam a compreensão do conjunto informacional representado pelo prospecto, ensejem responsabilização.

#### 4.3.3 *Informação incompleta ou omissa*

Trata-se da informação que, no momento de sua divulgação, não estava acompanhada de todos os elementos necessários à tomada de decisão de investimento.

38. Manuel López Martínez, *La Responsabilidad por el Contenido del Folleto Informativo en las Ofertas Públicas de Valores*, cit., 1ª ed., p. 197.

39. "TSC Industries, Inc. versus Northway, Inc.", 426 U.S. 438, 449 (1976).

Do ponto de vista da teoria geral, é relevante a distinção entre *falsidade ou inexatidão* (que representam comportamento comissivo) e *informação incompleta ou omissa* (comportamento omissivo), que só é fonte geradora de responsabilidade se exista previamente um dever de informar. Relativamente ao conteúdo do prospecto, em princípio, a premissa que vige é a da completa divulgação de informações, devendo-se pressupor, na dúvida, pela necessidade de divulgação.

Algumas legislações que disciplinam especificamente a responsabilidade do ofertante e da instituição intermediária têm exigido que a omissão ou incompletude seja *maliciosa ou dolosa* — exigência, essa, muito criticada, pelas dificuldades de prova que dela decorrem.<sup>40</sup>

Mais uma vez a dificuldade está em determinar o que seja "omissão relevante". Seria apenas a omissão quanto a uma informação que deveria obrigatoriamente constar do prospecto (critério objetivo), ou também omissões relativas a informações que, embora não exigidas, seriam consideradas relevantes para os potenciais investidores para realizar um juízo de investimento adequado (critério subjetivo)?

Em ambas as situações tem-se exigido a demonstração da substancial probabilidade de que, consideradas todas as circunstâncias, o fato omitido teria sido visto pelo investidor comum como tendo alterado significativamente o conjunto total de informações.

#### 4.3.4 *Informações sobre projeções*

Admite-se que o prospecto contenha projeções e informações prognosticas a respeito do emissor (*proffer*, na doutrina norte-americana). Exige-se, em relação às projeções, que se utilize linguagem cautelosa, com a inclusão da advertência de que se trata de previsões de futuro, não obrigatoriamente realizáveis, e dependentes de fatores externos ao ofertante. Embora nem o ofertante nem a instituição intermediária estejam obrigados a adivinhar o futuro, a liberdade de fazer previsões não é absoluta. Todas as previsões devem estar apoiadas em fatos reais, que possam razoavelmente levar a uma futura concretização dos prognósticos feitos. Provando os investidores que essa razoabilidade inexista, abrem-se as portas para a possibilidade de responsabilização.

#### 4.3.5 *Informação "enterrada" (buried information)*

Trata-se, aqui, na verdade, da discussão sobre a forma pela qual a informação é prestada, e não sobre a informação em si. A informação "enterrada"

40. Cf. Manuel López Martínez, *La Responsabilidad por el Contenido del Folleto Informativo en las Ofertas Públicas de Valores*, cit., 1ª ed., p. 206.

é aquela prestada como um mosaico que só possa ser recomposto com grande dificuldade. A informação consta do prospecto, e de maneira completa, mas sua compreensão requereria alto grau de habilidade na junção das informações desconexas. Em tais casos tem-se optado pela responsabilização sempre que se demonstre que a informação não foi dada de maneira clara, completa e inteligível.

### 5. Conclusões e propostas de aperfeiçoamento

Como visto, o recurso à responsabilidade subjetiva clássica prevista no art. 186 do Código Civil traz dificuldades consideráveis, representadas por um sem-número de questões complexas e técnicas, notadamente em matéria de prova. Tais questões evidenciam, a nosso ver, a importância, *de lege ferenda*, de que se preveja a inversão do ônus da prova nas demandas relativas à responsabilidade pelo conteúdo do prospecto.

A experiência nacional em outras matérias tem mostrado que, premiados por questões com tal grau de dificuldade e pouco comuns no dia a dia, os juízes acabam por lançar mão de expedientes pouco ortodoxos, como o alargamento do conceito de "culpa", sem qualquer atenção ao componente subjetivo da culpabilidade, ou, ainda, como o estabelecimento de um padrão de conduta muito elevado. É o que relata Anderson Schreiber: "Outros tantos exemplos evidenciam que a responsabilidade subjetiva pode, na prática, adquirir alto grau de objetividade por meio da simples adoção de parâmetros bastante elevados e rígidos de comportamento diligente, ou ainda por força de uma inversão insuperável do probatório da demonstração de culpa. Isto por certo, não condena ontologicamente a distinção entre responsabilidade objetiva e subjetiva, mas torna a sua distinção prática menos relevante do que se costuma imaginar, sob o ponto de vista dos resultados atingidos. Alguns autores chegaram mesmo a afirmar expressamente a possibilidade de convergência entre essas duas espécies de responsabilidade civil".<sup>41</sup>

Não por outra razão, o exame do Direito Comparado demonstra que a responsabilidade civil pelo conteúdo do prospecto tem se constituído como um subsistema dentro da responsabilidade civil em geral, em relação à qual adquire especialidades próprias.<sup>42</sup>

Assim, a principal conclusão de tudo que foi exposto é no sentido de que, embora não se possa dizer que o regime brasileiro seja completamente

41. Anderson Schreiber, "Da responsabilidade à solidariedade", in *Novos Paradigmas da Responsabilidade Civil - Da Evolução dos Filhos da Reparação à Dificuldade da Prova*, cit., 2ª ed., p. 215.

42. Luis Manuel Teles de Menezes Leitão, "Actividades de intermediação e responsabilidade dos intermediários financeiros", cit., in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, p. 155.

omisso, isto é, que não exista meio de buscar a reparação civil por falhas no conteúdo do prospecto, há uma clara necessidade de edição de norma legal específica que reconheça de maneira explícita e direta a responsabilidade civil do ofertante e da instituição intermediária da operação, atentando para as particularidades da atuação desses participantes.