

**MERCADO DE CAPITAIS COMO SEDE DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS  
DIFUSOS À IGUALDADE INFORMACIONAL E DE OPORTUNIDADES**

**DIFFUSE FUNDAMENTAL RIGHTS TO EQUALITY OF INFORMATION AND  
EQUALITY OF ECONOMIC OPPORTUNITY IN SECURITIES  
EXCHANGE MARKET**

**Karina Teresa da Silva Maciel\***

**Antonio Martin\*\***

**ÁREA DO DIREITO:** Direitos especiais e tutela das minorias na atividade empresarial. Eficácia horizontal e vertical dos direitos fundamentais.

**RESUMO:** O presente trabalho aborda os direitos difusos do mercado de capitais nacional, dando-se ênfase à análise do direito fundamental à informação, como garantidor da igualdade e pleno exercício da liberdade econômica. Nesse passo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – órgão de regulação deste mercado – vem atuando diligentemente na promoção do *full disclosure* (transparência de informações relevantes) das companhias abertas. Incentivando a informação pública, clara e tempestiva do mercado, propicia o acesso ao direito de informação dos investidores de títulos mobiliários. A informação é um instrumento de asseguarção do direito fundamental à igualdade entre todos os investidores na negociação de ativos, que em posse de informações iguais podem decidir o melhor negócio e momento a realizar, garantindo, em última análise, a plenitude da liberdade econômica no Mercado de Valores Mobiliários.

---

\* Mestre em Direito pela Universidade Metodista de Piracicaba. Especialista em Direito Empresarial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Especialista em Direito Processual Civil pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Professora da Universidade Metodista de Piracicaba. Advogada.

\*\* Doutor em Direito pela Universidade de São Paulo. Mestre em Direito pela Universidade de São Paulo. Professor titular da Universidade Metodista de Piracicaba e professor Assistente Doutor da Universidade de São Paulo. Advogado.

**PALAVRAS-CHAVE:** Mercado de Valores Mobiliários – Direitos fundamentais difusos – direito fundamental à igualdade informacional – direito fundamental à liberdade econômica – transparência – companhia aberta – CVM.

**ABSTRACT:** This paper discusses the right of equality between investors scattered in the Brazilian Capital Markets, getting emphasis on the right of information as a guarantee of economic freedom. In this enforcement the Comissão de Valores Mobiliários – CVM (the Brazilian SEC, Securities Exchange Commission from USA) is diligently acting on the promotion of the full disclosure of the public companies. Always encouraging the public, clear and timely disclosure of relevant information from these companies in benefit of investors in the securities market. Thus, the information is a tool that assures the fundamental right of equality between investors when trading assets in the Securities Exchange Market.

**KEY-WORDS:** Securities Exchange Market – Diffuse Fundamental Rights – fundamental right to equality of information – fundamental right to economic freedom – full disclosure – public companies – CVM.

**SUMÁRIO :** Introdução; 1. Evolução do Mercado de Capitais nas últimas décadas no Brasil ; 2. Evolução do poder de controle nas últimas décadas no Brasil; 3. Interesses difusos e coletivos no mercado de capitais; 3.1. Interesse difuso à informação pública do mercado; 3.2. Interesse difuso e coletivo à igualdade de oportunidades. Considerações finais. Referências.

## **Introdução**

O presente artigo segue a mesma corrente de estudos da publicização e constitucionalização do Direito Empresarial, especialmente no reconhecimento da existência de direitos difusos e coletivos no Direito entre particulares.

Esta abordagem do Direito Privado é relativamente recente no Brasil. O processo de fortalecimento da Constituição Federal como carta de direitos fundamentais efetivos e exequíveis (e não mais como mera carta programática ou intencional de direitos) se iniciou com a Constituição Federal de 1988, enquanto a discussão e o reconhecimento dos direitos

metaindividuais começaram a ter relevo a partir do Código de Defesa do Consumidor de 1990.

Mais recente ainda é a abordagem do Direito Privado, e mais propriamente, do Direito Empresarial Constitucional e do Direito Empresarial Difuso e Coletivo. Este é o tema central do presente estudo: interesses fundamentais difusos no mercado de capitais.

Para tanto, cumprirá apresentar, antes de tudo, a evolução histórica deste mercado e do poder de controle nas últimas décadas, demonstrando-se a evolução da legislação estatal e da autorregulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, as quais se revelam cada vez mais garantidoras dos interesses difusos e coletivos do mercado de capitais, especialmente dos direitos fundamentais difusos de igualdade e liberdade econômica presentes nas políticas de incentivo à transparência das companhias (*full disclosure*) no mercado de capitais.

## **1. Evolução do Mercado de Capitais nas últimas décadas no Brasil**

É assente na doutrina que, a partir do séc. XIX, o capitalismo, a empresa e o próprio Direito Comercial passaram a ser protagonizados pelas sociedades empresárias<sup>2</sup>, em especial pelas sociedades anônimas<sup>3</sup>.

Essencial como a máquina a vapor ao industrialismo, a sociedade anônima foi a grande mola propulsora do capitalismo (RIPERT, 2002, p. 66-67 e FRAZÃO, 2011, p. 71), sendo a máquina jurídica capaz de juntar grande capital e, ao mesmo tempo, hábil a diluir o risco empresarial por meio da dispersão acionária.

Esta efetiva democratização dos riscos e lucros certamente se verifica mais acentuadamente nas companhias de capital aberto, haja vista terem seus títulos mobiliários livremente negociados e cotados no mercado de capitais. É por meio de tal mercado que se acessa a poupança popular e se diluem os riscos empresariais em inúmeros e infinitos acionistas e investidores.

---

<sup>2</sup> Sob o ponto de vista do fenômeno econômico, a sociedade empresária é a reunião de esforços (dos sócios capitalistas e empreendedores) tendentes a um mesmo fim econômico.

<sup>3</sup> “Sessenta anos depois da promulgação da lei, contavam-se em França quarenta mil sociedades anônimas!” (RIPERT, 2002, p. 80)

Assim, o Mercado de Ações, também conhecido como Mercado Acionário, Mercado de Valores Mobiliários ou Mercado de Capitais, é a instituição que, com melhor eficiência econômica, viabiliza a distribuição de valores mobiliários<sup>4</sup>, proporcionando liquidez aos títulos de emissão de empresas e seu processo de capitalização. Portanto, o mercado<sup>5</sup> é um espaço que gera eficiência ao ensejar a concentração de agentes interessados na aquisição ou venda de valores mobiliários.

Conforme bem apregoaram BERLE & MEANS (1984, p. 236-237.), o mercado de capitais possui três funções:

“A primeira é a de manter um ponto de encontro e facilidades de negociações reunindo uma corrente constante de compradores e vendedores. Isso envolve a manutenção de um ‘mercado livre’.

Em segundo lugar, os mercados de ações fornecem uma medida de valor contínua, tornando as ações úteis como base de crédito ou troca por todo o país por uma cifra aproximadamente baseada no preço de mercado da bolsa. Isso envolve a disponibilidade de informações adequadas sobre as quais basear uma estimativa.

Em terceiro lugar, esses mercados proporcionam o único meio importante pelo qual um investidor pode retirar seu capital, seja para empregá-lo em outra parte, seja para despesas pessoais. O mercado é o guichê do caixa pagador. A quantia a pagar varia diariamente, mas praticamente não há outro meio de assegurar qualquer quantia, ou, pelo menos, todos os meios dependem da existência do mercado. Em síntese, o mercado desempenha a função de dar liquidez às ações.”

Sendo assim, o mercado é mais que um fato social: é uma necessidade, dada a sua funcionalidade às trocas mercantis. Desta forma, mostra-se oportuna uma breve análise de seu desenvolvimento para a compreensão da realidade atual e a importância que o Direito teve (e tem) para a manutenção salutar do mercado de capitais.

Após alguns anos de crescimento, em razão do ingresso relevante de investimentos estrangeiros de portfólio<sup>6</sup> decorrentes de privatizações e da abertura da economia brasileira,

---

<sup>4</sup> São valores mobiliários aqueles definidos legalmente no art. 2º da Lei nº 6.385/76, alterada pela Lei nº 10.303/01: “I. as ações, debêntures e bônus de subscrição; II. os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários; III. os certificados de depósito de valores mobiliários; IV. as cédulas de debêntures; V. as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI. as notas comerciais; VII. os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII. outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

<sup>5</sup> O mercado de capitais é formado pela Bolsa de Valores e Mercado de Balcão, nos quais atuam as instituições financeiras autorizadas, sociedades corretoras, corretores, investidores e companhias.

<sup>6</sup> O portfólio de investimentos é um conjunto de aplicações no mercado de ações.

observou-se a paulatina queda nos volumes negociados no mercado nacional, bem como grande número de fechamentos do capital de sociedades anônimas e escassas ofertas públicas de ações a partir da metade da década de 90.<sup>7</sup>

No mercado secundário<sup>8</sup>, a média mensal de volume negociado na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) caiu de US\$ 15,9 bilhões, em 1997, para US\$ 8,5 bilhões em 2000, enquanto o número de companhias listadas na Bolsa também foi reduzido significativamente, passando de 589 companhias em 1996 para 495 em 2000. Já no mercado primário<sup>9</sup>, entre 1995 e 2000, aconteceram apenas 8 IPOs – registros de novas companhias com ofertas públicas de ações – sendo certo que apenas os IPOs que envolvessem uma listagem simultânea da companhia na New York Stock Exchange (NYSE) eram considerados viáveis à época.<sup>10</sup>

Desta forma, em que pese à estabilidade econômica conquistada pelo Brasil a partir da implantação do Plano Real em meados de 1994, faltavam a confiança e a credibilidade necessárias para atrair novos investimentos ao mercado de capitais nacional. Em outras palavras, o mercado carecia de segurança jurídica.

