



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO  
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA  
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO  
MONOGRAFIA JURÍDICA

**RESPONSABILIDADE CIVIL DAS COMPANHIAS ABERTAS EM CASOS DE  
FRAUDE INFORMACIONAL AO MERCADO DE CAPITAIS  
REFLEXOS NA PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS NO DIREITO BRASILEIRO**

ORIENTANDO (A): JÚLIA DE BRITO MACRI

ORIENTADOR (A): PROF. (A) MA. PAULA RAMOS NORA DE SANTIS

GOIÂNIA-GO

2025

JÚLIA DE BRITO MACRI

**RESPONSABILIDADE CIVIL DAS COMPANHIAS ABERTAS EM CASOS DE  
FRAUDE INFORMACIONAL AO MERCADO DE CAPITAIS  
REFLEXOS NA PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS NO DIREITO BRASILEIRO**

Monografia Jurídica apresentada à disciplina Trabalho de Curso II, da Escola de Direito, Negócios e Comunicação da Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUCGOIÁS).

Prof. (a) Orientador (a): Ma Paula Ramos Nora de Santis.

GOIÂNIA-GO

2025

JÚLIA DE BRITO MACRI

**RESPONSABILIDADE CIVIL DAS COMPANHIAS ABERTAS EM CASOS DE  
FRAUDE INFORMACIONAL AO MERCADO DE CAPITAIS  
REFLEXOS NA PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS NO DIREITO BRASILEIRO**

Data da Defesa: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

Orientador (a): Prof. (a) Ma. Paula Ramos Nora de Santis Nota

---

Examinador (a) Convidado (a): Me. Júlio Anderson Alves Bueno Nota

*Depois do medo, vem o mundo.*

*Clarice Lispector*

## AGRADECIMENTOS

A Adilson Macri, nenhuma palavra será capaz de traduzir plenamente tudo o que sinto, mas deixo aqui minha tentativa. Este agradecimento é para o meu pai, que sempre cuidou de mim com tanto zelo e me ensinou a reconhecer o meu próprio valor. Para aquele que dava voltas de carro para me fazer adormecer e que chorou mais do que eu quando precisei levar pontos no nariz, depois de um acidente com a mãe. Para ele, que me carregou nos braços em meio às tempestades e nunca permitiu que eu caísse — você continua sendo o meu porto seguro, mesmo que hoje as tempestades sejam outras. A ele, que dedicou anos da sua vida à nossa família, sempre buscando nos proporcionar o que ele próprio não teve. Meu eterno exemplo de amor e dedicação.

A Maria Fernanda Macri, que encheu nossa casa de amor, carinho e bolinhos de chuva. Difícil dizer algo que exemplifique a gratidão que guardo em meu coração por ser sua filha, agradeço por todas as vezes que acordou no meio da noite para me acalmar, por todas as cartolinas que comprou quando indo dormir eu lembrava que tinha que levá-las a escola, por todos os aniversários que planejou e por todas as memórias amorosas que criou com nossa família. Para ela, que tem o abraço capaz de fazer todos os problemas desaparecerem, como se o mundo parasse para me acolher: obrigada. Com você aprendi o verdadeiro significado de força e valentia, sempre acompanhados de um coração terno. Espero, um dia, me tornar ao menos um terço da mulher que você é.

A Ana Clara Macri, por quem nutro um profundo amor — e essa será a única vez que admito isso. Minha vida é muito melhor desde que você nasceu; não gostaria de vir ao mundo sem ser sua irmã.

A Guilherme Távora, meu grande amor, que mudou a trajetória da minha vida em 150 km. Sou grata por todas as vezes que me buscou na faculdade, tarde da noite, e por todo o apoio quando me mudei para morar sozinha, tornando tudo menos difícil. Obrigada por todas as contribuições, mas, principalmente, por ser o meu destino.

Agradeço à minha orientadora, Paula, por sua paciência, dedicação e pelo seu jeito maternal de nos cuidar. Jamais esquecerei suas palavras de acolhimento, dizendo que tudo ficaria bem quando eu acreditava que tudo daria errado. Sou imensamente grata.

Agradeço às minhas amigas que estiveram comigo todos os dias, me dando força em tantos momentos desta caminhada: Lara, Bia, Isa, Geo. Às minhas amigas de infância e adolescência — Yasmim, Gi, Madu, Naju, Alyne, Vic, Becca, Elza — saibam que, mesmo com a distância, levo cada uma de vocês no meu coração.

Agradeço a todos que, de alguma forma, fizeram parte da minha vida acadêmica. Cada conversa, ajuda, conselho ou simples companhia tornaram essa jornada mais leve e possível. Sou grata por cada pequeno gesto que me trouxe até aqui

## RESUMO

O presente trabalho analisa a responsabilidade civil das companhias abertas em casos de fraude informacional ao mercado de capitais, com foco nos reflexos para a proteção dos acionistas no direito brasileiro. A pesquisa tem como objetivo investigar como as informações falsas ou omitidas podem impactar os investidores e o funcionamento do mercado, especialmente no que diz respeito à proteção dos acionistas minoritários. A metodologia utilizada foi a revisão bibliográfica e jurisprudencial, com análise de casos concretos no Brasil e comparação com o sistema norte-americano. Constatou-se que o ordenamento jurídico brasileiro ainda carece de mecanismos eficazes para proteger o investidor prejudicado por práticas fraudulentas, sendo a responsabilização civil das companhias e de seus administradores um desafio prático e jurídico. Além disso, verificou-se que, enquanto nos Estados Unidos há uma robusta estrutura de proteção ao investidor, inclusive com a teoria da fraude no mercado (Fraud-On-The-Market Theory) e ações coletivas (class actions), no Brasil a tutela ainda é limitada, exigindo maior efetividade na fiscalização e nas formas de reparação dos danos. Conclui-se que o fortalecimento do dever de informação e responsabilização das companhias é essencial para garantir a confiança e a integridade do mercado de capitais brasileiro.

**Palavras-chave:** Responsabilidade civil. Mercado de capitais. Fraude informacional. Acionista minoritário. Proteção ao investidor.

## ABSTRACT

This study analyzes the civil liability of publicly held companies in cases of informational fraud in the capital market, focusing on the impacts on shareholder protection under Brazilian law. The research aims to investigate how false or omitted information can affect investors and the market's functioning, especially concerning the protection of minority shareholders. The methodology adopted was a bibliographic and case law review, including the analysis of real cases in Brazil and a comparison with the U.S. system. It was found that the Brazilian legal framework still lacks effective mechanisms to protect investors harmed by fraudulent practices, making the civil liability of companies and their managers a practical and legal challenge. Furthermore, it was observed that, while the United States has a robust investor protection structure, including the Fraud-On-The-Market Theory and class actions, Brazil's legal protection remains limited, requiring greater effectiveness in oversight and damage compensation mechanisms. The study concludes that strengthening the duty of disclosure and the liability of companies is essential to ensure confidence and integrity in the Brazilian capital market.

**Keywords:** Civil liability. Capital market. Informational fraud. Minority shareholder. Investor protection.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>8</b>
<b>1 A SOCIEDADE ANÔNIMA E O MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	<b>11</b>
1.1 A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL .....	14
1.2 A SOCIEDADE ANÔNIMA .....	15
1.3 VALORES MOBILIÁRIOS .....	19
1.3.1 O Mercado de Valores Mobiliários .....	22
<b>2 O ACIONISTA E A SOCIEDADE ANÔNIMA NO BRASIL</b> .....	<b>24</b>
2.1 AÇÕES E A FORMAÇÃO DO CAPITAL NA SOCIEDADE ANÔNIMA .....	25
2.2 DEVER DE INFORMAÇÃO .....	26
2.2.1 A Informação como Instrumento de Proteção e Decisão .....	28
<b>3 FRAUDE AO MERCADO DE CAPITAIS</b> .....	<b>31</b>
3.1 A AÇÃO DE RESPONSABILIDADE NO BRASIL.....	32
3.1.1 A Proteção ao Acionista Minoritário .....	35
3.2 CASOS DE FRAUDE AO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL .....	39
3.2.1 Banco Panamericano: Fraude Contábil.....	39
3.2.2 Caso COBRASMA: Projeções Irreais.....	43
3.2.2 Caso OGX: Falhas Informacionais .....	43
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>45</b>
<b>REFERÊNCIA</b> .....	<b>47</b>

## INTRODUÇÃO

A presente pesquisa tem como tema a responsabilidade civil das companhias abertas em casos de fraude informacional ao mercado de capitais, reflexos na proteção dos acionistas no direito brasileiro. A evolução do mercado de capitais no Brasil trouxe significativos avanços para o desenvolvimento econômico do país ao fomentar a captação de recursos pelas companhias e viabilizar a participação de um número cada vez maior de investidores. No entanto, junto a esse crescimento, surgiram também desafios complexos relacionados à integridade das informações divulgadas pelas empresas e à proteção dos acionistas, especialmente os minoritários. A prática de fraudes informacionais, que envolve a divulgação de dados falsos ou a omissão de informações relevantes, tem potencial de gerar graves prejuízos aos investidores e abalar a confiança no ambiente de negócios.

Neste contexto, a responsabilidade civil das companhias abertas por danos decorrentes dessas práticas ganha destaque, principalmente diante da necessidade de garantir segurança jurídica e credibilidade ao mercado. O ordenamento brasileiro dispõe de normas voltadas à proteção dos investidores, os mecanismos de responsabilização e reparação de danos que, no entanto, se mostram insuficientes frente às complexidades das relações no mercado de capitais.

A presente pesquisa busca investigar questões centrais relacionadas ao tema, especialmente quanto à proteção dos acionistas no direito brasileiro. Diante da complexidade do tema, surgem algumas problemáticas que orientam o estudo: a possibilidade de responsabilização civil direta e objetiva da companhia aberta pelos danos causados aos investidores em razão de fraudes praticadas no mercado; a natureza dos danos patrimoniais sofridos pelos acionistas, ou seja, se são considerados danos diretos ou indiretos; os limites da responsabilidade civil da companhia aberta em relação à reparação dos prejuízos sofridos por acionistas e terceiros; e, por fim, a efetividade dos mecanismos jurídicos disponíveis no ordenamento brasileiro para assegurar a reparação dos investidores lesados por práticas fraudulentas.

A partir dessa problemática, o objetivo geral da pesquisa consiste em analisar a responsabilidade civil da companhia aberta em casos de fraude informacional no

mercado de capitais, com foco na possibilidade de responsabilização direta da companhia e nos limites da reparação dos danos sofridos pelos acionistas no direito brasileiro.

