

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 11

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
julho / dezembro de 2012

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

Editores: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto e Viviane Perez.

Pareceristas deste número: Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Eduardo Takemi Kataoka (UERJ), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA) e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro (Mackenzie – SP).

PATROCINADORES:

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 11 (Julho/Dezembro de 2012)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no segundo semestre de 2014.

UNDERWRITING: BREVE HISTÓRICO, CONCEITOS GERAIS E RESPONSABILIDADE DOS UNDERWRITERS¹

UNDERWRITING: BRIEF BACKGROUND, GENERAL CONCEPTS AND RESPONSIBILITIES OF THE UNDERWRITERS

Rafael Guarilha Pimentel de Freitas

Resumo: O presente artigo é resultado de uma pesquisa motivada pelo crescente interesse acadêmico a respeito das operações que ocorrem na esfera do mercado de capitais. A consolidação do mercado primário de valores mobiliários como uma fonte efetiva de financiamento das grandes companhias brasileiras nos últimos 10 anos colocou em voga a atuação das instituições financeiras intermediárias das ofertas públicas de valores mobiliários e as implicações jurídicas das atividades que desempenham. O meu trabalho se inicia apresentando um histórico do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e, depois, passa para uma análise jurídica do contrato de *underwriting*, instrumento por meio do qual é feita a colocação dos valores mobiliários. Por fim, trato da responsabilidade dos *underwriters* em operações de distribuição pública de valores mobiliários.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Oferta Pública. Contrato de *Underwriting*. Distribuição de Valores Mobiliários. Responsabilidade Civil.

Abstract: The present article is the result of a research that was motivated by the growing academic interest with respect to the

¹ Artigo recebido em 04.04.2014 e aceito em 05.12.2014.

transactions that has been occurring in the capital markets area. The consolidation of the securities primary market as an effective financing source for the Brazilian corporations in the last 10 years has turned the attention to the underwriters of securities and to the law implications related to the activities that they perform. This work begins with the historical aspects of the development of the Brazilian capital markets and then moves to the analyses of the *underwriting* agreement. Lastly, I expose the main components of the liability imposed to the underwriters in transactions such as an initial public offering.

Keywords: Capital Markets. Public Offering. Underwriting Agreement. Securities Offering. Liability.

Sumário: 1. As ofertas públicas de valores mobiliários no contexto do recente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. 1.1. O modelo Americano. 1.2. O modelo brasileiro. 2. Aspectos gerais do underwriting. 2.1. As atividades dos underwriters. 2.2. O Contrato de Underwriting. 3. A responsabilidade dos underwriters. 3.1. Regime de atribuição de responsabilidade ao underwriter no Brasil. 3.2. A não aplicação da responsabilidade objetiva ao underwriter. 3.2.1. A não incidência do Código de Defesa do Consumidor. 3.3. A responsabilidade civil subjetiva do underwriter. Conclusão.

1. As ofertas públicas de valores mobiliários no contexto do recente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

O mercado de capitais representa uma das fontes mais efetivas de financiamento das empresas. É por meio dele que ocorre a captação

de recursos existentes na poupança popular, o que permite que as empresas realizem projetos que demandem uma mobilização de capital considerável. O acesso a tais recursos ocorre por intermédio da emissão de valores mobiliários das companhias que desejam financiamento.

No Brasil, o mercado de capitais apenas ganhou importância e notoriedade a partir dos anos 2000, quando se desenvolveu de maneira significativa. Até então, o financiamento de empreendimentos se dava, principalmente, pela via dos recursos do Estado, do capital estrangeiro e de linhas de crédito de curto prazo². E a base que possibilitou esse recente desenvolvimento é a mesma base que garantiu, nos Estados Unidos, um mercado de capitais forte, desenvolvido e com liquidez: a autorregulação.

1.1. O modelo Americano.

Não se pode dizer que a autorregulação foi a razão para o crescimento do mercado de emissão de valores mobiliários nos Estados Unidos. Como se verá, a procura pelo financiamento popular naquele país teve como origem motivos de ordem econômica.

No século XIX, teve início o projeto de expansão da indústria ferroviária americana. Tendo em vista a grandeza das distâncias geográficas que deveriam ser cobertas pela malha ferroviária, havia uma demanda por parte das companhias operadoras das ferrovias por uma enorme infusão de capital interno e estrangeiro³. Tal circunstância fez com que essas companhias passassem a realizar constantes emissões de valores mobiliários para captação de recursos. Como bem nota Coffee Jr., a perene necessidade por capital e a dependência do capital

² MUNHOZ, Eduardo Sechi. *Aquisição de Controle da Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 39.

³ COFFEE JR. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *Yale Law Journal*, v. 111, 2001, p. 26.

estrangeiro produziram, entre outras inovações, o crescimento da autorregulação por meio da imposição de regras na negociação de valores mobiliários⁴.

O curioso é que o ponto de partida do desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos ocorreu numa época em que não havia uma legislação efetiva de proteção aos acionistas minoritários. E foi aí que a autorregulação ganhou importância ao ocupar um espaço que precisava ser preenchido. Com propriedade, Coffee Jr. afirma: “medidas de autoajuda, incluindo a autorregulação, podem funcionar como um substitutivo funcional que compensam qualquer déficit de proteção ao acionista minoritário que o uso da legislação comum pode provocar”⁵.

A entidade que desempenhou esse papel de maneira sublime foi a Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). Desde antes da virada do século XIX, a NYSE já era tida como a guardiã da lisura financeira das empresas nela listadas. A entidade em questão sempre impôs rigorosas exigências para listar as companhias emissoras e, com frequência, rejeitava solicitações de listagem por variados e fundamentados motivos, sempre com o objetivo de proteger o investidor⁶.