Nesse passo, a gradativa conquista da confiança dos investidores se deu, em grande parte, graças à autorregulamentação<sup>11</sup> do mercado de capitais brasileiro.

Em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), entidade privada sem fins lucrativos que, além de editar um Código de Melhores Práticas e manuais de orientação, dedica-se a capacitar dirigentes de empresas para a aplicação da boa governança.

---

<sup>7</sup> Sobre a história pregressa do mercado de capitais, consultar: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/cad%C3%A4Amico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>, acesso em 11 de outubro de 2011.

<sup>8</sup> O mercado secundário pode ser exercido simultaneamente pela Bolsa de Valores e pelo Mercado de Balcão, consistindo nas operações de compra e revenda entre investidores.

<sup>9</sup> Mercado primário é realizado exclusivamente pelo mercado de balcão, no qual são ofertados títulos mobiliários recém emitidos aos investidores, ou seja, são realizadas operações de aquisição de títulos entre a própria companhia emitente e os investidores.

<sup>10</sup> “Nossas companhias precisavam ‘alugar’ a credibilidade de outra jurisdição, mais atraente e amigável para os investidores, para terem sucesso nas ofertas de ações. Ao mercado brasileiro, na percepção dos investidores, faltava a indispensável segurança jurídica.” (SANTANA e GUIMARÃES, 2008, p.57-58 passim)

<sup>11</sup> “Auto-regulação é a regulação promovida pelos próprios agentes econômicos a que a norma se destina. Os próprios agentes são os maiores interessados em contar com regras claras e de qualidade, pois disso depende a existência de uma ambiente favorável aos negócios. Pressupõe-se ainda que eles possuem os conhecimentos técnicos característicos de seus ramos de atuação e, por isso, podem ser até melhores que o regulador estatal na elaboração de regras e na identificação de problemas. E como são os próprios agentes que elaboram essas normas dentro do âmbito da auto-regulamentação, tendem a ser menores as chances de vê-las desrespeitadas.” (SANTANA e GUIMARÃES, 2008, p.60)

Por sua vez, em 1998, a Associação dos Bancos de Investimento (ANBID) adotou a primeira prática de autorregulamentação com o lançamento do Código para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, seguindo-se de outros códigos sobre fundos de investimentos, *securities services* e *private banking*. Mais ainda, atualmente possui um programa de certificação de profissionais que atuam na área de investimento a fim de assegurar a qualidade daqueles que aí atuam.

Nessa esteira, no ano de 2000, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) lançou segmentos diferenciados para empresas que adotam critérios rigorosos de governança corporativa<sup>12</sup>: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado; ou seja, segmentos especiais para empresas que melhor protegem o investimento de seus acionistas.

Mais ainda, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, da Lei do Mercado de Capitais (ambas em 2001)<sup>13</sup> e das normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2002 e 2003<sup>14</sup>, trouxe maior proteção aos acionistas minoritários (investidores), ampliou a competência, os poderes e a autonomia institucional da CVM, e tornou crime as práticas do *insider trading* e da manipulação do mercado.

Esta associação de medidas de autorregulamentação, alterações legislativas e estabilidade econômica foi essencial para a recuperação da credibilidade e atratividade do mercado de valores nacional no novo milênio.<sup>15</sup>

“Além disso, a superação da crise de confiança de 2002, a retomada de um processo de alta nas principais bolsas de valores do mundo, especialmente as emergentes, assim como a queda na taxa de juros doméstica contribuíram para uma extraordinária decolagem da nossa bolsa. [...]” (FRAGA, 2008, p.40)

Assim, a partir de 2004, começaram a ser retomadas as ofertas de ações por parte de novas companhias, tendo o ápice do crescimento do mercado de capitais ocorrido em 2007, resultado dessa construção histórica e bem sucedida de medidas econômicas, financeiras e

---

<sup>12</sup> “Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho da companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, tendo em vista a separação entre controle e propriedade, facilitando o acesso ao capital.” (MARTINEZ, 2005, p. 96)

<sup>13</sup> O diploma alterador de ambas as normas foi a Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001.

<sup>14</sup> Instruções normativas da CVM de nºs 358/02, 361/02 e 400/03 são bons exemplos da profunda revisão e edição de normas ao mercado.

<sup>15</sup> “O Brasil foi, em 2007, o 5º mercado em volume financeiro absoluto de ofertas de ações [...] Nossa avaliação de todo esse quadro, que inclui a receptividade dos investidores estrangeiros às ofertas de empresas brasileiras listadas apenas no mercado doméstico, é que esse desempenho se deve em grande parte à evolução em nosso ambiente regulatório. Este resultado começou a ser gestado anos atrás, por meio do esforço e do compromisso com o longo prazo demonstrado pelas entidades do mercado e pelos agentes públicos.” (SANTANA e GUIMARÃES, 2008, p.60)

jurídicas – além de estímulos governamentais<sup>16</sup> – que propiciaram um ambiente suficientemente seguro e atraente aos investidores.

Tanto é que, mesmo com a crise financeira experimentada em 2008, originada nos Estados Unidos e que se alastrou numa crise de confiança generalizada nos mercados mundiais (da qual ainda se sentem os reflexos nos Estados Unidos e especialmente na Europa), o Brasil teve uma recuperação notável, haja vista a segurança jurídica do nosso sistema financeiro.

## **2. Evolução do poder de controle nas últimas décadas no Brasil**

As companhias de capital aberto são afetadas jurídica e economicamente por essa regulamentação do mercado e pela procura de títulos por investidores (lei da oferta e procura), devendo conformar-se às exigências atuais para se consolidar como uma companhia atrativa e obter constante capitalização.

Nesse sentido, recentes estudos têm demonstrado que existe uma relação inversa entre o valor de mercado da companhia e a concentração do poder de controle: quanto maior a concentração do poder nas mãos de um único ou de poucos acionistas, menor é o valor das ações pago pelo mercado. Logo, para uma eficiente capitalização da companhia, necessária se faz a diluição acionária e a dispersão do poder de controle<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> “Outro traço marcante da evolução do mercado é a popularização do investimento em ações e outros valores mobiliários, como fruto de estímulos decorrentes de programas governamentais e da própria democratização do capital de companhias abertas. Assim é que a participação dos empregados nos investimentos de infra-estrutura, por intermédio do FGTS, foi trazida pela Lei 11.491 de 2007, integrante do conjunto de medidas do PAC [Programa de Aceleração do Crescimento], através da criação do Fundo de Investimento do FGTS em investimentos nos setores de energia, Rodovia, ferrovia, porto e saneamento, de acordo com as diretrizes, critérios e condições estipuladas pelo Conselho Curador do FGTS. Este mesmo tipo de instrumento foi utilizado, com sucesso, para possibilitar ao trabalhador investir seus recursos do FGTS em ações da Companhia do Vale do Rio Doce e da Petrobrás. Outro fator de estímulo a tal investimento é a isenção da incidência do imposto de renda sobre os ganhos auferidos.” (MORAES, 2008, p. 199)

<sup>17</sup> Conforme bem nota SALOMÃO FILHO (2006, p. 67), a diluição do poder de controle e sua substituição pelo poder de gestão tecnocrática apenas se verifica em sistemas jurídicos que garantem a efetiva proteção aos acionistas minoritários e a responsabilização do acionista controlador.

Assim, a fim de complementar a compreensão da situação atual da sociedade anônima aberta e do mercado, a justificar a disciplina dos direitos difusos e coletivos<sup>18</sup> acompanhar-se-á a evolução do poder de controle no Brasil nas últimas décadas.

O clássico empresário individual e o antigo sócio empreendedor que geriam seus próprios negócios vêm sendo substituídos (ao menos nas companhias abertas) pelo acionista investidor, minoritário, que não tem intenção de participar da gestão do negócio.<sup>19</sup>

Silenciosamente, se assiste à alteração do perfil do capitalista tradicional que, de *proprietário* da sociedade, passaria a se aproximar mais da figura de *credor* da companhia, interessado apenas na fiscalização da sua gestão e nos dividendos que esta poderia lhe proporcionar.<sup>20</sup>

Na sociedade anônima aberta<sup>21</sup>, com exceção dos fundadores que efetivamente podem discutir as cláusulas estatutárias<sup>22</sup>, a imensa maioria dos demais acionistas apenas adere ao estatuto social com o intuito de participar dos lucros da atividade empresária a ser desenvolvida pela sociedade. Assim, é incontestável o fato de que já ingressam na companhia como meros investidores de capital, sem poderem efetivamente contribuir para a discussão e elaboração dos estatutos sociais. Normalmente, estes acionistas investidores (também

---

<sup>18</sup> Nas lições de ZACLIS (2007, p. 68-69): “As características comuns dos interesses difusos e dos interesses coletivos residem no *elemento objetivo* (os bens protegidos) e no *subjetivo* (titularidade). Do ponto de vista do objeto, identifica-se este pela nota da *indivisibilidade*. Isto significa que a lesão ou a satisfação do interesse ou do direito não se pode dar de modo fracionado para um ou para alguns dos interessados, e não para outros. [...]. Do ponto de vista subjetivo, há sempre a ausência de titulares que sejam exclusivos detentores dos interesses, diversamente do que ocorre com a categoria do ‘direito subjetivo’, em sua dimensão clássica; o que existe, ao contrário, é uma certa indeterminação dos titulares dos interesses, que pode ser maior ou menor, atingindo um grupo mais ou menos indeterminado de indivíduos. Portanto, o que se aponta como fator distintivo entre os interesses difusos e os coletivos *stricto sensu* é, no respectivo elemento subjetivo, a maior ou menor indeterminação deles. Os primeiros, não se fundando em nenhum vínculo jurídico, baseiam-se exclusivamente em dados de fato, genéricos e contingentes, acidentais e mutáveis, como habitar a mesma região, consumir iguais produtos, sujeitar-se a particulares empreendimentos. A indeterminação – ou a dificuldade de determinação – é aqui muito grande, e por isso espalham-se os interesses por todo um grupo social, sem possibilidade de indicação precisa dos titulares (*interesses difusos*). Já nos chamados interesses coletivos *stricto sensu* se vislumbra um vínculo jurídico, uma relação-base, que une os componentes do grupo entre si e que demanda uma certa organização: os entes profissionais, os sindicatos, as associações congregam os titulares dos *interesses coletivos*, permitindo sua identificação.”