Para alcançar esse objetivo, o estudo se desdobra nos seguintes objetivos específicos: estudar os fundamentos da responsabilidade civil das companhias abertas no ordenamento jurídico brasileiro, com base no código civil; examinar os dispositivos legais aplicáveis à reparação de danos decorrentes de fraudes informacionais no mercado de capitais, especialmente os artigos 927 e 187 do código civil; analisar a natureza dos danos patrimoniais sofridos pelos acionistas em casos de fraude informacional, identificando se são qualificados como danos diretos ou indiretos; investigar as formas de responsabilização da companhia aberta e dos administradores frente às fraudes informacionais e os mecanismos disponíveis para os investidores pleitearem reparação; e, por fim, estudar casos concretos do direito brasileiro para verificar os entendimentos jurisprudenciais sobre a legitimidade dos acionistas na busca por reparação de danos causados por fraudes no mercado de capitais.

Para tanto, a metodologia adotada neste trabalho será dedutiva, com uma abordagem bibliográfica e documental. A pesquisa será conduzida através da consulta a livros, artigos acadêmicos, dissertações e teses relacionadas ao tema, além da análise da legislação pertinente à questão.

A pesquisa sobre o referido tema se justifica pela relevância prática e teórica da responsabilidade civil como instrumento de reparação e prevenção de danos no âmbito do mercado de capitais. Considerando o crescimento da participação popular na bolsa de valores e o aumento de casos de fraudes informacionais, torna-se indispensável investigar os mecanismos jurídicos existentes para assegurar a proteção dos acionistas, sobretudo os minoritários, frente a condutas ilícitas que prejudicam a integridade e a transparência do mercado. Além disso, o estudo contribui para o debate sobre o equilíbrio entre o desenvolvimento econômico e a segurança jurídica, permitindo reflexões sobre a eficácia da legislação brasileira e comparações com sistemas jurídicos estrangeiros. A análise visa, portanto, oferecer subsídios para o aprimoramento da tutela aos investidores e garantir a confiança no mercado de capitais como ambiente de captação e alocação de recursos.

O presente trabalho está estruturado em três sessões, organizadas de maneira lógica e progressiva para permitir uma compreensão aprofundada do tema proposto.

A primeira sessão aborda os aspectos introdutórios do mercado de capitais e da sociedade anônima no Brasil, apresentando a evolução histórica, os conceitos fundamentais e os principais marcos regulatórios que moldaram o mercado nacional. Nessa parte, também são explorados os conceitos de valores mobiliários, ações e a estrutura da companhia aberta, contextualizando o papel do acionista e os direitos que lhe são assegurados.

A segunda sessão dedica-se à análise da responsabilidade civil no ordenamento jurídico brasileiro, explorando seus fundamentos, pressupostos, espécies e aplicabilidade às sociedades anônimas. Essa parte investiga os elementos necessários à configuração da responsabilidade civil das companhias abertas, conectando a teoria geral à prática do mercado de capitais.

A terceira sessão concentra-se no estudo da fraude informacional no mercado de capitais, trazendo uma abordagem detalhada sobre as práticas fraudulentas, os impactos para os acionistas e o papel da regulação e fiscalização exercidas por órgãos como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). São analisadas as obrigações de transparência das companhias abertas e as consequências da omissão ou manipulação de informações relevantes.

Por fim, ainda na terceira sessão, esta apresenta uma análise prática de casos reais julgados no direito brasileiro envolvendo a responsabilidade civil das companhias abertas em situações de fraude informacional, examinando decisões judiciais que tratam da proteção dos acionistas e os desafios enfrentados na aplicação das normas existentes. Essa análise busca compreender os entendimentos adotados pelos tribunais e refletir sobre a efetividade da responsabilização no contexto brasileiro.

A proposta é oferecer uma reflexão crítica sobre os limites e as possibilidades do sistema jurídico brasileiro na tutela dos direitos dos acionistas, contribuindo para o aprimoramento das práticas regulatórias e para o fortalecimento da confiança no mercado de capitais.

## 1 SOCIEDADE ANÔNIMA E O MERCADO DE CAPITAIS

O instituto jurídico da sociedade anônima vem do código comercial francês de 1807, designando as organizações até então conhecidas sob o nomen juris de companhias, até então vocábulo de uso consagrado para assinalar grandes corporações. O termo "companhia" por sua vez provem do latim *compagnia*, que significa "grupo de pessoas que compartilham pão" (*com* = junto; *panis* = pão), isso remete à ideia de associação entre indivíduos com um objetivo comum. (Tomazette, 2023)

O antecedente da sociedade anônima moderna surgiu na Idade Média, com a criação da Casa di San Giorgio, na cidade-estado de Gênova, no ano de 1407. Essa instituição financeira desempenhou um papel fundamental no avanço do capitalismo mercantilista. Seu *Statuto* de 1568 é um documento-chave para entender tanto o funcionamento da Casa quanto a estrutura de um dos primeiros organismos financeiros. A principal função da Casa di San Giorgio era administrar as dívidas públicas de Gênova, chamadas *comperas*, criadas em meio à pressão fiscal e militar enfrentada pela cidade-estado. Para financiar guerras e outras necessidades, o governo genovês emitiu títulos de dívida pública, garantidos por receitas de impostos e tarifas sobre produtos de consumo, como o sal. (Souza, 2020)

No contexto da cidade-estado de Gênova, era prática comum que particulares realizassem empréstimos ao Estado, permitindo que este financiasse guerras, empreendimentos militares e outras demandas governamentais essenciais. Como forma de compensação por esses aportes financeiros, o Estado concedia a esses credores o direito de arrecadar tributos e receitas públicas, um privilégio econômico que lhes assegurava retorno sobre o investimento. Com o objetivo de organizar e facilitar a gestão desses direitos creditórios, os credores decidiram constituir uma associação, por meio da qual o capital passou a ser representado por títulos transferíveis. Esses títulos podiam ser negociados entre terceiros, o que permitia liquidez e mobilidade patrimonial aos credores, além de viabilizar a entrada e saída de novos participantes na associação. (Tomazette, 2023)

Embora a estrutura supramencionada não configurasse ainda uma sociedade anônima nos moldes contemporâneos, ela já apresentava características fundamentais desse tipo societário, tratando-se, portanto, de um embrião institucional do que mais tarde viria a se consolidar como a sociedade anônima. (Tomazette, 2023)

Noticia-se que a primeira sociedade anônima, propriamente dita, foram as Companhias das Índias Ocidentais, datada do século 17, essa companhia comercial holandesa surgiu com o objetivo de desafiar o monopólio ibérico no comércio com as Américas e a África Ocidental. Era uma companhia majestática, ou companhia privilegiada, formada por mercadores holandeses que receberam uma carta de concessão do governo, garantindo-lhes privilégios exclusivos para atuar no comércio internacional. Além das atividades comerciais, a companhia também desempenhava funções governamentais e militares, motivo pelo qual sua constituição dependia de autorização estatal. (Tomazette, 2023)

Em verdade, essas companhias compartilhavam uma parcela do poder soberano, estando diretamente vinculadas ao Estado. Esse tipo de organização, que reunia capital público e privado, aproximava-se do conceito contemporâneo de sociedade mista. A experiência das Companhias das Índias Ocidentais contribuiu significativamente para a popularização do modelo societário na Europa, consolidando práticas que seriam fundamentais na evolução das sociedades anônimas modernas. (Tomazette, 2023)

A origem das sociedades anônimas no Brasil remonta ao ano de 1649, com a criação da Companhia Geral do Comércio, instituída por alvará em 10 de março daquele ano. Tratava-se de uma sociedade de capitais de responsabilidade limitada, fundada com o objetivo de financiar uma esquadra composta por 36 navios, encarregada de escoltar as duas frotas anuais destinadas ao transporte do açúcar brasileiro. Embora não fosse formalmente reconhecida como uma sociedade anônima nos moldes atuais, sua estrutura já apresentava elementos essenciais desse modelo societário.

Para corroborar essa ideia, o estatuto da Companhia Geral do Comércio já previa mecanismos típicos das sociedades anônimas modernas, no capítulo 34, do referido estatuto da companhia, por exemplo, observa-se a possibilidade de negociação dos cabedais, de forma análoga à negociação de ações nos dias atuais: (Campinho, 2017)

Capitulo 34: Que todo o dinheiro que nesta Companhia se meter se não poderá tirar durante o tempo dela, mas porque as pessoas que nela entrarem com seus cabedais se possam valer deles, poderão vender os ditos cabedais, todo ou parte, assim como se forem juros, pelo preço em que convier, e haverá um escrivão que tenha livro em que se lancem, e nele se mudarão de

uns em outros, assim como lhe forem pertencendo, por escrituras ou documentos, que apresentarão na dita Junta, para mandar fazer uns assentos e riscar outros, de que lhe passarão suas cartas, na forma do Regimento. (Estatuto da Companhia Geral do Comércio, 1649 [Campinho, 2017])

Esse trecho do estatuto evidencia um mecanismo de transferência de participação que se assemelha ao sistema de registro e negociação de ações adotado nas sociedades anônimas contemporâneas. Posteriormente a isso, ainda no Brasil, em 1775, houve a criação da Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, era uma empresa estatal portuguesa com o objetivo de controlar o comércio com as capitanias do Grão-Pará e Maranhão, visando desenvolver a região e aumentar a arrecadação da Coroa, para além de um capital de 1.200.000 cruzados.