Mais tarde, na segunda década do século XX, aprofundando-se na defesa dos acionistas minoritários, a NYSE passou a rejeitar a listagem de companhias que tivessem em seu capital social ações sem direito a voto. Ademais, a NYSE impunha rígidas obrigações de abertura de informações aos investidores. Na ausência de normas legais a respeito, a NYSE garantiu o acesso dos investidores às informações das companhias listadas e protegeu o direito de voto dos acionistas.

⁴ Id, Ibid.

⁵ “*self help measures, including exchange self-regulation, can potentially provide functional substitutes that significantly compensate for any deficit in minority protection that the use of civil-law standards entails.*” Id, Ibid. p. 11.

⁶ COFFEE JR. Op. cit., p. 37.

Para Coffee Jr., os dois principais pilares do desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos foram a capacidade de monitoramento da NYSE e os mecanismos desenvolvidos pelos *underwriters*⁷ americanos de atrair o capital estrangeiro⁸ de que tanto necessitavam as empresas de infraestrutura.

1.2. O modelo brasileiro.

O primeiro grande impulso do mercado de capitais no Brasil aconteceu numa época em que as transformações da economia passaram a demandar um maior volume de capital para financiar os vultosos empreendimentos que estavam em curso. Essas mudanças econômicas tiveram início em meados da década de 60 do século passado, quando se passou a atrair a poupança interna para o mundo dos investimentos. Houve, então, a institucionalização do mercado de capitais, sob o controle do Banco Central⁹. Assim, surgiu a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que introduziu no nosso sistema jurídico uma série de novos institutos para a prática societária.

Naquela época, o país estava sob o domínio do governo militar, que não poupou esforços no lançamento de medidas de incentivos fiscais para estimular a abertura de capital das empresas nacionais. O efeito de tais medidas foi tão expressivo que levou várias companhias a listarem as suas ações não com o objetivo de se beneficiarem das vantagens do mercado de ações, mas sim dos

⁷ “O termo *underwriter*, consagrado no direito inglês e norte-americano, foi tomado de empréstimo da legislação sobre seguros, em que era inicialmente utilizado para se referir à atividade dos indivíduos ou das empresas que seguravam o emissor dos papéis contra as perdas provenientes do insucesso da colocação”. Conforme EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 180.

⁸ COFFEE JR. Op. cit., p. 39.

⁹ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 4.

benefícios fiscais. O resultado disso foi o advento de uma forte crise especulativa no ano de 1971, evento que gerou muitas perdas para diversos investidores. Como consequência da crise, houve o esvaziamento do mercado primário de ações¹⁰.

Nesse contexto, entendeu-se que o mercado primário precisava ser revitalizado e que era o momento de se pensar numa reforma estrutural das regras aplicáveis às sociedades anônimas brasileiras. A responsabilidade pela elaboração do Anteprojeto sobre as companhias coube a Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. O trabalho desses juristas foi submetido à intensa discussão e o seu texto final ganhou corpo no Projeto de Lei nº 2.559/76¹¹. Depois de aprovado, este projeto transformou-se na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que passou a ser um diploma de larga utilização na esfera econômica do Brasil.

Em resumo, pode-se dizer que os objetivos primordiais da Lei das Sociedades por Ações eram dois: viabilizar a grande empresa privada nacional e proteger os acionistas minoritários. Esses objetivos eram totalmente interligados, uma vez que o alcance do primeiro objetivo dependia do aprimoramento do segundo. Ou seja, a formação dessa grande companhia nacional apenas seria possível se o investidor

¹⁰ Entende-se por mercado primário como aquele em que novas ações são emitidas por companhias que tenham um projeto a implantar ou expandir, e que dependam da colocação de suas ações para conseguir levantá-lo. (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Op. cit., p. 5).

¹¹ O objetivo da propositura do Projeto Lei das Sociedades por Ações está estampado no item 4 da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “O Projeto visa, basicamente, a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”.

pudesse ter confiança no sistema societário, o que só seria possível com uma adequada tutela dos acionistas minoritários¹².

Não há dúvidas de que a Lei nº 6.404/1976 representou um grande avanço na proteção das minorias, tendo se adotado, dentre outras medidas de extrema relevância, o princípio do *full disclosure*, abrindo-se o acesso do investidor a informações importantes sobre as demonstrações financeiras e aos administradores, fiscais e auditores independentes.

Cumpre ainda mencionar que o Anteprojeto de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira também resultou na criação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, medida que tinha, da mesma forma, o escopo de modernizar o mercado de capitais. Foi por meio dessa lei que se criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e se disciplinou o mercado de valores mobiliários.

O fato é que, independentemente da crise de 1971 e de o mercado de capitais não ter assumido o papel de uma fonte estável de financiamento, todo o esforço empregado pelo governo militar para desenvolver o mercado de valores mobiliários por meio de incentivos fiscais acabou surtindo efeitos também positivos, não só pela criação de um regime legal mais moderno para reger as sociedades anônimas e o mercado de capitais, consubstanciado nas leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976, mas, também, pela circunstância de que, ao longo da década de 70 do último século, o número de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por exemplo, mais do que dobrou¹³.

Apesar dos avanços, sobretudo no âmbito legislativo, o mercado de capitais não teve o desenvolvimento que dele se esperava. A verdade é que não havia um ambiente econômico favorável que

¹²TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Op. cit., p. 10.

¹³ Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, jul. 2000. 56 p. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: jan. 2011.

proporcionasse um crescimento sólido. Os anos 1980 foram marcados pela estagnação e pela hiperinflação, decorrentes de escolhas equivocadas na condução das políticas públicas e de um cenário externo conturbado.