<sup>19</sup> Essa nova realidade cinde o direito de propriedade e o controle desta propriedade.

<sup>20</sup> Alguns autores propugnam inclusive pela extinção da propriedade dos acionistas das grandes companhias – que sempre foi marco do tradicional capitalista e do capitalismo. Para estes autores, o direito de propriedade dos acionistas seria substituído pelo direito de crédito dos investidores. (EIZIRIK, 1987, p. 4)

<sup>21</sup> A sociedade anônima de capital aberto disponibiliza seus títulos mobiliários ao grande público por meio da oferta e negociação destes títulos no mercado de capitais, mais precisamente, nos mercados de valores primário e secundário, respectivamente.

<sup>22</sup> Urge assinalar que a criação das cláusulas de uma sociedade anônima aberta não são absolutamente livres, haja vista a extensa regulamentação deste tipo societário, quer pela Lei das Sociedades Anônimas, quer pelas regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários.

chamados de minoritários<sup>23</sup>) continuarão alienados da vida da companhia,<sup>24</sup> iniciando-se a grande cisão e diferenciação entre os acionistas que a compõem.

Nesse sentido, pode-se citar quatro tipos de acionistas presentes em uma companhia aberta: fundadores, empreendedores, investidores (ou rendeiros) e especuladores.<sup>25</sup>

No entanto, para os objetivos do presente item, levando-se em conta apenas o exercício do poder de controle da sociedade, dividir-se-ão os acionistas em apenas dois grupos: majoritários (ou controladores) e minoritários, colhendo-se os ensinamentos de BULGARELLI (1988, p. 33 – 40 passim.):

“A expressão *minoría* não se refere a uma noção meramente quantitativa, mas a uma *relação quantitativa de poder*, que não corresponde ao número de pessoas, nem de ações, necessariamente. *Maioria* é, sob tal aspecto, o *controlador* – o que de fato controla e dirige a sociedade – e *minoría*, os que por várias razões (absenteísmo, minifúndio de ações ou coesão do grupo controlador ou de outros motivos), estão afastados do poder, dentro da sociedade. [...] Como em regra a minoria não é senão a maioria desorganizada [...] Minoría é afinal uma posição – eventual ou não – que o acionista atravessa; pode-se dizer que o acionista não é minoría, mas está em minoría. Situação, ademais, que pode ser eventual, pois que ele pode – por aquisição de novas ações, por acordo de votos ou mesmo por pressão contratual (fornecimentos, financiamentos etc.) – tornar-se maioria ou dela participar. [...] Daí a noção, hoje, bem aceita, de que a minoría é o acionista ou o conjunto de acionistas que, na Assembleia Geral, detém uma participação em capital inferior àquela de um grupo oposto.”

Portanto, a diferenciação que se opera entre os acionistas decorre da separação entre o capital e o poder de controle<sup>26</sup>, pois, embora todos contribuam com capital para a

---

<sup>23</sup> Os acionistas minoritários são aqueles que possuem um número de ações que não lhes garante a maioria nas decisões da companhia. Assim, normalmente restam alijados das decisões e poderiam ter os seus direitos suprimidos pela vontade social.

<sup>24</sup> MENÉNDEZ (1974, p. 11) apresenta diversas razões de ordem material e psicológica para esse fenômeno do absentismo acionário que é “el alejamiento o la ausencia de los accionistas de las reuniones de la Junta General”.

<sup>25</sup> Os acionistas fundadores efetivamente criam a sociedade anônima definindo o projeto de estatuto social (incumbindo-lhes a escolha da instituição financeira que colocará as ações no mercado, a contratação de um estudo de viabilidade econômica da empresa e a obtenção do registro de autorização da CVM para a oferta das ações publicamente). Os acionistas empreendedores são aqueles que, além da contribuição de capital, exercem funções de administração e direção na companhia. Por investidores (ou rendeiros), entende-se o acionista minoritário que, alijado do poder, objetiva tão somente participar dos lucros da companhia por meio de dividendos. Por fim, os especuladores são os acionistas acidentais, que não visam a perceber dividendos da sociedade, mas sim ao ganho individual pela negociação de seus títulos em Bolsa de Valores.

constituição da sociedade, somente alguns (os acionistas controladores) teriam efetivamente o poder de geri-lo.<sup>27</sup>

O poder de gerir a empresa se origina do poder decisório e soberano da Assembleia Geral de Acionistas, na qual os acionistas reunidos tomam as deliberações mais importantes da companhia e elegem os diretores, os membros do Conselho de Administração e os membros do Conselho Fiscal, que formam respectivamente, os órgãos de representação e execução; orientação e fiscalização da empresa.

Ocorre que na Assembleia Geral de Acionistas – sede maior de poder donde emanam os poderes dos demais órgãos da companhia –, não vigora o princípio democrático, mas sim o princípio plutocrático na formação da maioria, conforme ensina GALGANO (1990, p. 103.):

“Principio básico de La sociedad anónima es El principio mayoritario [...] Es una mayoría de capital, no de número de socios: forman mayoría los socios que detentan una mayor parte de capital o, lo que es lo mismo, un mayor número de acciones. Respecto a La sociedad anónima El principio mayoritario no debe, por esto, evocar la idea de que los más prevalecen sobre los menos: puede suceder, y a menudo sucede, que el voto de un accionista o de un número restringido de accionistas, detentadores de una mayor cuota de capital, prevalezca sobre El de una multitud de accionistas, que detentan cada uno de ellos una pequeña parte del capital. En las asambleas políticas, en las asociaciones y, en el interior Del derecho de la empresa, en las sociedades cooperativas, se aplica el principio opuesto de la mayoría numérica: el principio mayoritario es allí un principio democrático. Aquí, en cambio, éste es un principio plutocrático: hace que el gobierno o, como se suele decir, el <<control>> de la sociedad corresponda al socio o a los socios que poseen una mayor parte del capital social. Es la regla básica del sistema capitalista: regla según la cual el poder

---

<sup>26</sup> Segundo RIPERT (2002, p. 309), o poder de controle da maioria acionária seria o primeiro passo da separação entre poder e propriedade.

<sup>27</sup> Diante desta separação entre propriedade e poder, necessária é a proteção da minoria acionária, ou seja, daqueles que não detém o poder de controle: “A possibilidade de um desenvolvimento sadio da sociedade anônima relaciona-se estritamente com uma efetiva tutela da minoria e do acionista singelo. Cumpre, de um lado, assegurar o direito da maioria, de outro lado, tutelar a minoria e, individualmente, o acionista singelo pois que, sem essa tutela, o poder da maioria pode se transformar em arbítrio, o que, aliás, acaba por obstar ao próprio desenvolvimento das sociedades anônimas e ao preenchimento da sua função. Não haverá, realmente, possibilidade de difusão das ações no público e de desenvolvimento de um mercado dos capitais e não haverá possibilidade de apelar ao público para a colheita do capital da sociedade, independentemente de uma efetiva tutela de minoria e do acionista. Caso esta falte, inevitável será que a sociedade anônima, ao invés de preencher a sua função econômica típica, fique adstrita apenas ao âmbito de uma família ou até limitada a um só indivíduo; de outro lado a falta de garantias do acionista, multiplicará os casos em que a difusão das ações entre o público se prende a empreendimentos falhos de seriedade. Por isso o problema da tutela da minoria e do acionista individualmente, acha-se estritamente ligado ao preenchimento por parte da sociedade anônima da que constitui a sua função econômica.” (ASCARELLI, 1947, p. 161-162)

económico, o sea el control de la riqueza, depende de la propiedad de la riqueza.”<sup>28</sup>

Nesse contexto, o poder de controle acionário se constitui na efetiva maioria plutocrática e se apresenta pela efetiva direção das atividades sociais e dos órgãos da companhia, exercidos por acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de voto<sup>29</sup> e que detenham permanentemente a maioria nas deliberações da Assembleia Geral.<sup>30</sup> O controle, deste modo, “não é um bem da empresa, mas sim um poder exercido sobre ela.”<sup>31</sup>

Sob esse enfoque, o Brasil sempre foi conhecido pela alta concentração acionária, o que tornava as companhias abertas pouco interessantes a novos investidores nacionais e internacionais, haja vista que ficariam sempre alijados do poder de controle e alienados das deliberações societárias, sem, em contrapartida, ter-lhes garantidos maiores direitos e a transparência da gestão<sup>32</sup>.