A Companhia Geral do Grão Pará e Maranhão era chefiada por um conselho de deputados cuja escolha era feita entre os seus mais significativos acionistas. Faz-se necessário evidenciar que os participantes da Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão eram denominados acionistas e isso demonstra que a evolução do mercado mobiliário até o modelo atual levou séculos para se consolidar. (Matos, 2019)

O exemplo histórico mais contundente de sociedade anônima no Brasil é o Banco do Brasil, fundado em 1808, sendo a instituição financeira mais antiga do país. Sua criação ocorreu por iniciativa do então príncipe regente Dom João VI, no contexto da transferência da corte portuguesa para o Brasil, com o objetivo de financiar as necessidades do Estado e estimular a atividade econômica na colônia. (Westin, 2023)

Ao longo de sua história, o Banco do Brasil desempenhou um papel central na estabilização das taxas de câmbio, no fomento ao comércio e no desenvolvimento econômico, atuando especialmente nos setores de agronegócio, crédito e serviços bancários. A trajetória institucional do Banco passou por diversas transformações. Após um período inicial de dificuldades e declínio, a instituição foi refundada em 1851 por Irineu Evangelista de Sousa, o Barão de Mauá, como uma sociedade anônima de capital misto, o que já representava, na prática, a adoção de características essenciais das sociedades anônimas modernas, como a emissão de ações negociáveis e a responsabilidade limitada dos acionistas. (Westin, 2023)

Posteriormente, o Banco foi incorporado como uma entidade estatal, mantendo o formato jurídico de sociedade anônima, mas com o Governo Federal tornando-se acionista majoritário em 1923. Essa característica reforça a possibilidade, prevista no

direito societário brasileiro, do Estado participar do capital social de sociedades anônimas, exercendo o controle acionário, mas preservando os princípios e normas gerais aplicáveis a esse tipo societário. Em 1905, uma importante reforma ocorreu com a promulgação do Decreto nº 3.739, de 23 de novembro, que atualizou seus estatutos e consolidou sua estrutura jurídica enquanto sociedade anônima regulada por normas específicas e gerais de direito societário. (Westin, 2023)

O Banco do Brasil tem conciliado sua natureza de empresa pública com a figura de sociedade por ações, operando sob um modelo híbrido que permite ao Estado utilizar um ente societário regido, em parte, pelas regras da Lei das Sociedades por Ações, ao mesmo tempo em que cumpre funções públicas. O estudo da evolução histórica e jurídica do Banco do Brasil revela a importância das sociedades anônimas como instrumentos de mobilização de capital e de participação estatal na economia, evidenciando sua relevância não apenas como organização empresarial, mas como ferramenta de política econômica e financeira no Brasil. (Westin, 2023)

## 1.1 A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

A Segunda Guerra Mundial, ocorrida entre 1939 e 1945, provocou um abalo significativo na economia global, cujos efeitos se estenderam tanto durante o conflito quanto nos anos subsequentes. Com o término da guerra, tornou-se imperativa a reconstrução dos mercados e das estruturas produtivas. Nesse cenário, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira destacam que “o aumento da taxa de investimento pressupõe o da poupança, e o país que pretende crescer economicamente e não pode – ou não quer – usar poupanças estrangeiras para financiar os investimentos adicionais precisa formá-las internamente.”

Diante do cenário pós-guerra, com a necessidade de fomentar investimentos e assegurar recursos para o desenvolvimento do país, o governo brasileiro criou em 1952 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), destinado a atuar como agente público nas operações financeiras voltadas ao estímulo da economia nacional. Ainda dentro dessa estratégia, em 1964, o governo federal passou a utilizar o instrumento tributário como forma de direcionar a poupança privada para o mercado de capitais. (Campinho, 2017)

Seguindo essa lógica de fortalecimento do setor, a preocupação em aprimorar o mercado de valores mobiliários se intensificou no Brasil. Como parte desse esforço,

foi promulgada a Lei n. 4.728/65, essa legislação disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento. Esse estímulo ao crescimento do mercado acionário resultou, em 1971, no chamado boom das bolsas de valores. No entanto, o fenômeno culminou em grandes perdas para inúmeros investidores, que viram suas economias desaparecerem em meio a uma febre especulativa generalizada. Esse período foi marcado por uma intensa valorização no preço das ações e um alto volume de transações desses ativos seguido por uma queda abrupta das cotações e a redução do volume de negócios. (Campinho, 2017)

Nesse contexto, tornou-se evidente que o Banco Central não estava desempenhando um papel eficaz na regulação e fiscalização do mercado de capitais. A instabilidade gerada pelo boom especulativo de 1971 expôs a fragilidade do sistema, aumentando a necessidade de um órgão especializado que pudesse supervisionar esse setor de forma mais eficiente. Além disso, a preocupação com a proteção dos acionistas minoritários e do público investidor ganhou força, impulsionando a criação de novas normas para fortalecer a governança e a transparência do mercado. Foi nesse cenário que surgiram a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que estruturou o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, responsável por disciplinar as sociedades por ações. (Campinho, 2017)

A Lei das S.A, portanto, surgiu como um marco essencial para consolidar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil, considerado um pilar fundamental para o desenvolvimento da iniciativa privada, além do mais na sociedade moderna a companhia é um indicativo do bom funcionamento da economia. (Campinho, 2017)

Com o passar dos anos, essa legislação passou por diversas atualizações, refletindo a necessidade de aprimorar mecanismos de proteção e transparência. Em especial, buscou-se ampliar a segurança jurídica e estabelecer um sistema mais eficaz na tutela dos acionistas minoritários, assegurando um ambiente de investimento mais estável e confiável. (Campinho, 2017)

## 1.2 A SOCIEDADE ANÔNIMA

Inicialmente, faz-se necessário esclarecer que a designação "sociedade anônima" pode ser considerada imprecisa, pois, embora essa estrutura societária esteja

submetida a um regime de ampla publicidade, o anonimato se restringe à identidade de seus acionistas. Isso significa que esses investidores não precisam ter seus nomes divulgados nos atos públicos da companhia, possuindo, ainda, responsabilidade limitada ao valor das ações que subscreveram. (Tomazette, 2023)

Esse modelo societário, portanto, combina transparência na divulgação de informações corporativas com a proteção patrimonial dos acionistas, garantindo maior segurança jurídica e incentivando a participação no mercado de capitais. No contexto das sociedades anônimas, a denominação social deve estar alinhada ao objeto da sociedade, conforme determina o artigo 1.160 do Código Civil. (Tomazette, 2023)

Nos termos do artigo 4º da Lei nº 6.404/76, as sociedades anônimas podem ser classificadas em companhias de capital aberto ou fechado, sem prejuízo da unidade do tipo societário. Essa distinção se justifica pelas peculiaridades de cada modalidade, o que demanda regulamentações específicas, além das normas gerais aplicáveis a ambas. (Campinho, 2017)

A principal diferença entre esses dois modelos reside na forma de negociação de seus valores mobiliários. Enquanto as companhias abertas disponibilizam suas ações e demais valores mobiliários no mercado, seja por meio de bolsas de valores ou do mercado de balcão, as companhias fechadas restringem a circulação desses ativos a um grupo determinado de acionistas, sem ofertá-los ao público investidor. (Campinho, 2017)

Dentre essas estruturas, constitui objeto desta pesquisa a companhia aberta, que desempenha um papel fundamental no financiamento de grandes empresas. Esse modelo permite a captação de expressivos montantes de capital por meio da oferta pública de valores mobiliários, viabilizando projetos de grande porte que demandam investimentos significativos. (Tomazette, 2023)

A eficiência desse mecanismo de captação decorre, sobretudo, de dois fatores principais: a possibilidade de ganhos duplos para os investidores, seja pela distribuição de lucros, seja pela valorização e negociação das ações no mercado. Dessa forma, a sociedade anônima não apenas amplia sua capacidade de atrair capital, mas também promove a dispersão dos riscos inerentes às atividades empresariais, favorecendo a estabilidade e o crescimento do mercado de capitais. (Tomazette, 2023)

A evolução legislativa promoveu ajustes conceituais para maior precisão normativa. Nesse sentido, o artigo 4º da Lei nº 6.404/76, em sua redação atual, substituiu

as expressões "bolsa de valores" e "mercado de balcão" pelo termo "mercado de valores mobiliários", ampliando a abrangência da regulação. Devido à possibilidade de negociação nesse ambiente, as companhias abertas devem ser registradas, assim como seus valores mobiliários, junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por assegurar a transparência e a integridade do mercado, tornando-o mais seguro e atrativo para investidores. (Tomazette, 2023)

Além da Lei nº 6.404/76, a conceituação das sociedades anônimas também decorre de dispositivos do Código Civil, como os artigos 1.088 e 982, que, em conjunto com o artigo 1º e o §1º do artigo 2º da legislação societária, estabelecem os elementos essenciais para a caracterização desse modelo empresarial. (Campinho, 2017)

A captação de investimentos para empreendimentos que exigem grandes volumes de capital requer um modelo jurídico organizacional que proporcione segurança ao investidor. O regime jurídico da companhia aberta foi estruturado justamente para atender a essa necessidade, impondo à sociedade um conjunto de normas mais rigoroso, com exigência de ampla publicidade de seus atos e negócios, além de uma fiscalização constante exercida pela CVM. (Campinho, 2017)

A respeito da natureza jurídica das sociedades anônimas, Gomes ensina que "todo instituto jurídico tem no Sistema seu lugar próprio. Encontrá-lo é determinar-lhe a natureza. A localização (sedes materiae) ajuda na compreensão e na aplicação das regras agrupadas". (Campinho, 2017)

A definição do conjunto normativo aplicável a uma sociedade vai além da mera escolha do tipo societário sob o qual será constituída e operará. Cada modelo societário possui características próprias e está sujeito a um regime jurídico específico. (Campinho, 2017)

A respeito da estrutura de uma S.A, de acordo com a Lei 6.404/76, é composta basicamente por quatro órgãos principais: a assembleia geral, o conselho de administração, a diretoria e o conselho fiscal. Sendo que a assembleia geral e a diretoria têm presença e funcionamento obrigatório em qualquer companhia. (Reis, 2018)

A Assembleia Geral constitui o órgão máximo da sociedade, sendo o espaço em que os acionistas deliberam sobre matérias de maior relevância para a companhia. Cada acionista titular de ações ordinárias possui direito de voto, enquanto os detentores de ações preferenciais podem ou não gozar desse direito, a depender das condições previstas no estatuto social ou na lei. A Assembleia Geral pode ser classificada como Ordinária ou Extraordinária. (Reis, 2018)

A Assembleia Geral Ordinária (AGO) deve ser realizada nos quatro meses subsequentes ao término do exercício social (encerramento do período contábil), abordando matérias expressamente previstas na legislação, tais como: tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras; deliberar sobre a destinação do lucro líquido e a distribuição de dividendos; eleger os administradores e membros do conselho fiscal, quando for o caso; e aprovar a correção da expressão monetária do capital social.