Um sinal de melhora chegou junto com os anos 1990, quando houve uma significativa melhora da conjuntura econômica, com a chegada das tão esperadas reformas estruturais da economia iniciadas pelo Governo Collor e implementadas em larga escala pelo Governo Fernando Henrique Cardoso: abertura comercial e financeira, estabilidade monetária, privatizações e liquidez do mercado financeiro. Mas nem isso foi capaz de elevar o mercado de capitais no Brasil ao nível que se esperava. No período compreendido entre os anos de 1990 e 2000, o número de companhias listadas foi reduzido de 579 para 412¹⁴.

Foi na virada do século que se presenciou uma importante aceleração da economia nacional e um ambiente muito favorável ao crescimento do mercado de capitais. Novamente, vieram à tona as discussões sobre a necessidade de se aumentar o poder dos acionistas minoritários. Assim, foi editada a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que, dentre outras modificações, trouxe o retorno do direito de os acionistas não controladores com direito a voto de venderem suas ações na hipótese de alienação de controle e limitou o percentual de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, a 50% do total de ações emitidas por uma sociedade anônima.

Entretanto, por pressão dos grandes grupos controladores no Congresso Nacional, a reforma de 2001 foi mais tímida do que se esperava, ainda carecendo o sistema jurídico de uma proteção aos investidores efetiva e sólida, capaz de finalmente criar um arcabouço para o florescimento da negociação dos valores mobiliários no mercado primário. E, assim como nos Estados Unidos, muito mais do

¹⁴ Idem, *ibidem*.

que a regulação estatal, foi a autorregulação que veio a criar condições para a expansão das práticas de governança corporativa e para uma maior proteção aos investidores¹⁵. E foi aí que a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) entrou cena. No início dos anos 2000, pouco antes do início da vigência da reforma do diploma societário, foram criados três novos segmentos de listagem especiais de governança corporativa, cuja adesão é voluntária, e que trouxeram regras de transparência e direitos dos investidores que ultrapassavam o mínimo previsto na Lei das Sociedades por Ações. Esses segmentos são o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Como bem afirma Eduardo Secchi Munhoz, o lançamento do Novo Mercado foi a forma encontrada pela BOVESPA de driblar as dificuldades de se efetivar uma reforma efetiva na Lei das Sociedades por Ações. “Foi, portanto, uma iniciativa da autorregulação, com o objetivo de contornar a dificuldade de buscar-se uma solução baseada em reforma da lei societária”¹⁶. O principal avanço do Novo Mercado, vale dizer, foi a proibição de emissão, pelas companhias listadas no referido segmento, de ações sem direito a voto, tema que já havia provocado enorme controvérsia quando da reforma societária em 2001 e que acabou ficando de fora da Lei nº 10.303/2001. Outras importantes regras foram incorporadas ao Novo Mercado, como, dentre outras, a elaboração das demonstrações financeiras de acordo com padrões contábeis internacionais, a manutenção de, no mínimo, 25% das ações em circulação no mercado e a submissão dos conflitos à arbitragem.

O mercado não reagiu muito bem aos primeiros três anos de existência dos segmentos especiais de listagem. No final de 2003,

¹⁵ SALAMA, Bruno Meyerhorf e PRADO, Viviane Muller. *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas*. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 out. 2013.

¹⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle da Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 66.

havia apenas duas companhias listadas no Novo Mercado e três listadas no Nível 2. Aos poucos a situação começou a mudar e a explosão das ofertas públicas iniciais de ações teve início em 2006. No ano de 2007, foram realizadas no Novo Mercado 41 ofertas públicas e no final daquele ano eram 92 as companhias listadas no segmento em questão¹⁷.

Portanto, na última década, presenciou-se, finalmente, a decolagem do mercado de capitais nacional, como nunca antes se vira. Os números desse crescimento são expressivos e evidenciam que a autorregulação implementada pela BOVESPA foi um sucesso inquestionável: entre os anos de 2003 e 2010 foram 122 ofertas públicas iniciais¹⁸. Em 2010, a BM&FBOVESPA tornou-se a segunda maior bolsa do mundo em valor de mercado¹⁹, colocando o Brasil no centro das atenções do mercado global.

Entretanto, nos últimos 3 anos, voltou-se a se perceber um esfriamento do mercado de capitais no Brasil, resultado de uma drástica desaceleração da economia e de políticas públicas pouco afeitas ao seu crescimento. O número de ofertas públicas iniciais por ano foi reduzido e, aparentemente, as grandes empresas têm procurado financiamento em outras fontes. De todo modo, mesmo num momento desfavorável da economia, o mercado de capitais nacional ainda mostra sua força em determinadas ocasiões. O ano de 2013 presenciou a segunda maior oferta pública da história do país²⁰.

¹⁷ GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law&Business*, v. 29, 2009, p. 452.

¹⁸ Boletim ANBIMA Mercado de Capitais, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo Mercado de Capitais em números. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=4103>>. Acesso em: 10 out. 2013.

¹⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 69.

²⁰ A oferta pública das ações da BB Seguridade S.A., braço de seguros do Banco do Brasil S.A., captou R\$ 11,475 bilhões, ficando atrás apenas da oferta do Banco Santander S.A., realizada em 2009.

Como reflexo desse avanço do mercado primário de valores mobiliários no Brasil, os bancos de investimento e suas atividades numa operação de oferta pública ganharam evidência. Isso porque, como se verá, essas instituições financeiras atuam como intermediárias na colocação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias junto ao público. Essa atuação dos bancos de investimento ocorre por meio de um contrato chamado de contrato de *underwriting*, também conhecido como contrato de distribuição, assumindo tais instituições obrigações importantes, que geram importantes repercussões no campo da responsabilidade administrativa, civil e penal. É o que se verá a seguir.

2. Aspectos gerais do underwriting:

2.1. As atividades dos underwriters.

Antes de se partir para a análise da responsabilidade dos *underwriters*, que constitui o principal objetivo deste estudo, é importante, para a correta compreensão do assunto, discorrer brevemente sobre os principais aspectos relacionados, principalmente, às atividades desempenhadas pelos *underwriters* numa oferta pública de valores mobiliários, assim como ao contrato de *underwriting*.