SALOMÃO FILHO (2006, p. 63), ao tratar dessa realidade, traz os dados colhidos no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, realizado pela Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), que apontam que mais da metade das ações das 459 sociedades anônimas abertas brasileiras pesquisadas estão concentradas nas mãos de um único acionista, sendo que 65% destas ações estão detidas pelos três maiores acionistas. Semelhante pesquisa realizada por Mckinsey & Company e Korn/Ferry International em 174 empresas brasileiras (públicas ou privadas, com receita mínima de US\$ 250 milhões e conselho de administração) indicou que 61% das ações ordinárias pertencem a um único acionista. Este percentual salta para 85% das ações ordinárias se fossem considerados os três maiores acionistas. Trata-se de fatos que comprovam a excessiva concentração de capital de controle nas companhias brasileiras.

---

<sup>28</sup> Nem poderia ser diferente, pois aquele que detém o maior número de ações com direito de voto (aportando maior capital na companhia), assumiu maior risco do que alguém que adquiriu poucas ações. Logo, aportando maior capital e assumindo maior risco, justo é que o seu voto tenha maior peso, proporcional ao capital investido.

<sup>29</sup> Sobre a disciplina do acordo de acionistas e seus limites, consultar: SALOMÃO FILHO, 2006, p. 103-119.

<sup>30</sup> Conforme se extrai da exegese do art. 116 da Lei de Sociedades Anônimas, Lei nº 6404/76.

<sup>31</sup> E prossegue o autor mais a frente: “Tal poder, bem conhecido dos juristas, é o clássico *jus abutendi*, elemento essencial da propriedade. O controle é, pois, o direito de dispor dos bens alheios como um proprietário. Controlar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe dão destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica.” (COMPARATO, 1975, p.84 e 88)

<sup>32</sup> A incentivar a mudança deste paradigma, foram criados o Nível 1, Nível 2 e Mercado Novo, que são listagens da Bolsa de Valores específicas para companhias abertas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa e garantem transparência de gestão e maiores aos seus acionistas.

Entretanto, a concentração do poder de controle veio sofrendo mudanças no decorrer do tempo em todo o mundo.<sup>33</sup> Se originariamente este poder era obtido mediante a alta concentração acionária nas mãos de um ou poucos acionistas, desde meados do século passado ele já poderia ser exercido por uma minoria organizada<sup>34</sup> em razão do fenômeno do absentismo e da dispersão das ações (GALGANO, 1990, p. 118 e ss.).<sup>35</sup>

Os fenômenos do absentismo e da dispersão das ações estão intimamente ligados à popularização do mercado de capitais, que cada vez mais se consolida como uma forma de investimento à população. Assim, ao investidor que busca uma forma de rentabilizar suas economias e não tem interesse real em participar do comando ou deliberações da sociedade, a questão associativa (tornar-se sócio de uma sociedade anônima) fica em segundo plano.

É esta realidade volitiva dos investidores em mercado de ações e a participação cada vez menor no capital social da companhia (decorrente da dispersão das ações entre milhares de investidores) que geram o fenômeno do absentismo dos acionistas, que consiste na não participação voluntária dos acionistas nas deliberações sociais. Basta a eles que haja retorno financeiro do seu investimento através de dividendos e que a gestão da companhia seja transparente.

Hoje, a globalização, a integração dos mercados de capitais e a necessidade de capitalização constante das companhias para fazer frente aos grandes conglomerados, vêm acentuando os fenômenos da dispersão de ações e do absentismo dos acionistas de tal forma a obrigar a profissionalização da gestão da companhia.<sup>36</sup> Esta “obrigatoriedade” decorre do sentimento de maior segurança e transparência na gestão por técnicos (pessoas detentoras de conhecimento específico para administrar e dirigir a companhia), em relação à gestão feita por outro acionista (o acionista empresário). Esta “maior segurança” se traduz em maior

---

<sup>33</sup> Em que pese à importância do assunto para a compreensão da atual companhia aberta, maiores considerações sobre a evolução do poder de controle transbordariam o objetivo da presente obra. Sobre a evolução do poder de controle, consultar a obra clássica de BERLE e MEANS, 1984, p. 85-122.

<sup>34</sup> “A característica funcional básica não é, portanto, a concentração acionária, mas a concentração de poderes em torno da figura do controlador.” (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 84.)

<sup>35</sup> Digna de nota é a observação de COMPARATO (1975, p.82): “[...] o investimento capitalístico em ações, além dessa tendência à dispersão, apresentava-se sempre mais despersonalizado, primeiro com a criação das ações ao portador, depois com o surgimento dos chamados investidores institucionais – fundos ou sociedades de investimento, fundos previdenciários, companhias de seguros – afastando, decididamente, a massa de acionistas da vida empresarial [...]”.

<sup>36</sup> Sobre o absentismo dos acionistas investidores, MENÉNDEZ (1974, p. 32), conclui que “Em defesa de las acciones de ahorro se há insistido hasta la saciedade en la institucionalizar el fenómeno del absentismo como fenómeno permanente e irreversible, tanqo porque com ello se da satisfacción al interés del accionista que no desea intervenir en la gestión de la sociedad, sino hacer una colocación de su dinero en un capital-riesgo y no em un capital-obligaciones [...]”.

atratividade e, portanto, de maior liquidez no investimento em ações, o que irá novamente incentivar à maior dispersão das ações.

Nesse sentido, cumpre transcrever as palavras de EIZIRIK (1987, p. 3-4):

“Em primeiro lugar, conforme tal linha de raciocínio, ocorreria uma cisão nos direitos de propriedade, desaparecendo gradualmente a figura do empresário capitalista clássico, na medida em que se tornasse cada vez mais pulverizado, entre os acionistas, o poder de controle das grandes empresas. A gestão dessas macroempresas tenderia a ser exercitada por gerentes profissionais, que constituiriam uma ‘nova’ classe, mais dinâmica e aberta, na medida em que o acesso às posições diretivas se daria pela qualificação técnica e profissional, não mais pelas relações de parentesco. Assim, as famílias tradicionalmente mais ricas deixariam de controlar as grandes empresas, efetivamente ‘abertas’, permitindo a ascensão dessa nova tecnocracia gerencial. [...]”

Além dessa conjuntura social-econômica, podem ser citadas a maior intervenção do Estado<sup>37</sup> e a crescente responsabilização dos acionistas controladores como fatores para a diluição do poder de controle e do fortalecimento do poder de gestão, de tal sorte a ser possível vislumbrar o desaparecimento do poder de controle acionário (CARVALHOSA, 2010, p. 11-15).

Essa onda, ainda que em menor intensidade, também é sentida no mercado nacional.

A Lei das Sociedades por Ações de 1976, em seu art. 109, elencou os direitos essenciais dos acionistas – que são invioláveis, irrevogáveis e imutáveis pela Assembleia ou Estatuto Social, e indisponíveis e irrenunciáveis pelos seus detentores (CARVALHOSA, 1998, p. 292.)<sup>38</sup> – visando, assim, a equilibrar as forças internas na companhia e a alta concentração acionária.

Esta base legal de garantismo de direitos essenciais aos minoritários foi associada: à responsabilização por voto abusivo (art. 115 da mesma lei)<sup>39</sup>; ao dever de informar e à

---

<sup>37</sup> A referida intervenção Estatal vem se manifestando pela maior incidência do Direito Público no Mercado de Capitais, que no Brasil se traduziu nas reformas das Leis da Sociedade Anônima e de Mercado de Capitais, bem como, na maior atuação da Comissão Valores Mobiliários – questões abordadas no item anterior.

<sup>38</sup> “Assim, à semelhança dos direitos individuais dos cidadãos, cuja inviolabilidade é assegurada pela Constituição Federal (art. 153), a Lei de Sociedades Anônimas firma o elenco dos direitos essenciais dos acionistas, assegurando-lhe a intangibilidade, de maneira expressa e taxativa. Esses direitos, somados a poderes, ônus e obrigações atinentes aos acionistas, compõem o chamado *status socii*, que se define como a posição do sócio dentro da coletividade social, e pressuposto comum e constante de tais direitos e deveres.” (LEÃES, 1980, p. 216).

<sup>39</sup> Pelo qual os acionistas são obrigados a votar no interesse da sociedade anônima, fortalecendo a natureza institucional desta e afastando interesses mesquinhos e individuais contrários ao bom andamento da empresa.

responsabilização do acionista controlador (arts. 116-A e 117); ao conjunto de deveres e à responsabilização de administradores (arts. 153 a 159); e à garantia de assento no Conselho Fiscal aos minoritários e preferencialistas sem direito a voto, que poderão cada qual, eleger um membro do dito conselho (art. 161, § 1º, a, também da L. 6404/76).

Entretanto, em que pese ao fato de a maioria destes artigos estar inserida na legislação pátria desde 1976, o movimento de diluição do poder de controle é muito mais recente e tem sido verificado apenas nas companhias de capital aberto. E por que isto ocorre? Porque, embora seja essencial ter uma legislação societária protetora dos minoritários, a efetiva mudança de paradigma não decorre da lei, mas da necessidade de capitalização pública das companhias. É por esta razão econômica que o poder de controle vem sendo diluído: para que as companhias sejam mais atrativas a novos investidores.