Por sua vez, a Assembleia Geral Extraordinária (AGE) é convocada para deliberar sobre temas que extrapolam as atribuições da AGO, podendo ocorrer a qualquer momento ou até mesmo no mesmo ato da AGO, desde que haja convocação adequada. A realização de assembleias, tanto presenciais quanto virtuais, exige o cumprimento de formalidades legais quanto à convocação, quórum e lavratura das deliberações, sendo essencial para assegurar a legitimidade e a validade dos atos societários. (Reis, 2018)

O Conselho de Administração é o órgão de deliberação colegiada responsável por fixar as diretrizes gerais dos negócios da companhia, eleger e destituir os diretores, fiscalizar sua atuação e convocar a assembleia geral sempre que necessário. Sua constituição é obrigatória nas sociedades anônimas de capital aberto e facultativa nas sociedades de capital fechado, devendo ser composto por, no mínimo, três membros eleitos pela assembleia geral. Ao supervisionar a diretoria, o conselho atua como um mecanismo de controle e mitigação de riscos, buscando evitar que interesses pessoais de administradores prevaleçam sobre os interesses da companhia e de seus acionistas. (Reis, 2018)

A Diretoria é o órgão executivo da sociedade anônima, incumbido da gestão cotidiana da empresa. É composta por um ou mais diretores eleitos pelo Conselho de Administração ou, na ausência deste, pela Assembleia Geral. O estatuto social define as atribuições, o número de diretores, as regras de substituição e o prazo de mandato, limitado a três anos, com possibilidade de reeleição. Os diretores representam a companhia ativa e passivamente, em juízo ou fora dele, sendo responsáveis diretos pela condução das atividades operacionais e pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. Ressalta-se que membros do Conselho de Administração podem integrar a Diretoria, contudo, para preservar a independência entre os órgãos, apenas um terço dos conselheiros pode acumular ambas as funções. (Reis, 2018)

Por fim, o Conselho Fiscal exerce a função de fiscalização independente dos atos da administração, com foco na supervisão financeira da companhia. Composto por três a cinco membros efetivos e suplentes, o conselho pode funcionar de maneira permanente ou ser instalado a pedido de acionistas minoritários, conforme as hipóteses previstas na lei. Entre suas atribuições destacam-se: fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos deveres legais e estatutários; analisar o relatório anual da administração; emitir pareceres sobre demonstrações financeiras; relatar erros, fraudes ou crimes aos órgãos competentes; convocar assembleias gerais ordinárias ou extraordinárias quando necessário; e avaliar periodicamente os balanços da companhia. Para garantir sua independência, a lei impõe restrições quanto à elegibilidade de seus membros, vedando a participação de administradores, empregados ou parentes próximos dos administradores no conselho fiscal. (Reis, 2018)

A compreensão da estrutura da sociedade anônima revela-se essencial para a análise da responsabilidade civil da companhia aberta perante seus acionistas, especialmente em casos de fraude, nos quais os mecanismos de controle e fiscalização podem ser burlados ou ineficazes. A atuação integrada e eficaz dos órgãos societários representa um fator determinante para a proteção dos interesses dos acionistas, a preservação da transparência e a responsabilização dos administradores em caso de violação dos deveres legais e estatutários. (Reis, 2018)

### 1.3 VALORES MOBILIÁRIOS

A complexidade das negociações e a necessidade de assegurar a circulação segura de capital, sem comprometer a transmissibilidade de direitos, impulsionaram o surgimento dos primeiros instrumentos financeiros com natureza de valores mobiliários, como a cambial, que se tratava de um título de crédito, denominado letra cambial, muito utilizado na idade média afim de facilitar transações. (Abreu, 2022)

Ao longo da história, diversas tentativas foram feitas afim de conceituar "valores mobiliários". Um marco nesse processo ocorreu nos Estados Unidos entre 1933 e 1934, durante o período do *New Deal*, quando foram promulgadas duas leis federais fundamentais para a regulamentação do mercado de capitais, em resposta à Grande Depressão de 1929. (Abreu, 2022)

Diante da complexidade do tema, o legislador norte-americano optou por não estabelecer uma definição rígida, mas sim um rol exemplificativo, baseado em conceitos abertos. Essa abordagem conferiu aos tribunais a responsabilidade de avaliar, caso a caso, a adequação de determinados instrumentos financeiros ao regramento federal. (Abreu, 2022)

Esse modelo foi consagrado no *Securities Act* de 1933 e no *Securities Exchange Act* de 1934, que apresentam uma lista abrangente de instrumentos financeiros passíveis de enquadramento como valores mobiliários, estabelecendo um arcabouço regulatório flexível e adaptável às mudanças do mercado. (Abreu, 2022)

SEC.2. (a) (1) O termo 'título' significa qualquer nota, ação, ações em tesouraria, títulos futuros, swap baseado em títulos, títulos, debêntures, evidência de endividamento, certificado de participação ou participação em qualquer lucro contrato de compartilhamento, certificado de garantia fiduciária, certificado de pré-organização ou subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de voto fideicomisso, certificado de depósito para um título, participação fracionária indivisa em petróleo, gás ou outros direitos minerais, qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio sobre qualquer título, certificado de depósito ou grupo ou índice de títulos (incluindo qualquer participação nele ou com base no valor do mesmo), ou qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio celebrado em títulos nacionais câmbio relacionado a moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como "título", ou qualquer certificado de interesse ou participação, certificado temporário ou provisório para, recibo, garantia ou garantia ou direito para assinar ou comprar, qualquer um dos anteriores. Sec. 3 (a) (10) O termo 'título de crédito' significa qualquer nota, ação, ações em tesouraria, título futuro, swap baseado em títulos, títulos, debêntures, certificados de juros ou participação em qualquer acordo de participação nos lucros ou em qualquer petróleo, gás, ou outro royalty ou arrendamento mineral, qualquer certificado de garantia fiduciária, certificado de pré organização ou subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de fideicomisso com direito a voto, certificado de depósito para um título, qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio em qualquer título, certificado de depósito, ou grupo ou índice de valores mobiliários (incluindo qualquer participação nele ou com base em seu valor), ou qualquer venda, compra, straddle, opção ou privilégio celebrado em uma bolsa de valores nacional relativa a moeda estrangeira, ou em geral, qualquer instrumento comumente conhecido como garantia; ou qualquer certificado de interesse ou participação, certificado temporário ou provisório para, recibo ou garantia ou direito de subscrever ou comprar qualquer um dos anteriores; mas não deve incluir moeda ou qualquer nota, saque, letra de câmbio ou aceitação bancária que tenha vencimento no momento da emissão não superior a nove meses, excluindo dias de carência, ou qualquer renovação dos mesmos cujo vencimento seja igualmente limitado. (Carvalhosa, 2018, p. 151)

Um dos casos mais marcantes nesse contexto foi a disputa judicial entre a *Securities Exchange Commission* (SEC) e a empresa J. W. Howey Co., que levou a Suprema Corte dos Estados Unidos a definir critérios essenciais para a caracterização

de valores mobiliários. O litígio envolvia um modelo de *sale lease-back*, no qual investidores adquiriam terrenos destinados à exploração agrícola e, em seguida, os arrendavam para outra empresa do mesmo grupo econômico, recebendo remuneração baseada nos lucros da atividade. (Carvalhosa, 2018)

Ao analisar a questão, a Suprema Corte concluiu que essa estrutura configurava um valor mobiliário nos termos do *Securities Act* de 1933, determinando sua submissão à regulação da SEC. Como resultado, foram estabelecidos quatro requisitos fundamentais, posteriormente conhecidos como *Howey Test*: (i) aplicação de capital por um investidor; (ii) participação em um empreendimento coletivo; (iii) expectativa de retorno financeiro; (iv) dependência do sucesso da atividade conduzida pelo empreendedor ou por terceiros. (Carvalhosa, 2018)

O *Howey Test* tornou-se um referencial na identificação de valores mobiliários, ainda que parte dos tribunais norte-americanos tenha flexibilizado sua aplicação, considerando que a presença simultânea de todos os critérios nem sempre seria indispensável. (Carvalhosa, 2018)

A correta classificação de um ativo como valor mobiliário tem impacto significativo, pois impõe o cumprimento de normas regulatórias, incluindo a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a transparência na divulgação de informações ao mercado quando há captação pública de recursos. (Carvalhosa, 2018)

No Brasil, a Lei do Mercado de Capitais trouxe um rol exemplificativo de valores mobiliários em seu artigo 2º:

I - Ações, partes beneficiárias, debêntures, cupons desses títulos e bônus de subscrição; II - Certificados de depósito de valores mobiliários; III - Outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, conforme critério do Conselho Monetário Nacional (CMN). O parágrafo único do referido artigo exclui do regime da lei: I - Títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - Títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, exceto debêntures. (Brasil, 1976)

Com o passar dos anos surgiram novos tipos de investimentos que não estavam previstos expressamente na lei brasileira, o CMN editou diversas resoluções para ampliar e detalhar os títulos que poderiam ser enquadrados como valores mobiliários, no entanto, o avanço das transações comerciais tornou essas normas insuficientes para abranger novas modalidades de investimentos, observou-se o risco de fraude já que a CVM só poderia atuar sobre o que a lei define como valor mobiliário. (Carvalhosa, 2018)

Para suprir essa lacuna, a Lei nº 10.198/2001 introduziu um conceito mais abrangente, posteriormente incorporado ao artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 por meio da Lei nº 10.303/2001. Esse dispositivo estabeleceu que valores mobiliários incluem qualquer título ou contrato de investimento coletivo que confira direito de participação, parceria ou remuneração, desde que os rendimentos estejam atrelados ao esforço de um empreendedor ou de terceiros. (Carvalhosa, 2018)

A formulação desse conceito foi inspirada na jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, especialmente no *Howey Test*, servindo como referência para a regulação do mercado de capitais brasileiro. O inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, por seu caráter amplo e genérico, permite abarcar novos instrumentos financeiros e adaptar-se às transformações do mercado. (Carvalhosa, 2018)

A flexibilidade dessa definição, aliada às competências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), possibilita que a autarquia avalie cada caso concreto e determine se determinado ativo deve ser enquadrado como valor mobiliário, garantindo sua adequação às normas regulatórias. Esse modelo dinâmico não apenas assegura a evolução do conceito, mas também impõe obrigações aos emissores, conferindo maior proteção ao investidor. (Carvalhosa, 2018)

No ordenamento jurídico brasileiro, os valores mobiliários são classificados em típicos, quando expressamente mencionados no artigo 2º da Lei do Mercado de Capitais, e atípicos, quando utilizados para captação de recursos junto ao público, sem previsão específica na legislação. (Carvalhosa, 2018)

### 1.3.1 O Mercado de Valores Mobiliários

Conforme supramencionado o mercado de capitais desempenha um papel crucial no desenvolvimento econômico, servindo como meio para a troca de informações, negociação e distribuição de valores mobiliários. Ele viabiliza a dinâmica do sistema financeiro ao conectar investidores e companhias emissoras, garantindo acessibilidade, liquidez e transparência nas relações econômicas. (Campinho, 2018)

Mais do que um fenômeno social, o mercado financeiro é uma necessidade econômica que influencia diretamente o crescimento sustentável. Para que esse ambiente contribua efetivamente para o desenvolvimento, é imprescindível compreendê-lo sob a ótica jurídica, assegurando uma regulação eficaz e equilibrada. Nesse contexto, a Constituição Federal revela preocupação com a preservação estrutural do

sistema financeiro nacional, estabelecendo diretrizes no artigo 192 para garantir seu funcionamento em prol do desenvolvimento equilibrado do país. (Campinho, 2018)

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) estrutura-se em três eixos principais: operações relacionadas à moeda, crédito, câmbio e mercado de capitais; seguros privados; e previdência complementar fechada. Cada um desses segmentos conta com órgãos reguladores e supervisores, sendo o Banco Central do Brasil (BACEN) responsável pelo mercado monetário, de crédito e de câmbio, enquanto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) fiscaliza o mercado de valores mobiliários. (Campinho, 2018)

No que tange à regulação do mercado de capitais, o art. 1º da Lei n. 6.385/76, alterado pela Lei n. 10.303/2001, disciplina as atividades relacionadas à emissão, distribuição e intermediação de valores mobiliários, bem como a fiscalização das bolsas de valores e dos fundos de investimento. A CVM desempenha função essencial nesse sistema, garantindo a proteção dos investidores e a transparência das operações.