Como visto anteriormente, o único canal possível para as companhias captarem recursos junto ao público é o mercado de capitais. E o veículo que viabiliza essa captação é a operação de oferta pública de valores mobiliários da companhia que pretende se financiar por meio da poupança popular. Para o lançamento de uma operação dessa natureza existem alguns requisitos que devem ser observados; apenas para citar dois, é necessária a prévia autorização da CVM, conforme artigo 19, § 3º, da Lei nº 6.386/1976, e artigo 3º, da Instrução CVM nº 400, e a colocação dos valores mobiliários junto

aos investidores deve ser feita, obrigatoriamente, por intermédio de uma instituição financeira²¹. Porém, apenas as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários é que podem exercer tal atividade²². O rol dessas instituições é composto pelos bancos de investimento e pelas sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. No entanto, na prática de mercado, são os bancos de investimento que efetivamente atuam como agentes na colocação de títulos.

Segundo definição de Nelson Eizirik, “trata-se, o *underwriter*, daquela instituição financeira que compra os valores mobiliários da companhia emissora para revendê-los ao público ou que participa do processo de distribuição, prestando serviços à companhia”²³. À atuação das instituições financeiras nesse processo de captação, dá-se o nome de *underwriting*.

Pela atuação dos *underwriters*, as companhias emissoras de valores mobiliários, sejam ações ou debêntures, protegem-se de determinados riscos inerentes a uma transação financeira dessa espécie. São três os principais riscos: *waiting risk*, *pricing risk* e *marketing risk*. O *waiting risk* representa o risco de espera; ou seja, corresponde ao período de tempo que transcorre entre a decisão de ir a mercado e a efetiva distribuição dos valores mobiliários no mercado. Num mercado volátil como o brasileiro, no decurso deste intervalo de tempo as condições do mercado podem ser substancialmente alteradas, colocando em risco não apenas o sucesso da operação, mas a possibilidade de sua realização. O *pricing risk*, por sua vez, provém

²¹ De acordo com o artigo 59 da Instrução CVM nº 400/2003, a distribuição pública de valores mobiliários sem a intermediação de instituição financeira é considerada infração grave e sujeita os infratores às penas constantes do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

²² Artigos 15 e 19, § 4º, da Lei nº 6.385/1976 e artigo 8º da Instrução CVM nº 13/80.

²³ EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 19, abr./jun., 1987.

da fixação do preço de lançamento dos preços dos títulos emitidos; se fixado em patamar muito baixo, será menor o montante dos recursos captados pela companhia; por outro lado, se estabelecido um preço muito alto, a própria colocação dos valores mobiliários poderá ser comprometida. Finalmente, há o *marketing risk*, que deriva das enormes dificuldades que uma entidade não especializada encontraria para distribuir os seus papéis no mercado²⁴.

Por sua atuação, os *underwriters* assumem, portanto, os riscos da colocação dos valores mobiliários no mercado. Seja pela falta de demanda pelos papéis ofertados, seja por um equívoco ocorrido na fixação do preço desses papéis, as instituições financeiras intermediárias atuarão como garantidoras do sucesso da operação. Dos três riscos apontados acima, os *underwriters* só não podem assumir o risco de espera, que inevitavelmente recai sobre a companhia.

Além de prestar garantia à companhia ofertante, o *underwriter* presta diversos outros serviços interligados à operação de distribuição. A sua função econômica é abrangente e deve ele servir como uma ponte entre a companhia e os investidores. A instituição financeira intermediária, em geral, um banco de investimento, participa da operação desde a sua origem, quando, dentre outras atividades, elabora o estudo de viabilidade econômica da oferta, estrutura a operação, e assessora a companhia na elaboração dos documentos necessários, como, por exemplo, o prospecto de venda. Ultrapassada a etapa da construção da operação e efetuado o registro na CVM, o banco de investimento terá como dever fazer a colocação dos papéis no mercado.

A atuação das instituições financeiras nessas operações, com a assunção dos riscos da operação, é remunerada pela via da cobrança de comissões.

²⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

2.2. O Contrato de Underwriting.

O contrato de *underwriting* pode ser qualificado juridicamente como um contrato bilateral, não solene ou informal, comutativo e de trato sucessivo. É bilateral porque gera obrigações para ambas as partes contratantes; trata-se de um contrato não solene ou informal por não exigir um requisito especial para a sua constituição e pode ser provado por todos os meios utilizados para prova no Direito Civil (Código Civil, artigo 212)²⁵; é considerado um contrato comutativo, visto que as prestações dos contratantes são conhecidas de antemão e compensam-se umas com as outras²⁶; por fim, como as prestações são executadas em etapas, caracteriza-se como um contrato de trato sucessivo²⁷.

São duas as principais formas pelas quais os contratos de *underwriting* (ou de distribuição de valores mobiliários) podem ser contratados. Nos termos do art. 15º, I, da Lei nº 6.385/1976, fica claro

²⁵ MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 85.

²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 181.

²⁷ Conforme artigo 33 e Anexo VI da Instrução CVM nº 400/2003, o contrato de *underwriting* deve obrigatoriamente conter as seguintes cláusulas: (i) qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso; (ii) menção à Assembleia Geral Extraordinária ou reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão; (iii) o regime de colocação dos valores mobiliários; (iv) o total dos valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento; (v) as condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no regime de colocação com garantia firme; (vi) remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as condições envolvidas; (vii) descrição do procedimento adotado pela distribuição; e (viii) a menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver.

que as modalidades essenciais de *underwriting* existentes no mercado de capitais são o *underwriting* firme e o *underwriting* de melhor esforço. No primeiro tipo de *underwriting*, também conhecido como *straight* ou “com garantia de subscrição total”, a instituição financeira assume o compromisso de subscrever integralmente os valores mobiliários de emissão da companhia ofertante para promover posteriormente a revenda ao público investidor.