Por conseguinte, a maior atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nas últimas décadas<sup>40</sup>, combinada com a criação dos Níveis de Governança Corporativa – que solidificaram a confiabilidade e atratividade das companhias cotadas em Bolsa e mais contundentemente aquelas que se vinculam a um dos três níveis de governança corporativa – vem repercutindo nas companhias abertas brasileiras, que atualmente estão mais dispostas a equilibrar suas relações internas de poder.<sup>41</sup>

Neste momento de transição, as companhias abertas nacionais – notoriamente conhecidas pela concentração das ações de controle da companhia – estariam passando do poder de controle majoritário para o poder de controle da minoria acionária, haja vista a crescente dispersão acionária.

Já em algumas das grandes companhias que adotam níveis cada vez mais elevados de governança corporativa, a dispersão das ações e a diluição do poder de controle acionário

---

<sup>40</sup> Essa atuação e poderes foram acentuados pela Lei 10303/01, que alterou as Leis do Mercado de Capitais e da Sociedade Anônima, podendo ser citadas exemplificativamente, as alterações procedidas no art. 4º e parágrafos da Lei da Sociedade Anônima, que espelham essa ampliação dos poderes da CVM e da maior seriedade e fiscalização do Mercado de Valores.

<sup>41</sup> O fundamento da diluição do poder de controle acionário não é propriamente jurídico, mas sim econômico, conforme bem aponta SALOMÃO FILHO (2006, p. 67): “[...] Como recentes estudos têm demonstrado, existe uma relação inversa entre grande concentração e valor de mercado da companhia, o que demonstra que também para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais a diluição acionária é fundamental. [...]”.

estariam promovendo a substituição do poder de controle acionário pelo poder de controle gerencial.<sup>42</sup>

Nesse ensejo, apesar dos corretos argumentos sobre a tecnocracia gerencial e seus benefícios, a substituição do poder de controle acionário pelo gerencial, em verdade, não ameniza o problema da proteção dos minoritários e investidores. Afinal, mais dispersos e com menor participação no capital social da empresa, os acionistas têm deixado a figura de sócio ativo para incorporarem o papel de investidor passivo, sendo cada vez mais difícil aos investidores participar e fiscalizar a gestão da companhia.

Assim, deverá o Estado, por meio da Comissão de Valores Mobiliários, assumir a defesa dos investidores por meio da regulamentação do mercado, da fiscalização preventiva dos atos e da repressão às condutas que lesem os direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos do mercado de capitais.<sup>43</sup> Afinal, há muito tempo o mercado de capitais deixou de ser uma forma de investimento para poucos endinheirados. Atualmente, todas as classes sociais que conseguem guardar uma certa poupança (classes A, B e C), acabam por participar direta ou indiretamente do mercado de capitais, seja mediante o investimento direto com a aquisição de valores mobiliários, seja com a participação indireta por meio de fundos de investimento bancários de renda variável ou mista<sup>44</sup>, por fundos pensão dos empregados de uma companhia, ou por fundos autônomos de previdência privada<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> A transferência do controle acionário para o controle gerencial importaria assim, num capitalismo sem proprietários, sem o controle dos proprietários. A figura do “empresário” como aquele que organiza os quatro fatores de produção (capital, mão de obra, tecnologia e matéria prima) estaria sendo delegada a pessoa que não tem qualquer vínculo com a propriedade da companhia, ou seja, a um não proprietário, a um não capitalista. Sobre o desaparecimento do poder de controle acionário ler: CARVALHOSA, 2010, p. 11-15.

<sup>43</sup> Em sentido análogo se posiciona EIZIRIK (1987, p. 4): “A nova disciplina legal das Companhias Abertas deveria, ademais, atribuir novas responsabilidades aos administradores, além de criar institutos de proteção aos acionistas minoritários, aportadores de capital, do que propriamente como sócios.”

<sup>44</sup> Nestes tipos de investimento bancário, parte ou a integralidade dos rendimentos do dinheiro aplicado podem advir de títulos mobiliários negociados em Bolsa de Valor.

<sup>45</sup> Os fundos de pensão dos trabalhadores são os chamados fundos institucionais, que são investidores qualificados pela sua função social. Os fundos de pensão consistem na reserva e aplicação mensal de parte dos salários dos empregados em ações e outros títulos mobiliários, visando garantir o futuro financeiro destes empregados (por exemplo, por meio de uma aposentadoria complementar à aposentadoria pública do INSS). Por outro lado, idêntico é o fim social dos fundos de previdência privada, que é a garantia do futuro financeiro daqueles que o contratam. A distinção entre estes fundos reside apenas na qualidade dos seus beneficiários. Enquanto é livre a contratação de um fundo de previdência privada por qualquer pessoa, somente os empregados de determinada companhia podem contratar o fundo de pensão criado pela mesma. “[...] Com as atuais expectativas de vida – quase duas vezes maiores que aquelas do século passado –, a maior necessidade das pessoas de hoje é a proteção contra a ameaça de viver demais [...] o fundo de pensão é o ‘seguro da velhice’. Trata-se de uma instituição essencial em uma sociedade na qual a maioria das pessoas pode esperar sobreviver por muitos anos às suas vidas profissionais.” (DRUCKER, 1999, p. 62)

Nesse sentido, cumpre transcrever a ponderações de DRUCKER sobre os fundos de pensão e sua preocupação da maior intervenção Estatal na regulamentação e fiscalização dos mesmos:

“Nunca houve antes importâncias tão grandes como aquelas atualmente nas mãos de investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, em países desenvolvidos. [...] Entretanto a] integração dos verdadeiros proprietários dos fundos de pensão, os atuais empregados e futuros pensionistas, na gerência dos mesmos é um desafio ainda não enfrentado em nenhum país. Atualmente, a única relação desse proprietários com seus fundos é a expectativa de um cheque no futuro. [...] Os fundos de pensão são um fenômeno curioso e sem dúvida paradoxal. São ‘investidores’ que controlam enormes capitais e seu investimento. Mas nem os gerentes que os administram nem seus proprietários são ‘capitalistas’ [todos são empregados]. O capitalismo dos fundos de pensão é um capitalismo sem os capitalistas. Os fundos de pensão são ‘proprietários’, mas apenas legalmente. Em primeiro lugar, eles são ‘curadores’. Os proprietários, os futuros pensionistas, são os beneficiários finais.” (1999, p.62-63)

Sendo assim, restou demonstrado estar altamente disseminado o mercado de capitais na sociedade. Logo, o Estado deve ter um olhar atento para evitar e punir eventuais abusos por parte dos dirigentes das companhias, dos intermediadores do mercado (corretoras e instituições financeiras autorizadas) e dos próprios investidores, pois seus abusos lesarão um sem número de prejudicados direta ou indiretamente – metaindividualidade que é caracterizadora dos interesses coletivos em sentido *lato*.

### **3. Os interesses difusos e coletivos do Mercado de Capitais**

Conforme foi analisado, a crescente normatização e interferência Estatal vivida no mercado de capitais decorrem da publicização do direito privado e do reconhecimento da existência de interesses difusos e coletivos a serem resguardados neste meio. Tal resultado é fruto jurídico da própria evolução do regime capitalista e da economia de massa, realidade que, transbordando os estudos da ciência econômica, tem reconhecida a tutela jurídica de massa, ou seja, de interesses transindividuais, voltada ao mercado de valores mobiliários.

Mas que interesses são esses?

São os interesses das próprias companhias abertas que emitem títulos mobiliários; das sociedades corretoras, agentes e instituições financeiras que atuam no mercado de capitais; dos investidores que adquirem e negociam esses títulos; do próprio Estado que emite títulos públicos e, em última análise, da própria sociedade, haja vista o fato de o mercado de valores mobiliários representar um termômetro para a aferição da economia e sustentabilidade do País.<sup>46</sup>

Exemplificativamente, poderiam ser identificados como difusos os interesses dos investidores em geral no que confere à transparência, credibilidade e segurança jurídica do mercado de capitais. A transparência é o atributo do mercado abundante de informações claras, precisas e tempestivas acerca dos títulos e das companhias que os emitem. Já a credibilidade é a qualidade oriunda de um sistema de fiscalização eficiente do mercado, a ser realizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somado a um sistema punitivo tempestivo e severo dos eventuais ilícitos, a ser executado pela própria CVM e pelo Poder Judiciário. Já a segurança jurídica reflete o mercado bem regulamentado, com normas claras que garantam segurança e previsibilidade às negociações efetuadas no mercado de capitais.

Tais atributos são essenciais ao mercado de valores mobiliários, visto que este possui uma peculiaridade que o distingue dos demais: o anonimato que reveste as figuras do comprador e vendedor. Todas as transações econômicas são realizadas através de intermediários (corretores, sociedades corretoras, instituições financeiras ou *homebrokers*), de modo que o comprador desconhece o sujeito que vende suas ações, e vice-versa.

Assim, um sistema bem regulamentado, fiscalizado e que forneça informações abundantes aos investidores (ou seja, que atenda aos interesses difusos da segurança jurídica, credibilidade e transparência) é essencial para a atratividade e confiança desses.

Por sua vez, coletivos seriam os interesses de determinados grupos de acionistas ou de investidores em títulos específicos no que tange à atuação de determinada companhia ou de agente do mercado em respeito aos direitos indivisíveis do grupo.