A atuação das empresas no mercado de valores mobiliários exige registro junto à CVM, que supervisiona suas atividades tanto no mercado de balcão quanto na Bolsa de Valores. O mercado de balcão permite a oferta direta de valores mobiliários através de corretoras e instituições financeiras, enquanto a Bolsa de Valores proporciona um ambiente organizado para a negociação de títulos, estando sujeita às normas da CVM. (Campinho, 2017)

A relevância do mercado de capitais transcende a mera intermediação financeira. Ele fomenta o desenvolvimento econômico ao viabilizar financiamentos de longo prazo, possibilitando que empresas captem recursos diretamente dos investidores. Dessa forma, reduz-se a dependência das companhias por crédito bancário, permitindo um crescimento mais dinâmico e menos oneroso. (Campinho, 2017)

Portanto, compreender a estrutura e funcionamento do mercado de valores mobiliários é fundamental para garantir sua eficácia e segurança, promovendo a proteção dos investidores e contribuindo para o fortalecimento da economia nacional.

## 2 O ACIONISTA E A SOCIEDADE ANÔNIMA NO BRASIL

A partir da análise feita anteriormente sobre a formação e evolução da sociedade anônima e do mercado de capitais é possível identificar aspectos centrais da cultura de investimentos e traçar o perfil do acionista minoritário no Brasil.

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro tem atravessado períodos de intensa volatilidade, impactado por fatores como inflação descontrolada, estratégias políticas inconsistentes, crises financeiras, escândalos corporativos e a ausência de garantias adequadas aos investidores minoritários. (Rodrigues, 2012)

Conforme exposto na Seção 1, faz-se necessário observar novamente a história afim de caracterizar o perfil do investidor brasileiro, considerando que o ingresso do pequeno investidor nesse mercado ganhou relevância entre o final da década de 1960 e o início dos anos 1970. No entanto, essa participação ocorreu de maneira inadequada, com incentivos que não ofereciam a devida preparação aos investidores. (Rodrigues, 2012)

Um exemplo emblemático foi o estímulo ao investimento nos fundos, que induzia contribuintes do imposto de renda a direcionarem recursos ao mercado acionário sem um conhecimento sólido sobre sua dinâmica. O governo federal, ao expressar apoio irrestrito ao mercado de valores mobiliários, consolidou a percepção equivocada de que o mercado de capitais representava um meio de enriquecimento fácil e rápido. (Rodrigues, 2012)

Esse cenário fomentou especulações excessivas, culminando na crise de 1971. O impacto foi devastador para os pequenos investidores, que, além de perderem grande parte de sua poupança, também viram sua confiança no mercado de capitais ser profundamente abalada. (Rodrigues, 2012)

A descrença no sistema permaneceu latente, agravada por eventos subsequentes, como o fechamento das bolsas de valores no caso *Nahas*, a supressão de direitos durante o processo de privatizações, o escândalo corporativo da *Agrenco* e a crise dos derivativos de 2008. (Rodrigues, 2012)

Apesar dos desafios, o mercado de capitais brasileiro passou por avanços significativos ao longo dos anos. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi reestruturada, adquirindo maior autonomia administrativa e financeira. Com personalidade jurídica e patrimônio próprios, seus dirigentes passaram a contar com estabilidade e

autonomia financeira e orçamentária, fatores que garantiram maior independência na fiscalização e regulação do mercado. (Rodrigues, 2012)

Essas mudanças possibilitaram um aprimoramento no desempenho da autarquia, fortalecendo sua capacidade de proteger investidores e garantir o bom funcionamento do setor. O compromisso com a transparência e a adoção gradual de práticas de governança corporativa motivaram a criação dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. (Rodrigues, 2012)

Esses segmentos incentivam as companhias abertas a assumirem compromissos mais rigorosos com seus investidores e com o próprio mercado de capitais, contribuindo também para a pulverização do controle acionário. (Rodrigues, 2012)

Além dos avanços regulatórios, iniciativas voltadas à educação financeira passaram a ser adotadas com maior frequência, permitindo que investidores tivessem um entendimento mais sólido sobre o mercado. Um marco nesse sentido foi a campanha "Quer ser sócio?", lançada pela BM&FBovespa em 2010, que não apenas incentivava o pequeno investidor a ingressar no mercado, mas também buscava capacitá-lo para investir de forma consciente. (Rodrigues, 2012)

Diante desse histórico, percebe-se que o mercado de valores mobiliários brasileiro enfrentou inúmeros desafios que comprometeram a confiança do pequeno investidor. No entanto, observa-se um esforço recente para reverter esse quadro por meio do fortalecimento dos mecanismos de proteção a acionistas minoritários e do aprimoramento das normas do mercado de capitais. Essas medidas são fundamentais para recuperar a credibilidade do setor e promover um ambiente mais seguro e sustentável para investidores de todos os perfis. (Rodrigues, 2012)

## 2.1 AÇÕES E A FORMAÇÃO DO CAPITAL NA SOCIEDADE ANONIMA

As ações, ou papéis, são o tipo de valor mobiliário mais popularizado, representam uma forma das empresas privadas captarem recursos financeiros por meio da bolsa de valores. Para que isso ocorra, é necessário o cumprimento das normas regulatórias da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da BM&FBovespa, atualmente conhecida como B3. Após essa adequação, a empresa pode ingressar no mercado de capitais por meio da oferta pública inicial (IPO), permitindo que investidores adquiram ações e passem a integrar o capital social da sociedade. (Maia, 2023)

As ações são valores mobiliários que consistem em frações do capital social da companhia e são negociadas no mercado financeiro, conferindo aos seus titulares a participação nos resultados da empresa. Por esse motivo, são considerados títulos de renda variável, cujo retorno depende do desempenho da companhia. Além disso, as ações são classificadas como bens móveis e conferem ao titular a propriedade sobre elas. (Carvalhosa, 2018)

São subdivididas em ordinárias e preferenciais e a empresa privada que decide se vai abrir ao mercado apenas uma ou ambas em quantidades menores de cada. As ações ordinárias representam frações do capital da companhia e conferem ao titular direitos comuns dos acionistas, incluindo o direito a voto, todavia esse benefício só faz realmente diferença se o investidor tiver um número considerável de papeis. (XP, 2024)

As ações preferenciais se destacam por oferecerem vantagens patrimoniais, sendo voltadas para investidores que priorizam o retorno financeiro sem interesse direto na gestão da sociedade. Esse tipo de papel possui preferência na distribuição de dividendos, garantindo um percentual maior em comparação aos acionistas ordinários. Essa vantagem funciona como uma compensação, já que os detentores dessas ações não possuem direito a voto nas decisões da assembleia. Por essas características, as ações preferenciais estão entre as mais comuns e procuradas no mercado de capitais. (XP, 2024)

No que se refere aos valores mobiliários de renda variável, ressalta-se que a condução da companhia e o desenvolvimento de seu objeto social podem impactar positiva ou negativamente o valor dos títulos em circulação, tornando essencial o dever de manter os investidores constantemente informados sobre a situação da empresa. (Lamy; Bulhões, 2017)

## 2.2 DEVER DE INFORMAÇÃO

Entre as normas que uma empresa deve cumprir para abrir capital na bolsa, destaca-se o dever legal de fornecer informações constantes e periódicas ao mercado. A garantia de informações autênticas, claras e completas promove a transparência na gestão dos negócios sociais, permitindo que o acionista tome decisões fundamentadas e aumente as chances de alcançar os resultados esperados com os investimentos realizados na sociedade. (Campinho, 2017)

Nos termos do artigo 157 da Lei da Sociedade por Ações (LSA), é dever do administrador comunicar qualquer ato ou fato relevante relacionado à companhia.

[...] Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.  
e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.  
§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia. (Brasil, 1976)

Tal obrigação se alinha ao princípio do *disclosure*, que se fundamenta na premissa de que a disponibilização de informações precisas e pertinentes sobre a empresa e os valores mobiliários por ela emitidos permite ao investidor analisar a relevância do empreendimento e a qualidade dos papéis. (Braga, 2021)

A política de *disclosure* ou *full disclosure* diz respeito à transparência na divulgação de informações pelas companhias, abordando tanto dados sobre a própria empresa quanto sobre os valores mobiliários que emitem. Esse processo deve ocorrer de forma equitativa, assegurando que todos os participantes do mercado tenham acesso simultâneo às mesmas informações. (Miller, 2004)

No âmbito da regulação do mercado de capitais conforme leciona Marcelo Trindade “a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção no mercado de capitais” sendo essencial para a preservação da confiança dos investidores e para a eficiência do mercado. (Trindade, 2006)

Diversas normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulam esse dever de informação, com destaque para a Instrução CVM 476/09:

Art. 10. O ofertante deverá oferecer informações verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes para os investidores.  
§1º Os administradores do ofertante também são responsáveis pelo cumprimento da obrigação prevista no caput.  
§ 2º Informações fornecidas aos investidores procurados, por emissor com o registro na CVM, devem ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado, nos termos da regulamentação específica.  
Art. 10-A. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.  
Art. 10-B. Os administradores da emissora, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas à emissora por esta Instrução. (Brasil, 2009)

Essa normativa reforça o entendimento de que a informação e a sua adequada divulgação desempenham uma função crucial que influi no funcionamento do mercado de valores mobiliários e isso advém das funções que ela exerce. Do ponto de vista econômico, a informação é considerada um fator que modifica crenças e é essencial para a avaliação de ativos cujo valor está atrelado a eventos incertos. (Alves, 2022)

No mercado de ações, a informação traz benefícios tanto para as empresas quanto para os investidores, pois diminui riscos, aprimora decisões operacionais e possibilita ganhos nas transações de títulos. Em um mercado competitivo e livre, o preço também se torna uma forma significativa de informação. O sistema de preços exerce uma função informativa ao indicar as tendências de oferta e demanda por produtos e serviços. (Alves, 2022)

### 2.2.1 A Informação como Instrumento de Proteção e Decisão

Para a presente pesquisa, destaca-se como ponto relevante a implicação da ausência de informação ou da divulgação de informações inverídicas, e os efeitos que tais falhas acarretam na atuação dos mercados, especialmente no seu papel de suporte à tomada de decisão do acionista quanto à alocação de ativos financeiros.