Nesta hipótese, o *underwriter* paga de imediato à companhia pela subscrição da totalidade da emissão. No segundo tipo, que ainda pode ser chamado de *best effort* ou sem garantia de subscrição, a obrigação da instituição financeira intermediária fica restrita a desempenhar os seus melhores esforços para colocar os títulos no mercado, não assumindo o compromisso de adquiri-los caso fracasse a distribuição pública. Enquanto no primeiro caso o *underwriter* atua em conta própria, no segundo caso ele atua como um agente da companhia ofertante.

Existe ainda uma terceira modalidade de *underwriting*, conhecida como *underwriting* residual, ou como *stand by* ou “com garantia de sobras”, pela qual o *underwriter* assume a obrigação de subscrever as sobras depois de colocados os títulos junto aos acionistas da companhia ou no mercado²⁸. Cuida-se essa modalidade de uma espécie mista de *underwriting*. Isso significa que a instituição financeira emprega, inicialmente, um esforço de colocação junto aos investidores para, ao final, subscrever os valores mobiliários não vendidos no mercado.

Muito comum nas operações de distribuição de valores mobiliários é a contratação de consórcios de bancos de investimento. À essa junção de esforços geralmente se dá o nome de sindicato de bancos. O consórcio, vale dizer, não é dotado de personalidade

²⁸ EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 20, abr./jun., 1987.

jurídica. Cada consorciada se obriga conforme as cláusulas estipuladas contratualmente, respondendo cada uma por seus deveres, sem que haja presunção de solidariedade, na forma do § 1º do artigo 278, da Lei das Sociedades por Ações²⁹.

Sob o prisma econômico, a justificativa dessa união repousa na possibilidade de se dividir entre os bancos o risco de uma oferta pública que envolva montantes expressivos. A organização dos bancos em consórcio é uma medida expressamente permitida pelo artigo 15 da Lei nº 4.728/65, tendo sido confirmada pela regulamentação da CVM, mais precisamente pelo artigo 34 da Instrução CVM nº 400.

É importante mencionar que, ao consórcio, aplica-se o princípio da divisibilidade das obrigações, conforme o artigo 257 do Código Civil. O que significa dizer que a companhia emissora apenas poderá cobrar de cada sociedade integrante do consórcio o cumprimento de sua quota.

Prevê o artigo 34, § 1º, da instrução CVM nº 400, que as cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar os poderes de representação das instituições intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante. Note-se que não é preciso que se celebre um instrumento específico de consórcio, uma vez que as bases dessa associação devem constar do próprio contrato de *underwriting*.

Por falar em líder da distribuição, viu-se que no próprio instrumento de distribuição se indica o *underwriter* que funcionará como o coordenador líder da operação, o qual assumirá obrigações adicionais e atuará como o representante do consórcio frente à companhia emissora e aos investidores. O artigo 37 da Instrução CVM nº 400 elenca as obrigações específicas do coordenador líder numa

²⁹ DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 4, p. 305.

operação de colocação pública de valores mobiliários, quais sejam: (i) avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; (ii) solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição; (iii) remeter à CVM, mensalmente, relatórios indicativos do movimento de distribuição pública dos valores mobiliários; (iv) participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração dos prospectos preliminar e definitivo e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes; (v) acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; (vi) controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição; e (vii) guardar, por cinco anos, à disposição da CVM, toda a documentação pública e de elaboração do prospecto.

3. A responsabilidade dos underwriters:

3.1. Regime de atribuição de responsabilidade ao underwriter no Brasil.

Numa oferta pública inicial de ações, o instrumento que funciona como uma ponte entre a companhia ofertante, a instituição financeira intermediária e os investidores é o prospecto. Com se denota do art. 38 da Instrução CVM nº 400, o prospecto se define 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”.

Portanto, é por meio do prospecto que o investidor irá subsidiar a sua decisão de investimento, razão pela qual a legislação e a regulamentação pertinentes procuram garantir que todas as

informações nele prestadas sejam corretas, precisas e completas. Ao investidor cabe assumir o risco do investimento, mas não pode deixá-lo sujeito a deterioração por ter confiado em informações que posteriormente demonstraram-se falsas, imprecisas ou incompletas.

Assim como para o investidor e para a companhia ofertante, o prospecto representa um importante instrumento de proteção também para o *underwriter*. Como a verificação das informações presentes no prospecto é responsabilidade da instituição financeira intermediária, o correto cumprimento de sua obrigação constitui o afastamento da possibilidade de sua responsabilização, como se verá mais adiante.

Recentemente, foi publicado nos Estados Unidos um estudo apontando as justificativas econômicas da imposição de responsabilidade civil aos *underwriters* pela veracidade das informações prestadas ao público numa oferta pública de valores mobiliários. O autor argumenta que há um aumento na eficiência do processo de colocação de valores mobiliários quando normas legais ou regulamentares responsabilizam as instituições subscritoras por informações falsas ou enganosas nos prospectos da oferta³⁰.

Aline de Menezes Santos Aragão observa que:

Sem a imposição de responsabilidade civil pela divulgação de 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

³⁰ SHER, Noam. Underwriters Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis, *Journal of International Economic Law*. Philadelphia, University of Pennsylvania Law School, v. 27, nº 2, 2006, p. 389. In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

conteúdo tem também a função de proporcionar confiabilidade às informações ali contidas.³¹

No ordenamento brasileiro, o emissor e a instituição financeira intermediária estão sujeitos não só à imputação de responsabilidade civil, mas também à responsabilidade administrativa e à responsabilidade penal. Sob a perspectiva penal, são dois os crimes que podem ser cometidos por emissor e intermediário numa oferta pública: o artigo 3º, VII, da Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, diz que constitui crime contra a economia popular dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos ou quotas; por sua vez, o artigo 6º, da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, prevê pena de reclusão de 2 a 6 anos, e multa, àquele que “induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente à operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente”.