---

<sup>46</sup> “Nenhum país se torna próspero nem se mantém próspero sem dispor de um vigoroso mercado de capitais.” (NÓBREGA, 2008, p. 22).

Ambas as categorias de interesses são prestigiadas pelo conjunto normativo que incentiva e fiscaliza não só a transparência das companhias como também a comunicação dos fatos relevantes ao mercado<sup>47</sup> e que pune a utilização indevida de informações privilegiadas.<sup>48</sup>

### 3.1. Interesse difuso à informação pública do mercado

Se a ordem econômica capitalista é marcada pelo direito fundamental à liberdade de iniciativa e de lucro, tal direito não é absoluto: deve ser equilibrado pelo direito (também fundamental) à igualdade entre os investidores, de onde o direito à informação pública tempestiva é instrumento desta igualdade.

Na sua atuação, os atores do mercado tendem a avaliar os riscos e valores dos títulos com base em probabilidades, num esforço de antecipar os resultados positivos ou negativos. E a presença de informações abundantes e tempestivas (*full disclosure*) no mercado propicia uma maior aproximação do valor da avaliação dos títulos (feita pelos investidores no mercado) em relação ao valor real dos mesmos, diminuindo-se, assim, os riscos do investimento e custos de transação.

---

<sup>47</sup> Como normas e orientações destinadas a promover a maior transparência das companhias e o acesso do mercado aos fatos relevantes (aqueles que podem ensejar a variação do preço dos títulos mobiliários), podem ser citados: o art. 4º, VI e VII da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários para assegurar o acesso do público às informações relevantes das companhias e às práticas equitativas no mercado); o art. 176 da Lei 6404/76 (que prevê o mínimo das demonstrações financeiras e das notas explicativas a serem publicadas pela companhia) e a Instrução CVM nº 358/02 (e as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/02 e 449/07). Além destas normas, foram criados segmentos especiais na Bolsa de Valores (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), que – além de outras práticas de governança corporativa – contém um rol de informações mais extenso a ser fornecido pela companhia ao mercado.

<sup>48</sup> Como normas e orientações destinadas a punir a utilização de informações privilegiadas – o chamado *insider trading* – podem ser citados: o art. 1º, II da Lei 7913/89 (que prevê a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao mercado ou aos investidores), art. 155, §§ 1º ao 4º e art. 159, ambos da Lei 6404/76 (que tratam do dever de lealdade do administrador e da ação de ressarcimento de danos, sucessivamente); o art. 4º, IV, b, c da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários na proteção dos investidores em face da utilização ilegal de informações relevante por parte de controladores e administradores de companhias); o art. 9º, V e VI da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para apurar em processo administrativo, práticas não equitativas por parte de controladores e administradores de companhias e aplicar-lhes as penas previstas no art. 11 da mesma lei); o art. 12 da Lei 6385/76 (que dispõe sobre a competência da Comissão de Valores Mobiliários para comunicar ao Ministério Público, eventual crime de ação pública apurado no processo administrativo); art. 3º, X da Lei 4728/65 (que atribui ao Banco Central a fiscalização da utilização de informações privilegiadas em prejuízo do mercado). Arts. 13 e 14 da Instrução CVM nº 358/02 (alterada pelas Instruções CVM nºs 369/02 e 449/07).

Certo é que o investimento em títulos mobiliários importa em risco, pois sua lucratividade depende de inúmeras variáveis, como a conjuntura macroeconômica, a segurança jurídica, a estabilidade bélica e econômica do país, o bom desempenho e fundamentos da companhia emissora dos títulos, além de outras variáveis não tão lógicas como o “sentimento do mercado” e os movimentos de manada que influenciam diretamente o preço dos títulos em razão da lei de oferta e de procura, acarretando variações de preços nem sempre previsíveis. Entretanto, em que pese à existência de tais variáveis características do risco desse tipo de investimento, não se pode admitir a pura álea, a simples loteria.

Assim, para a correta tomada de decisão sobre a compra ou venda de títulos mobiliários (e seu valor) no mercado, é necessária a disponibilidade contínua de informações sobre os referidos papéis<sup>49</sup> e as companhias que os emitem<sup>50</sup>, conforme bem assevera CUETO (2003, p. 01):

“La transparencia procura asegurar un nivel de información parejo en todos cuantos participan de un modo o de outro em los citados mercados; persigue que el conocimiento de causa sobre el que asentar la toma de decisiones por parte de inversores de la más diversa condición sea relativamente equiparable; y genera, en fin, un ambiente de confianza alrededor del correcto funcionamiento de los mercados, beneficioso a la postre para el conjunto de la economía.”.

Sendo assim, de forma a prevenir eventuais violações ao direito difuso e coletivo à informação pública do mercado, a partir do lançamento público das ações,<sup>51</sup> inicia-se o dever de informar. Na emissão dos títulos, a Companhia e a instituição financeira autorizada (que coloca estes papéis no mercado primário) têm o dever de prestar informações claras, precisas e acessíveis para a avaliação dos títulos pelos investidores.<sup>52</sup>

---

<sup>49</sup> Esta política de *full disclosure* não deve atingir apenas as companhias que mantêm títulos no mercado público (que é objeto do presente estudo), mas também às corretoras e fundos de investimento que intermediam esses papéis, que devem conter prospectos atualizados, de fácil visualização e compreensão pelos investidores, contendo informações precisas sobre a companhia, os títulos e as taxas cobradas para que o consumidor possa fazer uma consciente escolha de investimento. Sobre o assunto, consultar: ALTERBAUM, 2011, obra completa.

<sup>50</sup> “A avaliação gira necessariamente em torno de informação. Se a perspectiva do mercado aberto é aproximar-se de um julgamento de valor, é essencial haver material para esse julgamento. [...] As bolsas mais respeitáveis, ao menos nos últimos anos, têm exigido que a companhia faça uma divulgação contínua; esse material permite a avaliação.[...]” (BERLE e MEANS, 1984, p. 233).

<sup>51</sup> O lançamento público de ações é o procedimento de emissão e oferta de novos títulos ao público em geral, ou seja, não restrito à subscrição pelos atuais acionistas e tendente à captação de recursos da poupança popular por meio do mercado de capitais.

<sup>52</sup> As normas instituídas pela CVM que determinam a informação clara, acessível e tempestiva do mercado a partir do lançamento dos títulos são uma manifestação de norma preventiva que decorre do poder de polícia da CVM. O poder de polícia está disposto no art. 78 do Código Tributário Nacional (L. 5172/66), que por sua

Posteriormente, caberão apenas às sociedades anônimas o dever de continuar informando regular e tempestivamente os fatos relevantes que possam influenciar a variação do valor dos títulos mobiliários no mercado secundário, evitando-se, assim, a manipulação do mercado pelos atos ou omissões da empresa que tenderiam a ocultar ou impedir uma estimativa real de seus títulos (BERLE e MEANS, 1984, p. 235.).<sup>53</sup>

Nesse sentido, cumpre transcrever o pensamento de MARTINEZ (2005, p. 97), que reflete a preocupação com esse sistema de informações públicas ao mercado:

“É ponto pacífico que sem uma boa política de divulgação de informações, é fácil tirar proveito dos minoritários [acionistas investidores que não detém o poder de controle]. O *full disclosure* emerge, então, como importante instrumento para impedir a expropriação dos investidores externos pelos internos (gestores e acionistas controladores). Assim, países como o Brasil, que têm uma realidade societária caracterizada pela alta concentração acionária<sup>54</sup>, devem esforçar-se para criar mecanismos que protejam efetivamente o minoritário, munindo-o das informações necessárias para a mais eficiente condução de seus investimentos.”

A definição de ato ou fato relevante ao mercado é fornecida pelo art. 157, § 4º da Lei 6404/76 e art. 2º da Instrução CVM nº 358/02<sup>55</sup>, e consiste em qualquer decisão de acionista controlador, de deliberação da Assembleia Geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou de qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir

---

generalidade, pode ser utilizado para a definição do poder da CVM: “considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou a abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança [...] à disciplina da produção e do mercado, [...] ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos.” No presente caso, esse poder de polícia administrativa se manifesta nos regulamentos e atos administrativos que limitam o direito de propriedade e de liberdade individuais para resguardar os interesses difusos e coletivos do mercado. Associado à tutela preventiva, o poder de polícia administrativa também se manifesta na forma repressiva, por meio das sanções administrativas que a CVM pode impor àqueles que atuam e se servem em desalinho ao interesse público do mercado de capitais.

<sup>53</sup> Embora este não seja o enfoque do presente trabalho, cumpre citar que é garantido o direito de informação aos acionistas por meio da fiscalização direta e indireta da administração. A fiscalização indireta da administração da companhia é realizada por meio do Conselho Fiscal que, embora seja de existência obrigatória, tem funcionamento facultativo. Assim, não sendo de funcionamento permanente, o Conselho Fiscal poderá ser instalado por meio do requerimento de um número mínimo de acionistas – que nas companhias fechadas é fixado no art. 161, § 2º da Lei 6404/76, e que nas sociedades anônimas abertas é determinado pela Instr. CVM nº 324/00. O direito de informação direta e privada do acionista sobre a administração e administradores da companhia (em contraposição às informações públicas prestadas ao mercado), também requer um percentual mínimo de ações, disposto no art. 157, § 5º da Lei de Sociedades Anônimas.