Os acionistas ao negociarem ações na bolsa de valores tomam decisões com base na avaliação dos riscos e dos valores dos títulos mobiliários, utilizando informações disponíveis no mercado para antecipar resultados positivos ou negativos. A presença de informações abundantes e tempestivas (*full disclosure*) aproxima a avaliação dos investidores do valor real dos títulos, reduzindo riscos e custos de transação. (Silva, 2022)

Para prevenir violações ao direito difuso e coletivo à informação no mercado, o dever de informar surge com o lançamento público das ações. Nesse contexto, a companhia emissora e a instituição financeira responsável pela oferta devem fornecer informações claras, precisas e acessíveis aos investidores. Após a emissão, esse dever recai exclusivamente sobre a sociedade anônima, que deve divulgar, de forma regular e tempestiva, fatos relevantes capazes de impactar o valor dos títulos no mercado, prevenindo, assim, a manipulação do mercado por meio de omissões ou distorções informacionais. (Abreu, 2022)

Nesse contexto, acredita-se que os investidores confiam nas informações divulgadas pela companhia emissora, na regularidade do funcionamento do mercado e na eficiência dos preços negociados. A teoria de Eugene Fama, laureado com o Prêmio Nobel de Economia em 2013, sobre a eficiência dos mercados reforça essa perspectiva. Segundo essa teoria, os preços das ações refletem todas as informações disponíveis no mercado, tornando impossível prever suas oscilações sem a ocorrência de fraude ou *insider trading*. (Fama, 1970)

O papel principal do mercado de capitais é a alocação da propriedade de capital da economia. Em termos gerais, o ideal é um mercado em que os preços forneçam sinais precisos para alocação de recursos: ou seja, um mercado em que as empresas possam tomar decisões de produção investimento e os investidores possam escolher entre os títulos que representam a propriedade das atividades da "Arm's" sob a suposição de que os preços dos títulos a qualquer momento "refletem totalmente" todas as informações disponíveis. Um mercado em que os preços sempre "refletem totalmente" as informações disponíveis são chamadas de "eficiente". (Fama, 1970, p. 383, tradução de abreu, 2022)

A teoria desenvolvida por Eugene Fama, fundamenta-se em três argumentos principais:

[...] investidores são assumidos como racionais e, conseqüentemente, avaliam e precificam ativos de forma racional; a medida que alguns investidores não são racionais, suas participações no mercado (negociações) são assumidas como aleatórias, cancelando-se e não produzindo efeitos nos preços praticados pelo mercado; a medida que esses investidores irracionais o são de maneira similar entre si, a presença de uma maioria de arbitradores racionais, no mesmo mercado, elimina sua influência nos preços. (Fama, 1970, *apud* Rabelo, *et al*, 2011)

Essa chamada racionalidade sugere que os investidores com excedente de capital atribuem um preço as ações com base em seu valor fundamental, ou seja, no quanto aquele ativo realmente vale. Em outras palavras, o preço da ação reflete a projeção do lucro que esse ativo poderá gerar no futuro, ajustados ao risco e trazidos ao valor presente. Essa variação pode ser tanto negativa como positiva. (Abreu, 2022)

[...] quando qualquer informação que implique alteração dos fundamentos desse ativo é descoberta, os investidores respondem imediatamente, aumentando o preço do ativo se as informações forem positivas e diminuindo o se forem negativas. Logo, os preços dos ativos incorporam todas as informações quase que imediatamente, ajustando-se a novos níveis correspondentes aos novos valores presentes dos fluxos de caixa. Conforme Ross (2002), em sua

forma extrema, a teoria de mercados eficientes diz que todos os títulos sempre são corretamente precificados, o que significa que o mercado como um todo é realmente sábio. (Fama, 1970, *apud* Rabelo, *et al*, 2011)

Essa teoria sugere que a eficiência do mercado de valores mobiliários depende do equilíbrio entre três premissas essenciais:

(i) não existem custos de transação no processo de compra e venda de valores mobiliários; (ii) toda informação disponível, está disponível sem nenhum custo e de maneira equitativa para todos os participantes de mercado; e (iii) todos os participantes de mercado agem de maneira racional concordando com as implicações das informações correntemente disponíveis para o preço atual dos valores mobiliários, assim como, com distribuição de preços futuros de cada ativo. (Fama, 1970, *apud* Rabelo, *et al*, 2011)

Sendo assim, os investidores ao terem acesso a todas as informações das companhias emissoras e dos títulos disponíveis no mercado, seriam mais capazes de tomar decisões conscientes e eficientes sobre como alocar sua poupança no mercado de valores mobiliários. (Abreu, 2022)

Quando as companhias omitem, falsificam ou manipulam informações relevantes, criam condições artificiais no mercado, distorcendo a procura, a oferta ou os preços dos valores mobiliários. Isso pode levar a operações inadequadas, como a compra de ações a preços inflacionados ou a venda por valores abaixo do justo. Contudo, tal situação seria evitada se os investidores tivessem pleno conhecimento de todas as informações sem manipulações. (Abreu, 2022)

O verdadeiro desafio é fornecer uma orientação adequada aos investidores sobre os produtos e valores mobiliários no mercado, com ênfase em fatos relevantes das companhias. Isso inclui não apenas decisões relacionadas ao ambiente interno das corporações, mas também à interação com consumidores, fornecedores e órgãos reguladores. A expectativa de que as empresas busquem alcançar seu objetivo social, com o propósito de gerar lucro, é totalmente legítima por parte dos investidores. (Abreu, 2022)

### 3 FRAUDE AO MERCADO DE CAPITAIS

Em 2016, sete das vinte maiores corporações brasileiras estavam envolvidas em litígios relacionados a prejuízos causados aos acionistas no mercado de capitais, decorrentes da falta de transparência ou da divulgação de informações falsas. A maioria desses processos não foi ajuizada no Brasil, mas no exterior, especialmente nos Estados Unidos e na União Europeia, onde o arcabouço jurídico confere aos investidores maior acesso a instrumentos de tutela coletiva e reparação de danos. Isso levou as companhias brasileiras a buscarem soluções rápidas, seja por meio de ações judiciais ou por acordos extrajudiciais com os investidores estrangeiros. (Araujo; *et al*, 2018).

Para os investidores brasileiros, os prejuízos foram ainda mais expressivos. Além de adquirirem ações a preços artificialmente inflacionados em um ambiente de desinformação, também arcaram indiretamente com os custos das indenizações milionárias pagas aos investidores estrangeiros, as quais afetaram negativamente o patrimônio das companhias e, conseqüentemente, o valor de mercado das ações detidas pelos acionistas locais. (Araujo; *et al*, 2018)

Esse cenário evidencia uma assimetria na proteção dos investidores brasileiros frente aos investidores estrangeiros, refletindo lacunas estruturais no sistema jurídico nacional. Enquanto os acionistas estrangeiros puderam buscar reparação efetiva por meio de ações coletivas e *class actions* nos seus respectivos países, os investidores brasileiros, embora igualmente lesados, tiveram pouco ou nenhum acesso a mecanismos eficientes de indenização. (Araujo; *et al*, 2018)

Essa disparidade levanta questionamentos sobre a efetividade da responsabilidade civil das companhias abertas no direito brasileiro, especialmente no contexto de fraudes informacionais no mercado de capitais. É imprescindível investigar se o ordenamento jurídico nacional dispõe de instrumentos adequados para tutelar os acionistas minoritários e assegurar a reparação dos danos sofridos, evitando que a proteção conferida pela legislação seja apenas formal e não se traduza em mecanismos práticos de acesso à justiça. Assim, o presente estudo propõe-se a analisar criticamente os contornos da responsabilidade civil das companhias abertas no Brasil, os reflexos da fraude informacional sobre os acionistas, e a necessidade de aprimoramento da tutela jurisdicional nesse campo. (Araujo; *et al*, 2018).

### 3.1 A AÇÃO DE RESPONSABILIDADE NO BRASIL

No contexto das sociedades anônimas, a responsabilidade civil tem como principal função reparar prejuízos decorrentes de atos ou omissões contrários à legislação, buscando restabelecer eventuais desequilíbrios financeiros ou morais. A personalidade jurídica confere às companhias autonomia própria, diferenciando-as de seus sócios e administradores e atribuindo-lhes direitos e deveres independentes. (Abreu, 2022)

No ordenamento jurídico brasileiro, a responsabilização das empresas está prevista no artigo 173, §5º, da Constituição Federal e regulamentada pelo Código Civil.

[...] Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. [...] § 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular. (Brasil, 1988)

No ordenamento jurídico brasileiro, a imputação da responsabilidade civil pode ocorrer com base em duas teorias distintas. Em suma, conforme previsto no Código Civil, tanto pessoas físicas quanto jurídicas que causem danos a terceiros devem responder por suas condutas, assumindo a obrigação de indenização, o código estabelece dois tipos de responsabilização: a objetiva, prevista no artigo 927, e a subjetiva, no artigo 187. O ponto central da teoria que distingue essas formas de imputação é a necessidade de comprovação de culpa: enquanto a responsabilidade objetiva independe desse fator, exigindo apenas a demonstração do dano e do nexo causal, a subjetiva requer a comprovação de um ato ilícito. (Abreu, 2022)

(i) ação ou omissão do agente que cause algum dano; (ii) nexo de causalidade entre a ação ou omissão e o dano causado; e (iii) a culpa lato sensu, que abrange a culpa decorrente de imprudência, negligência ou imperícia e o dolo. Já a segunda teoria é a da responsabilidade objetiva ou teoria do risco, em que o conceito de culpa é abstraído, bastando que reste comprovado o nexo de causalidade entre a ação ou omissão do agente e o dano causado por este. (Braga, *et al*, 2020 *apud* Abreu, 2022)

A responsabilidade da empresa se limita aos danos diretos que suas ações ilegais possam causar, seja aos investidores ou a terceiros. Isso significa que, caso a

empresa cometa uma infração, ela será responsabilizada pelos prejuízos diretamente causados por essa ação. (Wald, 2018)

Contudo, a jurisprudência tem entendido que os acionistas não têm o direito de processar a empresa por atos ilícitos cometidos contra ela própria que resultem em prejuízos financeiros à companhia, uma vez que esses danos afetam os acionistas de forma indireta, ou seja, o prejuízo da empresa reflete, muitas vezes, nas ações ou no valor da companhia, mas não é algo que prejudique diretamente os investidores de maneira imediata. (Wald, 2018)

O STJ entende que os danos resultantes das condutas dos administradores são, primordialmente, causados à própria companhia.