A responsabilidade administrativa, por seu lado, é imputada à companhia ofertante pela veracidade das informações prestadas ao público investidor e está estampada no artigo 56 da Instrução nº 400 da CVM. Já a responsabilidade da instituição financeira líder da operação está prevista no § 1º do referido dispositivo, o qual determina que cabe ao *underwriter* líder tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, de forma a assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. Vale dizer que, assim como no direito-norte americano, vigora entre nós o princípio do *full disclosure*, consubstanciado no dever legal da companhia emissora de prestar ao

³¹ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 231.

mercado informações claras e completas, dando subsídios para que o investidor possa tomar decisões sobre o negócio proposto.

Na mesma linha do comando normativo citado no parágrafo anterior, segue o artigo 49 do mesmo diploma legal, de acordo com o qual “a emissora, o ofertante e as Instituições Financeiras deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no prospecto”.

Nesse sentido, Arnoldo Wald e Nelson Eizirik entendem que existe responsabilidade solidária entre a companhia e o *underwriter*, visto que, no contrato de *underwriting*, as obrigações pactuadas são assumidas entre a companhia emissora e o *underwriter*, porém, dada a natureza dos serviços contratados, seus efeitos alcançam outras pessoas³². Existe, portanto, uma corresponsabilidade entre intermediário e ofertante pela elaboração do prospecto, cabendo ao intermediário investigar e analisar criticamente as informações, de forma a aferir se são acuradas e suficientes.

É importante deixar claro que a obrigação do *underwriter* é de meio frente aos investidores, conforme reconhecido pela doutrina especializada. O que significa dizer que ele não poderá ser responsabilizado pela falsidade ou inexatidão das informações prestadas num processo de oferta pública se ficar demonstrado que atuou em conformidade com os usos e práticas profissionais geralmente aceitos ou recomendados para a revisão das informações prestadas pela companhia emissora. É o que a doutrina norteamericana chama de *due diligence defense*³³.

³² WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade do underwriter pela veracidade das informações prestadas em uma emissão pública. *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, nº 5, 1984, p. 53.

³³ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 235.

Como enfatiza Aline de Menezes Santos Aragão, se se defendesse que a instituição intermediária teria a obrigação de garantir a veracidade das informações do prospecto, se estaria imputando à instituição uma obrigação de resultado, o que abriria a possibilidade de que lhe fosse atribuída responsabilidade objetiva por qualquer inexatidão ou falsidade verificada no prospecto. Tal medida não seria possível, visto que a responsabilidade administrativa depende sempre da comprovação de culpa³⁴.

O que a norma regulamentar da CVM quer da instituição líder é que ela observe corretamente o dever de diligência que lhe é imposto. Ou seja, deve ela empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios, nos termos do artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações.

Alguns estudos do dever de diligência impostos aos administradores apontam que este é composto por diferentes aspectos³⁵, sendo que uma parcela desses aspectos pode facilmente ser aplicada ao dever de diligência relacionado ao coordenador líder de uma oferta. Os deveres de se informar, de investigar e de vigiar são contornos do dever de diligência que não podem deixar de ser observados pelo *underwriter*. Ele deve, por exemplo, ser diligente o suficiente para estar certo de que obteve o maior número possível de informações sobre a companhia. Ademais, todas as informações recebidas devem ser analisadas de forma crítica e meticulosa, de modo que possa aferir se são suficientes, consistentes, verídicas e fidedignas.

Portanto, espera-se que o coordenador líder atue com a habilidade e perícia que em geral se deseja de um profissional

³⁴ Idem, *ibidem*.

³⁵ Segundo Flávia Parente, para aferição do comportamento diligente do administrador, deve-se examinar se ele atendeu os deveres de: (i) se qualificar para o cargo; (ii) bem administrar, (iii) se informar, (iv) investigar, e (v) vigiar. (PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 101 e ss.)

competente, na atividade por ele desenvolvida, qual seja, a intermediação para captação junto aos investidores de recursos para a companhia emissora.

É relevante que se restrinja o campo de abrangência acerca das informações pelas quais o *underwriter* deve assumir responsabilidade. Participam desse campo tão somente as informações relevantes e materiais, que se definem como sendo aquelas que seriam levadas em conta pelo investidor médio antes de comprar determinado título³⁶. Um *standard* que pode ser considerado para a delimitação de uma informação relevante é a definição de fato relevante presente no artigo 157, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações, segundo o qual fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar os valores mobiliários.

As instituições financeiras e os emissores de valores mobiliários também se submetem às regras da responsabilidade civil, sendo que os aspectos a ela concernentes serão analisados separadamente, nos itens logo abaixo.

3.2. A não aplicação da responsabilidade objetiva ao underwriter.

Em primeiro lugar, de maneira a enquadrar a responsabilidade do *underwriter* numa das modalidades da responsabilidade civil, é fundamental proceder a uma análise da natureza de sua obrigação. Antes, apenas como norte para o que será explicitado abaixo, vale dizer que a regra geral da responsabilidade civil no nosso ordenamento é a responsabilidade subjetiva; nesse caso, a pressuposição para se imputar ao agente a responsabilidade por algum dano é que ele tenha agido com culpa. Exceção é a responsabilidade

³⁶ EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 26, abr./jun., 1987.

objetiva, teoria que impõe o dever de indenizar à mera existência do ato praticado pelo agente, do dano sofrido e do nexos causal, não sendo a culpa um requisito dessa obrigação de indenizar.