<sup>54</sup> Cumpre assentar, entretanto, que esta realidade brasileira está sendo alterada paulatinamente, ao menos nas grandes companhias que adotam níveis cada vez mais elevados de governança corporativa. Estas têm dispersado cada vez mais suas ações, diluindo o poder de controle acionário.

<sup>55</sup> A mesma norma, em seu parágrafo único e incisos, traz exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes a serem comunicados ao mercado com a maior tempestividade possível.

de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários ou de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.<sup>56</sup>

A responsabilidade pela divulgação de tais informações ao mercado pela companhia é do Diretor de Relações com Investidores e, em caso de sua omissão, dos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, que tenham conhecimento do ato ou fato relevante, segundo os ditames do art. 3º da Inst. CVM 358/02.

Assim, estes fatos e atos<sup>57</sup> deverão ser comunicados diretamente à CVM<sup>58</sup> e simultaneamente ao mercado<sup>59</sup> através de qualquer meio de comunicação, como informação à imprensa (em jornal de grande circulação usualmente utilizado pela companhia e notícias veiculadas na rede mundial de computadores - internet), reuniões com entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado,<sup>60</sup> tudo a fim de tornar pública esta

---

<sup>56</sup> Cumpre assinalar outros dispositivos que tratam do dever de informar previsto no art. 157 da Lei das Sociedades por Ações e que devem ser considerados na compreensão da extensão desse dever: art. 186 (que trata do levantamento e publicação periódica da demonstração de lucros ou prejuízos acumulados); art. 187 (que trata da apuração e publicação periódica da demonstração do resultado do exercício); art. 188 (que trata da demonstração das origens e aplicações de recursos); o art. 224 e incisos (que tratam das informações a serem publicadas em caso de incorporação, fusão e cisão da companhia), os arts. 234 e 247 (que tratam das informações a serem fornecidas sobre as sociedades coligadas, controladoras e controladas); art. 126, § 3º (que garante a qualquer acionista, detentor de ações que representem meio por cento do capital social, obter a relação de endereços dos demais acionistas para o envio de pedido de procuração para representá-los na Assembleia Geral) todos da Lei 6404/76.

<sup>57</sup> A distinção de ato jurídico e fato jurídico é colhida dos ensinamentos de REALE (2002, p. 199-206): O primeiro decorreria da “deliberação volitiva do homem, à qual a norma jurídica confere conseqüências de direito, tais como as de constituir, modificar ou extinguir uma ‘relação jurídica, ou mais amplamente, uma ‘situação jurídica’.” O negócio jurídico, representado pelos diversos tipos de contrato, portanto, seria uma espécie de ato jurídico. Já o fato jurídico decorre de mero acontecimento natural, que juridicamente qualificado, é apto a gerar conseqüências jurídicas, ou seja, de constituir, modificar ou extinguir uma relação jurídica.

<sup>58</sup> E, se for o caso, à Bolsa de Valores e entidade do Mercado de Balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

<sup>59</sup> Nos mercados nacional e exterior, em que os títulos da empresa sejam negociados.

<sup>60</sup> Digna de nota a ressalva de BERLE e MEANS (1984, p. 234): “[...] Esses meios, além de muitos outros, constantemente despejam no mercado um relato contínuo de fatos, cifras, opiniões e informações de todo o tipo, que determina ou se julga que influencia o valor dos títulos negociados. Evidentemente grande parte do que é divulgado não é necessariamente verdade, e grande parte do que é verdade nunca chega ao mercado; a situação ideal – divulgação constante de todas as informações que influenciam o valor – é necessariamente inatingível. Mas é possível aproximar-se dela e certamente é verdade que os mecanismos de divulgação estão tão desenvolvidos, que quaisquer fatos que influenciam o valor podem tornar-se propriedade do mercado de forma quase instantânea.” Por esta razão, um dos pilares sobre os quais se assenta a governança corporativa é a informação ampla (*full disclosure*).

informação e preservar a igualdade de oportunidades aos investidores externos à empresa e aos *insiders*<sup>61</sup>.

### 3.2. Direito fundamental difuso à igualdade de oportunidades e o *insider*

Mais do que o dever de informar o mercado, a proteção aos direitos difusos e coletivos ali presentes se dá por meio do acesso tempestivo a estas informações. Este é, em verdade, o grande problema na disciplina da comunicação dos fatos relevantes, pois a análise do momento de liberação destas informações compete às companhias.<sup>62</sup> E nem poderia ser diferente, já que se tratam de assuntos privados, cuja divulgação prematura poderia pôr em risco interesse legítimo da companhia.

Entretanto, é justamente nesse meio tempo – entre a descoberta da informação relevante pelo *insider* e a sua divulgação ao mercado<sup>63</sup> – que poderá ocorrer a violação do legítimo direito difuso e coletivo dos demais investidores ao tratamento igualitário no mercado de capitais.

Esta desigualdade material entre os investidores exteriores e o *insider* que detém informação privilegiada (ou seja, privada) reside justamente na impossibilidade dos primeiros

---

<sup>61</sup> Os *insiders* são pessoas que, em razão da posição que ocupam na companhia, desfrutam de acesso a informações relevantes sobre o andamento da mesma, como os integrantes da administração, diretores e conselho de administração.

<sup>62</sup> Conforme preveem o art. 157, § 5º da L. 6404/76 e o art. 6º da Instrução CVM nº 358/02, compete às companhias abertas decidir sobre a recusa de prestar informações sigilosas que coloquem em risco legítimo interesse da companhia. Entretanto, esta decisão pode ser reformada pela CVM de ofício, ou a pedido de qualquer administrador ou acionista. Ainda sobre o assunto, COELHO assenta: “A transparência na administração não pode, e não precisa, comprometer a reserva das informações estratégicas da empresa, devendo os direitos de um ou alguns acionistas ceder diante dos interesses gerais da sociedade anônima.” (2002, p. 296). A mesma experiência é vivida em Espanha “En cualquier caso, se mantiene la posibilidad de que los administradores puedan denegar la información solicitada en los casos en que a juicio del presidente, su publicidad perjudique los intereses sociales. Denegación que no procederá cuando la solicitud de información este apoyada por accionistas que representen, al menos, la cuarta parte del capital social.” (PORRÚA, 2003, p. 38).

<sup>63</sup> “A obrigação de divulgação imediata de fatos que tenham ocorrido na esfera de atuação do emitente e sejam relevantes para as cotações também serve para reprimir a utilização abusiva de informações privilegiadas (publicação *ad hoc*). Essas informações geralmente são confidenciais, de maneira que sua divulgação, as libera da qualidade jurídica de informação privilegiada. Suprimem-se destarte os prejuízos factuais para uma operação com utilização de informação privilegiada. A característica fundamental de um fato confidencial é não ser publicamente conhecido. Portanto, a sua divulgação encurta o período de tempo no qual a informação privilegiada pode ser utilizada abusivamente.” (KUMPEL, 2007, p. 27-28)

possuírem informações que não sejam públicas – o que coloca os *insiders* em posição de vantagem desigual em relação aos demais.

Em tal cenário, os investidores externos se vêem tolhidos do real exercício da liberdade para fazerem boas ou más escolhas de investimento, na medida em que não detêm informações relevantes das companhias que emitem títulos mobiliários. Mais ainda, se a negociação do *insider* se baseia em informação privilegiada, ou seja, privada, indisponível a todos os investidores do mercado, faz-se presente uma grave distorção econômica.

Por esta razão, a própria instrução da CVM nº 358/02 e a Lei de Sociedade Anônima, que permitem o resguardo de informações em prol da proteção dos interesses legítimos da companhia, proíbem a negociação de títulos mobiliários pelos *insiders* com base nas informações privilegiadas a que têm acesso.<sup>64</sup> Ademais, impõem aos acionistas controladores e aos administradores o dever de sigilo<sup>65</sup>, vigilância<sup>66</sup> e comunicação imediata do fato ao mercado caso haja a oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado<sup>67</sup> – o que indicaria o vazamento de informações e a atuação abusiva do *insider*.

No entanto, quando isto ocorre, a lesão aos direitos difusos e coletivos dos investidores em relação à justa expectativa de igualdade de oportunidades no mercado de capitais já terá ocorrido pela prática não equitativa.<sup>68</sup>

Conforme bem assenta KÜMPEL (2007, p. 26-27):

“A confiança dos investidores assenta especialmente na sua expectativa (digna de proteção) de serem tratados igualmente. Isso pressupõe que os investidores estejam protegidos principalmente contra a utilização de informações privilegiadas por um *insider*. Operações realizadas com a utilização de informações privilegiadas

---

<sup>64</sup> Arts. 13 e 14 da Instrução CVM nº 358/02 e art. 155, § 4º da L. 6404/76.

<sup>65</sup> Art. 155, § 1º da L. 6404/76 e art. 8º da Instrução CVM nº 358/02.

<sup>66</sup> Art. 155, § 2º da Lei de Sociedade Anônima, art. 3º, § 1º e art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.

<sup>67</sup> Art. 4º, § 2º e art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02.

<sup>68</sup> Nesse sentido, notório é o interesse direto da União no que tange à proteção dos direitos difusos lesionados pela conduta ilícita do *insider trading*, pois, além da ofensa dos direitos dos demais investidores (que obviamente estão desprotegidos perante os grandes acionistas e demais detentores de informações privilegiadas), há o prejuízo indelével do próprio mercado de capitais, com a aniquilação da confiança na lisura de suas atividades. Segundo CAVALI (2011, p. 15), não se trataria de ofensa genérica a bem ou interesse da União, ou ofensa mediata e indireta em razão da CVM ser autarquia federal responsável pela fiscalização do sistema. A ofensa é direta e frontal ao interesse da União, visto que o ilícito da utilização de informação privilegiada acarreta desconfiância de todos os atores que atuam no mercado de capitais, e assim, pode gerar a alteração de investimentos realizados e a descapitalização deste mercado.

são vistas pelos investidores como ofensa ao princípio de que lhes deve ser oferecida a mais ampla igualdade de oportunidades possível. Investidores que se sentem tratados de maneira desleal em um mercado afastam-se dele e desviam seus capitais de investimento para outros mercados [...]”<sup>69</sup>

Em decorrência disso, falhando as normas de caráter preventivo à atuação do *insider trading*, caberá a atuação repressiva do Direito mediante a punição daqueles atores que, por ação ou omissão, lesionaram esses direitos<sup>70</sup>, a fim de resguardar a confiabilidade no mercado e desaconselhar a repetição da conduta abusiva.<sup>71</sup>

Neste sentido cumpre parabenizar a diligente atuação da Comissão de Valores Mobiliários no desenvolvimento deste mister, que aplica multas pesadas e impõe penas restritivas de direitos às Companhias, *insiders* e investidores que violam os direitos fundamentais difusos de igualdade de informação e liberdade econômica.

### **Considerações finais**

A dimensão econômica do sujeito de direito é essencial num sistema pós-capitalista.

Mas no sistema pós-capitalista, que é sede de relações massificadas, a leitura dos direitos fundamentais não deve ser feita a partir do cidadão isolado – situação essa que no Liberalismo trouxe grande opressão econômica dos mais fortes sobre os mais fracos. Hoje, a compreensão dos direitos fundamentais deve ser feita a partir da sociedade, da coletividade,

---

<sup>69</sup> No mesmo sentido aponta a Nota Explicativa nº 28 à Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984: "O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão utilizar-se de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários."

<sup>70</sup> "Aceitando a hipótese econômica de que uma ação constitui basicamente uma expectativa capitalizada, estimada pela avaliação que o mercado aberto faz da situação da companhia e da indústria, e aceitando também que é bastante previsível (como realmente é) que as avaliações variem de acordo com as afirmações dadas, não é difícil supor que a diretoria de uma empresa seja responsável por a) distorção voluntária de fatos com intuito de induzir uma iniciativa por parte de qualquer pessoa que compre ou venda no mercado; b) negligente apresentação dos fatos sem a intenção de induzir negociações, mas que resulta numa flutuação importante; c) não divulgação de um fato importante, levando assim a uma avaliação errônea [...]”(BERLE e MEANS, 1984, p. 252)

<sup>71</sup> No mesmo sentido: BITTENCOURT e BREDAS, 2010, p. 368; SANCTIS, 2003, p. 107 e PROENÇA, 2005, p. 27.

entendida como sede de um conjunto de interesses difusos a serem protegidos e que limitam os direitos individuais.

É sob esse enfoque – dos direitos fundamentais difusos – que a disciplina do mercado de capitais se desenvolve. A sociedade anônima de capital aberto hoje não mais representa os interesses privados e individuais de um punhado de capitalistas. Devido à abertura de capital e negociação de títulos mobiliários em Bolsas de Valores cada vez mais interligadas pela globalização dos mercados, as companhias alcançaram uma dispersão de ações com proporções até então inimagináveis, com investidores altamente pulverizados e localizados em diferentes partes do globo.

A somar esse quadro, o próprio perfil dos antigos acionistas e o controle de poder na companhia vêm sendo alterados. Grande parte dos proprietários (acionistas) das companhias não são mais os capitalistas tradicionais (e sim trabalhadores de diferentes classes sociais); e o poder de controle, de gestão da companhia, também não vem sendo mais exercido pelos capitalistas tradicionais, mas sim por administradores técnicos, normalmente não proprietários, visto que não detêm ações das companhias que administram. Assim, atualmente pode-se falar num *capitalismo sem proprietários* ou num *capitalismo sem capitalistas* – o que chacoalha todo o sistema ideológico que originou o capitalismo. Trata-se da “revolução socialista do capitalismo”, em que a propriedade da empresa está cada vez mais dispersa nas mãos do povo, e a gestão (o controle dos bens de capital que a sociedade detém e produz) está nas mãos de não proprietários, administradores profissionais.

Sendo assim, resta claro que os interesses privados nos desígnios da companhia aberta se difundiram na sociedade, devendo o Direito abrir um novo olhar para a disciplina dos direitos difusos no mercado de capitais.

Nessa toada, a atuação do poder regulamentador, fiscalizador e punitivo desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários é profícua para a proteção dos direitos difusos e coletivos do Mercado de Capitais, especialmente no que tange à igualdade e liberdade econômicas dos investidores. As normas que determinam a transparência e tempestividade das informações dos fatos relevantes das companhias (*full disclosure*) e a proibição do abuso de informações privilegiadas sobre esses fatos relevantes (*insider trading*), são aprimoramentos legislativos que geram efetividade aos direitos fundamentais difusos e coletivos, que associados à estabilidade econômica, geram maior confiabilidade e segurança ao mercado, impulsionando a economia brasileira.

## Referências

- ALTERBAUM, Daniel S.. “*To ‘Make Full Disclosure and Play No Tricks’: a Proposal To Enhance Fee Transparency After*”. In: **The Yale Law Journal On Line**, vol. 120, April – 2011, p. 1579-1588. Disponível em: <<http://www.yalelawjournal.org/the-yale-law-journal/comment/to-%22make-full-disclosure-and-play-no-tricks%22:-a-proposal-to-enhance-fee-transparency-after-jones-v.-harris-associates/>>, acesso em 28/11/2011.
- ASCARELLI, Túllio. **Panorama do Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 1947.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C.. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. AZEVEDO, Dinah de Abreu (trad.), São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BITTENCOURT, César Roberto; BRENDA, Juliano. **Crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e contra o Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.
- BULGARELLI, Valdério. **Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1988.
- CARVALHOSA, Modesto. “A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador”. In: **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.
- CAVALI, Marcelo Costenaro. “Sentença”. In: **Autos do processo nº 0005123-26.2009.403.6181 [2009.61.81.005123-4], 6ª Vara Federal Especializada em crimes contra o Sistema Financeiro, Seção Judiciária de São Paulo**, prolatada em 16/02/2011, fls. 1092-1129.
- COELHO, Fábio Ulhoa, **Curso de Direito Comercial**, 5. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2002, vol. 2.
- CUETO, José Carlos Vázquez. “Reflexiones críticas sobre la reforma del derecho de información del accionista introducida por la Ley 26/2003, de 17 de Julio”. In: **Revista Derecho de Los Negocios, año 14, nº 159**, 2003, p. 1-30.
- DRUCKER, Peter. **Sociedade pós-capitalista**. São Paulo: Pioneira, 1999.
- EIZIRIK, Nelson. “Propriedade e controle na companhia aberta – uma análise teórica”. In: **Questões de Direito Societário e Mercados de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- FRAGA, Arminio Neto. “O mercado de capitais como alavanca do desenvolvimento do Brasil”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB**. Ano 11, n. 41, jul.- set., 2008.
- FRAZÃO, Ana. **Função Social da empresa: Repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

- GALGANO, Francesco. **Las instituciones de la economia capitalista: sociedad anónima, Estado y clases sociales.** BATALLER, Carmen Alborch e PONT, Manuel Broseta (trads.). Espanha: Ariel Derecho, 1990.
- KÜMPEL, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais: do ponto de vista do Direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** Saraiva: São Paulo, 1980.
- MARTINEZ, Ana Paula. “Política de divulgação de informações no âmbito do mercado de capitais”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB.** Ano 8, n. 28, abr.- jun., 2005.
- MENÉNDEZ, Aurelio Menéndez. **Ensaio sobre la Evolución Actual de la Sociedad Anónima.** Madrid: Ed. Civitas, 1974.
- MORAES, Luiza Rangel de. “A evolução conjuntural e regulatória das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários na última década”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB.** Ano 11, n. 41, jul.-set., 2008.
- NÓBREGA, Mailson da. “Instituições econômicas e mercado de capitais”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB.** Ano 11, n. 41, jul.-set., 2008.
- PORRÚA, Juan Manuel Gómez. “Ley 26/2003, de 17 de julio, Modificación de la Ley del Mercado de Valores y Ley de Sociedades Anónimas.” In: **Revista Derecho de Los Negocios, ano 14, n° 157,** 2003, p.31-46.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- REALE, Miguel. **Lições Preliminares de Direito.** 27. ed. ajustada ao Código Civil, São Paulo: Saraiva, 2002.
- RIPERT, Georges. **Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno.** Campinas: Red Livros, 2002.
- SANCTIS, Fausto Martins de. **Punibilidade no Sistema Financeiro Nacional.** Campinas: Millennium, 2003.
- SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. “Mercado de valores mobiliário: evolução recente e tendências”. In: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais – RDB.** Ano 11, n. 41, jul-set/2008.
- SALOMÃO, Calixto Filho. **O Novo Direito Societário.** 3. ed. rev. ampl., São Paulo: Malheiros, 2006.
- ZACLIS, Lionel. **Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.