Pois bem. Vimos brevemente acima que a obrigação do *underwriter* pela veracidade e consistência das informações prestadas aos investidores é de meio, tendo em vista que não é ele quem produz essas informações. Dessa forma, ainda que ele atue dentro do padrão de diligência exigido e tome todas as precauções que dele se espera, as informações da companhia emissora divulgadas ao público podem, mesmo assim, serem falsas ou conter imprecisões.

Tratando-se, portanto, de uma obrigação de meio, entende-se que a responsabilidade deve ficar subordinada à prova de culpa. Nessa linha, a conclusão a que se chega é que a responsabilidade objetiva é incompatível com a obrigação de meio. Quando o coordenador líder executa uma *due diligence*, ele não tem condições de garantir o sucesso desse trabalho³⁷. O seu dever é se assegurar de que a diligência foi elaborada com base em altos padrões de qualidade e eficiência³⁸.

Além disso, as regras da responsabilidade civil objetiva presentes no Código Civil e no Código de Defesa do Consumidor (conforme se demonstrará no próximo item) não se aplicam às atividades dos *underwriters*. A começar pelo diploma civil, o artigo 927, parágrafo único, do Código Civil, prevê a incidência da teoria da responsabilidade objetiva quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implica, por sua natureza, riscos para o direito de outrem. Assim, se a atividade do agente representa risco para terceiros, caracteriza-se como uma atividade perigosa, submetendo-se à teoria da responsabilidade civil objetiva.

³⁷ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2003/8172. Rel. Eli Loria. Rio de Janeiro, 15.10.2004. Publicado em: 12.08.2008.

³⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 201.

Porém, tão somente se inserem na regra do artigo 927 do Código Civil as atividades que envolvem um risco extraordinário, que fique inteiramente fora do corriqueiro. Esse dispositivo não se aplica a qualquer atividade econômica³⁹. Como a atuação dos *underwriters* não pode ser enquadrada dentro desse conceito de atividade perigosa que envolve um risco extraordinário para terceiros, afasta-se a incidência da responsabilidade objetiva prevista no Código Civil.

A esse respeito, deve-se ter em conta que se trata o investimento em valores mobiliários de uma atividade cujo risco é inerente ao investimento e os contratantes têm ciência dos riscos e variações a que está sujeita a sua opção. A perda é um elemento comum nessa espécie de investimento e a atribuição da responsabilidade objetiva a essa atividade poderia impossibilitar a sobrevivência do mercado de capitais. Isso porque, toda e qualquer operação de mercado de valores mobiliários geraria sempre um direito potencial à indenização por parte de uma parte prejudicada, o que iria ocasionar um inaceitável custo social⁴⁰.

3.2.1. A não incidência do Código de Defesa do Consumidor.

Cumpra agora passar para análise da responsabilidade dos *underwriters* frente ao Código de Defesa do Consumidor. Ressalte-se que as regras deste código estabelecem que a responsabilidade do fornecedor perante o consumidor é objetiva. O ponto primordial é saber se a instituição intermediária, numa operação de colocação de

³⁹ BITTAR, Carlos Alberto. *Responsabilidade Civil: Doutrina e Jurisprudência*. São Paulo: Saraiva, 1984. p. 93-94. In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

⁴⁰ ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 245.

valores mobiliários, pode ser equiparada aos fornecedores de produtos e serviços, aplicando-lhe o artigo 3º, § 2º, do CDC⁴¹, e se o investidor pode ser qualificado como consumidor, nos termos do artigo 2º do mesmo diploma legal.

Quanto ao enquadramento da instituição financeira intermediária como fornecedora de produtos e serviços, Aline de Menezes Santos Aragão defende a impossibilidade de aplicação da legislação consumerista numa oferta pública primária, por ausência de vínculo contratual de consumo entre o ofertante e o *underwriter*: numa emissão primária de valores mobiliários, o intermediário é contratado pela companhia, que não é consumidora, circunstância que, na opinião da autora, impede a existência de relação jurídica de consumo entre o intermediário e o investidor, justamente por faltar um vínculo contratual de consumo entre a companhia contratante e a instituição intermediária⁴². Igualmente correta aparenta ser a posição de Pedro Paulo Cristófaró, para quem o investimento não se inclui no conceito de “serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários”, estampado no § 3º, do artigo 2º, do CDC⁴³.

Analisando-se o *problema* sob a perspectiva do investidor, não é tarefa simples inseri-lo dentro do contexto de uma relação de consumo, até porque não parece possível afirmar que ele será o destinatário final de uma ação. Consumidor, do ponto de vista do CDC, tem que ver com a posição em que se situa o adquirente em face do bem ou serviço. De forma a se enquadrar como consumidor, o adquirente deve ser o último participante do processo econômico, ou

⁴¹ Referido dispositivo legal diz expressamente que as atividades de natureza bancária, financeira e de crédito se submetem às suas regras e que o serviço objeto da relação de consumo é aquele oferecido no mercado de consumo.

⁴² ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit., p. 241.

⁴³ CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Limites do Campo de Incidência da Lei 8.078, de 11.9.90 – O Código de Defesa do Consumidor e os Investidores e Poupadores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, nº 92, p. 91, out./dez., 1993.

seja, deve ser o destinatário final. Se o adquirente se situa no meio do processo de produção e adquire o bem para revendê-lo, não é consumidor. Em regra, o comprador de uma ação na bolsa de valores tem como principal objetivo revendê-la na melhor oportunidade de mercado que surgir. Portanto, dada a agilidade das negociações de valores mobiliários nas bolsas de valores e a natureza das negociações, parece ser inescapável a conclusão de que o investidor não é um consumidor.

Ademais, para o citado advogado Pedro Paulo Cristófaru, consumidores e investidores pertencem a categorias distintas, de maneira que, enquanto os primeiros se submetem à legislação consumerista, os segundos estão sujeitos às regras do Sistema Financeiro Nacional. Assim, argumenta que “diferentes categorias de pessoas envolvidas no processo econômico merecem proteção legal específica que leva em conta as características e as necessidades de cada categoria”⁴⁴.

3.3. A responsabilidade civil subjetiva do underwriter.

Com a demonstração da inaplicabilidade da responsabilidade objetiva à instituição financeira intermediária de uma oferta pública de valores mobiliários, o tema deve ser, agora, analisado à luz do artigo 186 do Código Civil, dispositivo que prevê a responsabilidade civil clássica, com fundamento no ato ilícito. A aferição dessa espécie de responsabilidade depende da existência de uma conduta do agente que tenha um cunho doloso ou culposu. Assim, como se trata de responsabilidade subjetiva, a análise da conduta do sujeito é sempre imprescindível, de forma que o dano pode ser causado por uma conduta comissiva ou omissa. Deve haver, como se sabe, um nexu de causalidade entre a conduta e o dano, com a comprovação de superveniência de um prejuízo. Portanto, sob esse prisma, se teria uma

⁴⁴ CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Op. cit.

responsabilidade subjetiva clássica, em que a imputação da responsabilidade dependeria da prova da existência de dolo ou culpa, cabendo a prova ao autor da ação. Entretanto, não é esse o caminho que outras jurisdições têm seguido.

Com origem no direito norte-americano, tem se tornado assente o entendimento de que o investidor prejudicado, para propor a ação de responsabilidade civil, não precisa demonstrar que houve fraude por parte do *underwriter* e que a sua conduta foi dolosa. Isso porque, segundo essa linha de raciocínio sedimentada pelos tribunais norte-americanos, existe uma presunção *iuris tantum* de que o comprador dos papéis foi prejudicado por ter confiado nas informações prestadas, sendo que só mais tarde se verificaria que essas informações eram falsas ou incompletas⁴⁵. Também não caberia ao investidor provar que os danos que sofreu derivaram de uma conduta culposa do *underwriter*. Seria extremamente gravoso e difícil para o investidor provar que uma instituição financeira intermediária não agiu com a diligência que deveria numa operação de colocação de valores mobiliários.

Ao autor de uma ação de responsabilidade civil incumbiria tão só provar que comprou os títulos e que o registro da emissão, o prospecto e os demais documentos de venda apresentavam informações falsas, enganosas ou insuficientes.

A solução seria uma alternativa de equilíbrio entre a responsabilidade civil objetiva e a responsabilidade civil subjetiva clássica, segundo a qual cabe ao demandante a prova do procedimento culposo do demandado. Essa via alternativa é a responsabilidade subjetiva com presunção de culpa ou com a inversão do ônus da prova, na hipótese de lesão aos investidores pela ausência de informações inverídicas nos documentos pertinentes à oferta pública.

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 27, abr./jun., 1987.

Seguindo essa linha, para se eximir da responsabilidade pelo dano experimentado, deve o *underwriter* provar que atuou de acordo com os padrões de diligência exigíveis. Alguns princípios relativos à exclusão de responsabilidade podem ser citados, quais sejam: o *underwriter* deve demonstrar que as afirmações contidas no registro, prospecto e demais documentos ou materiais publicitários não eram falsas ou enganosas; que, embora falsas as afirmações referiam-se a fatos não relevantes; que, ao tempo da aquisição realizada, o investidor sabia da falsidade ou omissão; que os prejuízos experimentados pelo investidor decorrem de outros fatos, não relacionados às informações falsas ou omissas; que atendeu ao dever de diligência⁴⁶.

Para se ter uma exata noção do quão difícil seria deixar o investidor com o ônus da prova, basta imaginar uma situação hipotética, em que o valores mobiliários adquiridos numa oferta pública sofressem uma forte depreciação depois de seu lançamento no mercado por supostas informações falsas prestadas no prospecto pela companhia emissora e pela instituição intermediária. É fácil perceber que o ônus da prova para o investidor nesse caso seria difícilíssimo, uma vez que teria de provar que a queda nas cotações resultou de falhas no prospecto e que essas falhas foram decisivas para a sua opção de investimento.

Conclusão.

Ao longo do presente artigo, ficou demonstrado que as reformas regulatórias promovidas no ambiente das bolsas de valores no Brasil, na década passada, contribuíram intensamente para o desenvolvimento do mercado de capitais. As regras trazidas pelo

⁴⁶ Id, Ibid.

Novo Mercado foram uma ótima resposta aos investidores que tanto queriam investir no Brasil, mas muitas vezes recuavam em razão de um sistema jurídico pouco afeito à proteção do investimento de acionistas minoritários. Porém, é importante ter em conta que o avanço regulatório, sozinho, não seria capaz de provocar esse desenvolvimento. Os fatores econômicos, extremamente favoráveis naquela época, constituíram um fator primordial para o avanço.

No campo da responsabilidade, apesar do aumento da atividade de captação de recursos por meio do mercado de capitais, não são muitos os precedentes judiciais ou administrativos recentes que tratam da responsabilidade do emissor ou das instituições financeiras intermediárias das ofertas. O fato de ainda não estarmos tão longe do início da febre das ofertas públicas de ações talvez explique o baixo número de precedentes judiciais e administrativos existentes. É bom notar que a proliferação de cláusulas de arbitragem nos estatutos sociais das companhias não prejudica a competência da CVM para analisar, no âmbito administrativo, os casos que lhe são submetidos. Com o passar do tempo e com um novo ciclo de crescimento de emissões, é possível que ocorra uma elevação do número de casos de responsabilização de todas as partes envolvidas na elaboração do prospecto.