Os danos diretamente causados à sociedade, em regra, trazem reflexos indiretos a todos os seus acionistas. Com o ressarcimento dos prejuízos à companhia, é de se esperar que as perdas dos acionistas sejam revertidas. Por isso, se os danos narrados na inicial não foram diretamente causados aos acionistas minoritários, não detêm eles legitimidade ativa para a propositura de ação individual com base no art. 159, 7º, da Lei das Sociedades por Ações [(Superior Tribunal de Justiça. RECURSO ESPECIAL Nº 1.014.496 - SC 2007/0294327-4. Relatora Ministra Nancy Andriighi. j. 01.04.2008) (BRASIL, 2008)]

Esta referida corte supracitada em decisão mais recente manteve o mesmo entendimento.

Por sua vez, a ação individual, prevista no § 7º do art. 159 da Lei 6.404/76, tem como finalidade reparar o dano experimentado não pela companhia, mas pelo próprio acionista ou terceiro prejudicado, isto é, o dano direto causado ao titular de ações societárias ou a terceiro por ato do administrador ou dos controladores. Não depende a ação individual de deliberação da assembleia geral para ser proposta. 6. É parte ilegítima para ajuizar a ação individual o acionista que sofre prejuízos apenas indiretos por atos praticados pelo administrador ou pelos acionistas controladores da sociedade anônima. 7. Recurso especial provido. (REsp 1214497/RJ, Rel. Ministro JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, Rel. p/ Acórdão Ministro RAUL ARAÚJO, QUARTA TURMA, julgado em 23/09/2014, DJe 06/11/2014)

Assim, as demandas judiciais podem ser movida em face dos administradores e geralmente costumam ser ajuizadas pela própria empresa, conforme precípua o Superior Tribunal de justiça

A sociedade anônima tem legitimidade para o ajuizamento da ação de responsabilidade contra seus ex-administradores e ex-gerentes pelos eventuais desmandos por eles praticados. Todavia, para tanto, exige o art. 159 da Lei das S/A que a assembleia geral delibere acerca da propositura da ação. [(REsp 157.579/RS, Rel. Ministro BARROS MONTEIRO, Rel. p/ Acórdão Ministro CESAR ASFOR ROCHA, QUARTA TURMA, julgado em 12/09/2006, DJ 19/03/2007, p. 353) (BRASIL, 2006)]

Entende-se que os prejuízos decorrentes da gestão e das decisões dos administradores atingem, em primeiro lugar, a estrutura societária como um todo e assim compreende-se que o acionista é compensado através do ressarcimento a própria empresa. (Abreu, 2022)

No Brasil, a indenização só é possível para danos que sejam consequência direta e imediata da conduta prejudicial, conforme estabelece o Art. 402 do Código Civil. Dessa forma, cabe à parte lesada comprovar que a ação do responsável teve um papel determinante no prejuízo sofrido. No caso de informações imprecisas em prospectos, por exemplo, não basta demonstrar que a informação era potencialmente prejudicial, mas sim que, no caso específico, ela foi a causa efetiva do dano. Além disso, não há uma norma que imponha a responsabilidade objetiva ao emissor, o que significa que, para que haja responsabilização, é essencial comprovar a culpa na situação concreta. (Buschinelli, 2015)

No âmbito administrativo, a divulgação de informações falsas, incompletas ou imprecisas que possam induzir investidores ao erro é considerada uma infração grave. Isso inclui o descumprimento das normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como previsto no Art. 18 da Instrução CVM 358/2002, no Art. 60 da Instrução CVM 480/2009 e no Art. 59, V, da Instrução CVM 400/2002. As penalidades para essas infrações estão descritas no Art. 11 da Lei 6.385/1976, conhecida como Lei do Mercado de Capitais. Dessa forma, qualquer agente que viole essas disposições pode ser responsabilizado administrativamente. (Prado, 2018)

Dentre as sanções administrativas cabíveis dispostas no Art.11 da Lei 6.385/76, destacam-se a advertência, a multa, a suspensão ou cassação da autorização ou do registro para o exercício de atividades no mercado, a inabilitação temporária, por até vinte anos, para o exercício de cargos de administração ou de conselheiro em entidades do mercado de capitais, bem como a proibição temporária, pelo mesmo período, para atuar, direta ou indiretamente, em determinadas operações nesse mercado. Tais medidas podem ser aplicadas isoladamente ou de forma cumulativa, conforme a gravidade da infração, funcionando como instrumentos essenciais para a preservação da confiança dos investidores e a proteção do ambiente regulado.

Na esfera criminal, a prestação de informações enganosas pode configurar crime contra o sistema financeiro nacional, nos termos do artigo 6º da Lei nº 7.492/1986, sujeitando o infrator à pena de reclusão. Tal dispositivo penaliza aqueles

que induzem ou mantêm investidores, sócios ou órgãos públicos em erro, por meio da omissão ou distorção de informações financeiras relevantes

[...] Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonogando-lhe informação ou prestando-a falsamente:  
Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.

Além disso, a prática também pode configurar crime contra a economia popular, nos termos do Art. 3º, VII, da Lei 1.521/1951, que criminaliza declarações falsas em prospectos ou anúncios para a compra, venda ou subscrição de títulos e ações, sujeito a detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos, e multa, de vinte mil a cem mil cruzeiros, conforme a lei.

Desde 2001, a manipulação de mercado com base em informações falsas também é considerada crime, conforme o Art. 27-C da Lei do Mercado de Capitais sob pena de reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Por fim, a CVM tem o dever de comunicar ao Ministério Público qualquer indício de infração criminal, para que este avalie a possibilidade de propor ação penal, conforme estabelecido no Art. 12 da mesma lei. (Prado, 2018)

### 3.1.1 A Proteção ao Acionista Minoritário

Cenários como o de desvalorização das ações de companhias e a importância da proteção ao acionista minoritário diante da desinformação, demonstram que os riscos assumidos pelos réus, bem como os prejuízos eventualmente suportados, são expressivos e, em alguns casos, irreversíveis. Torna-se fundamental usar como parâmetro a experiência e o sistema jurídico norte americano, o desenvolvimento dinâmico e sólido desse mercado de capitais decorreu da criação dos principais marcos legais após a crise de 1920. (Abreu, 2022)

A SEC, primeiramente, buscou reorganizar o mercado de capitais dos Estados Unidos sob o programa do *New Deal*, tornou-se indispensável estabelecer um ambiente de credibilidade junto aos investidores e como forma de regulamentação, exigiu que as companhias emissoras passassem a divulgar informações constantes, como

também combateu práticas abusivas, a exemplo, *insider trading*, por meio da promulgação da *Rule 10b-5* (Abreu, 2022):

Regra 10b-5: Emprego de Práticas Manipulativas e Enganosas. Será ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer meio ou instrumento de comércio interestadual, ou dos correios ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional, (a) empregar qualquer dispositivo, esquema ou artifício fraudar, (b) fazer qualquer declaração falsa de fato relevante ou omitir a declaração de fato relevante necessária para que as declarações prestadas, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não sejam enganosas, ou (c) para se envolver em qualquer ato, prática ou curso de negócios que funcione ou funcionaria como uma fraude ou engano sobre qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de qualquer título. (Abreu, 2022)

O termo *insider* quer dizer dentro e *trading* é negociação, o próprio nome já diz sobre o que se trata a prática do *insider trading*, que é quando alguém se aproveita de sua posição dentro da companhia e apropria-se de informações relevantes que ainda não foram divulgadas e dessa forma realiza transações de compra e venda de valores mobiliários antes que a informação cause impacto no mercado. Tal prática é ilegal pois fere o princípio da isonomia e a confiança no mercado. (Abreu, 2022)

No Brasil a CVM é o órgão responsável por fiscalizar essa prática, e a legislação prevê pena criminal através da Lei nº 10.303/01, art. 27-D:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:  
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. (Brasil, 2001)

Com base na norma que proíbe as companhias atuantes no mercado de capitais de emitir declarações falsas, omissas ou distorcidas acerca de fatos relevantes sobre os quais estejam envolvidas, alguns investidores passaram a sustentar a tese de que sofreram prejuízos em decorrência do fornecimento insuficiente de informações. (Abreu, 2022)

No Brasil, o regime informacional é disciplinado pelo artigo 157 da Lei das Sociedades por Ações, bem como pela Instrução CVM nº 476/09, da Comissão de Valores Mobiliários. De forma análoga à regulamentação norte-americana prevista na *Rule 10b-5*, emitida pela SEC, ambas as normativas partem do pressuposto de que as in-

formações divulgadas pelas companhias devem ser não apenas acessíveis ao público, mas também verdadeiras, completas e tempestivas. Dessa forma, a omissão ou distorção dessas informações fortalece a argumentação quanto à ocorrência de danos aos investidores. (Abreu, 2022)

A aplicação da normativa estadunidense em ações coletivas propostas por investidores norte-americanos criou um arcabouço jurisprudencial para o desenvolvimento da teoria denominada *Fraud-On-The-Market Theory*. O ponto central dessa teoria é que, para ajuizar uma ação de indenização por perdas decorrentes da negociação de valores mobiliários cujo preço tenha sido manipulado por meio de informações falsas divulgadas ao mercado, não é necessário demonstrar de forma específica o dano sofrido pelo investidor, considerando a presunção relativa de que houve confiança nas informações fornecidas pela empresa. (Abreu, 2022)

Sendo assim, presume-se que a distorção do preço das ações está vinculada às informações inverídicas divulgadas, o que confere legitimidade a todos os investidores detentores dos papéis dessas empresas para buscar reparação, principalmente por meio das denominadas *class actions*. Essas ações, na realidade, fazem parte do sistema de processos coletivos previsto na *Federal Rule of Civil Procedure* dos Estados Unidos, que, conforme a *Rule 23*, permite que diversos prejudicados atuem conjuntamente em um único processo, sob a representação de um membro do grupo. (Abreu, 2022)

Para a propositura desse tipo de ação, alguns elementos se fazem necessários, como: a divulgação pública de informações falsas pela companhia; a materialidade e relevância do conteúdo dessas informações; a negociação das ações da empresa em um mercado reconhecidamente eficiente; a indução dos investidores ao erro em decorrência das informações fraudulentas; e, por fim, a efetiva aquisição das ações no período compreendido entre a veiculação da informação enganosa e sua posterior revelação como falsa. (Abreu, 2022)

No Brasil, existe um instrumento processual denominada “ação civil pública”, inclusive com nomenclatura equivalente à das *class actions* norte-americanas. Contudo, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, sua aplicação prática é bastante limitada, uma vez que a legitimação para propor a ação é restrita a determinados sujeitos: o Ministério Público, a Defensoria Pública, os entes federativos, autarquias, em-

presas públicas, sociedades de economia mista e associações civis que, além de terem no mínimo um ano de existência, possuam como finalidade institucional a defesa dos interesses tutelados na demanda. (Abreu, 2022)

Em questões envolvendo o mercado de valores mobiliários, aplica-se subsidiariamente a Lei 7.913/1989, que atribui legitimidade ativa à CVM e ao Ministério Público para prevenir ou reparar danos aos investidores. Esta lei foi a precursora ao tratar da responsabilidade das companhias por prejuízos no mercado de capitais, prevendo que os valores obtidos nas condenações sejam revertidos diretamente aos investidores lesados (Wald, 2018).

Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I- operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; III- omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa. Art. 2º As importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo (Brasil, 1989).

Apesar da existência de legislação específica, diversos fatores contribuem para a ineficácia das ações civis públicas no Brasil, sendo um dos principais a ausência de legitimidade ativa do próprio investidor, aliada ao ônus probatório que lhe é imposto, o que torna a matéria especialmente complexa. (Gonzales, *et al.* 2018)

Nesse interim, restou demonstrado que o ordenamento jurídico brasileiro não oferece um mecanismo eficaz de responsabilização civil para a proteção do investidor, particularmente em casos de fraude informacional. Assim, é improvável que o investidor seja devidamente indenizado com base nas normas atualmente vigentes no país. Como já mencionado, quando uma companhia divulga informações falsas, a responsabilidade recai sobre o administrador. Contudo, essa responsabilização revela-se ineficaz, uma vez que, na maioria dos casos, o administrador não possui capacidade financeira para arcar integralmente com os prejuízos causados aos investidores de uma sociedade de capital aberto. (Prado, 2018)

## 3.2 CASOS DE FRAUDE AO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

A jurisprudência referente à responsabilidade civil das companhias por prejuízos causados a terceiros e a acionistas ainda é limitada. Na maioria das decisões, os casos tratam de ilícitos ou irregularidades praticadas pelos administradores em desfavor de terceiros, sendo os acionistas equiparados a esses terceiros quando sofrem prejuízos diretos em decorrência de tais condutas. (Wald, 2018)

A análise dos repositórios de jurisprudência dos tribunais das regiões Sul e Sudeste, bem como dos tribunais federais da 3ª e 4ª Região, revela a raridade de ações individuais voltadas à reparação de danos informacionais no mercado de capitais, com registro de, em média, um caso por década. Entre eles, destacam-se: a fraude nas demonstrações financeiras do Banco Panamericano S.A. em 2010; a divulgação tardia de fato relevante sobre a venda do controle do Banco Real S.A. para o Banco ABN/Amro S.A. em 1998; e a apresentação de projeções de lucro excessivamente otimistas na oferta pública de ações da Cobrasma S.A. em 1986. Também se identificou ação ajuizada na Justiça Federal do Rio de Janeiro, referente à OGX, envolvendo alegações de falhas informacionais e manipulação de mercado, em 2013. (Prado, 2018)

Para essa pesquisa foram selecionados três casos, dentre os quatro julgados referenciados acima, qual sejam, a fraude contábil no Banco Panamericano, o episódio da OGX, envolvendo a divulgação de informações falsas, e o caso da Cobrasma S.A., relacionado à divulgação de projeções de lucro excessivamente otimistas. A partir da análise desses precedentes, busca-se compreender como o Judiciário tem enfrentado essas controvérsias, os critérios adotados para a caracterização dos prejuízos sofridos pelos investidores e a interpretação jurisprudencial consolidada sobre o funcionamento do mercado de capitais. (Prado, 2018)

### 3.2.1 Banco Panamericano: Fraude Contábil

No cenário da fraude descoberta pelo Banco Central ocorrida dentro do Banco Panamericano esta ultrapassava a casa dos bilhões, cabe destacar que era um banco focado na atuação de crédito consignado e financiamento de veículos, um braço do conglomerado de Silvio Santos, origem dos problemas foi desencadeada por uma

prática comum dentro do mercado financeiro que é a venda de carteiras de empréstimos entre bancos. O Banco Panamericano vendeu esses ativos e os manteve dentro de sua balança através de um esquema de fraude gerenciado por um programa de computador, este devolvia os empréstimos vendidos a conta original, inflando artificialmente os ativos e apresentando resultados melhores do que a realidade. (D'Ercole, *et al*, 2011)

Os computadores da Instituição processavam na época cerca de 90 milhões de prestações de financiamentos, de uma carteira com 2 milhões de clientes, sendo que a maior parte eram de transações inferiores a R\$ 5.000,00 (cinco mil reais). Tendo isso em vista, o banco não era obrigado a informar o Banco Central os devedores, e sem esse dado o Banco Central não conseguia auferir que o financiamento de um cliente do Banco Panamericano aparecia na carteira de outra Instituição, no qual o crédito havia sido vendido, sendo assim, aparentemente, o Banco Panamericano tinha mais valores a receber do que de fato havia. (D'Ercole, *et al*, 2011)

O auditor da Deloitte, responsável pelos balanços do Banco Panamericano desde 2002, foi criticado por não ter identificado a fraude e afirmou:

Os sistemas de controle interno do banco foram corrompidos de forma a produzir dados paralelos para enganar reguladores, auditores ou qualquer um que se aproximasse das demonstrações financeiras. Isso foi arquitetado pela alta administração do banco com suporte dos funcionários. Nesse típico conluio é praticamente impossível desvendar uma fraude (D'Ercole, *et al*, 2011)

No episódio envolvendo o Banco Panamericano, ficou reconhecida de forma inequívoca a existência de fraude nas demonstrações financeiras da instituição, as quais, em 2010, apresentavam uma situação patrimonial irreal. Ainda que não houvesse controvérsia quanto à fraude contábil, isso não foi suficiente para que o investidor, que adquiriu ações da companhia dois dias antes e no próprio dia da divulgação do balanço e as vendeu logo após a revelação da fraude, obtivesse decisão favorável à indenização. (Prado, 2018)

A 2ª Turma Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo entendeu que o Banco Panamericano foi, ele próprio, vítima da fraude cometida por seus administradores, afastando a possibilidade de dupla penalização: tanto pela infração em si quanto pela obrigação de indenizar os investidores. (Prado, 2018) O juiz de primeiro grau fundamentou a decisão com o seguinte entendimento:

(...) A frustração do acionista com a queda do valor de suas ações, ainda que em decorrência de gestão ruinosa ou de conduta fraudulenta da administração da sociedade anônima, não torna a última responsável civilmente pelo prejuízo do acionista. A responsabilidade, no caso de dano direto, é do próprio administrador, conforme previsto no artigo 159, §7º, da Lei nº6.404/76. Os atos de gestão do administrador tendentes a causar danos sociais podem fundamentar a responsabilidade interna do primeiro perante a companhia ou a ação social. Tais danos sociais tendem a indiretamente causar prejuízos indiretos ao acionista, como no caso em comento, hipótese na qual não tem o último a ação contra a sociedade anônima, igualmente lesada pela administração irregular, sob pena de se impor à companhia duplo prejuízo, isto é, além dos danos sentidos em decorrência da má gestão, também o dever de indenizar os acionistas pelo dano indireto. A pretensão do requerente, se acolhida, importaria ainda na imposição a todos os acionistas, inclusive o próprio autor, na medida de sua participação, do ônus da reparação de seu prejuízo (TJSP - Ap 1089065-29.2013.8.26.0100 - j. 10.04.2015 - Rel. Ramon Mateo Júnior - WEB. - Área do Direito: Civil; Comercial/Empresarial.) (São Paulo, 2014)

A Corte considerou que os prejuízos experimentados pelos acionistas configurariam apenas dano indireto, uma vez que a fraude não teria ocorrido no âmbito da atividade-fim da instituição financeira. Em virtude disso, a decisão indicou que a via adequada seria a propositura de uma ação social, na qual o acionista atuaria como substituto processual, buscando resguardar interesses da sociedade, e não direitos próprios. Assim, foi reconhecida a ilegitimidade ativa do investidor para pleitear, em nome próprio, reparação pelas perdas patrimoniais sofridas. (Prado, 2018)

A decisão, contudo, não se limitou às questões de ordem processual. O tribunal também destacou que o investimento no mercado de capitais envolve riscos inerentes, sugerindo que as perdas decorreram da interpretação subjetiva dos resultados financeiros então divulgados. Ressaltou-se, ainda, que a cotação das ações em bolsa não representa critério preciso para aferir o real valor de mercado da companhia, já que se trata de parâmetro volátil, sujeito à especulação e a múltiplas influências externas. (Prado, 2018)

A Corte enfatizou que o preço de mercado das ações não necessariamente reflete o valor patrimonial da empresa. Considerou-se, ademais, que o investidor teria alienado suas ações prematuramente, assumindo conscientemente os riscos envolvidos, sobretudo diante do aporte de capital realizado pelo acionista controlador após a revelação da fraude contábil. (Prado, 2018)

Nesse sentido o desembargador relator atribuiu os valores da ação e mera alea, instando que a análise é subjetiva:

Insta salientar que o investimento em bolsa de valores mobiliários é negócio de risco que tem suas regras básicas (ainda que não fixas), havendo rigoroso

controle por autarquia federal (Comissão de Valores Mobiliários, vinculada ao Ministério da Fazenda) e no caso em testilha, o apelante (na condição de investidor) arriscou, ainda que motivado em análise subjetiva dos resultados apresentados nos balanços contábeis. Sublinhe-se que a cotação das ações de uma companhia na bolsa de valores não serve como critério para avaliar o perfil da empresa, eis que os parâmetros utilizados no mercado de ações são voláteis, sofrendo especulações de investidores e diversas influências externas. Assim, como ressaltado, tendo em conta que o valor das ações cotado em bolsa de valores sofre oscilações significativas num mesmo dia, esse parâmetro não pode servir como fundamento para verificar o valor mercadológico da empresa. Nessa cadência, o valor do mercado das ações de uma companhia não é fixado com fundamento em seu valor patrimonial, mas sim por especulações financeiras, passíveis de oscilações mercadológicas, derivadas de fatores externos. De outro bordo, o Banco apelado sofreu abalo de caixa, mas “hoje encontra-se plenamente saneado administrativa, financeira e contabilmente” (fls.277), de modo que a prematura “venda das ações” pelo apelante no dia seguinte à segunda compra (justamente durante um momento de crise), foi sua opção de risco exclusiva (na condição de sócio e investidor), não tendo a sociedade anônima responsabilidade pela reparação dos danos sofridos pelo apelante, em razão da desvalorização das ações que adquiriu. Nessa esteira, também não se há de falar em lucros cessantes, vez que além de tudo, a pretensão é deduzida considerando as perspectivas de mercado que não necessariamente seriam atingidas, o que é decorrente da própria volatilidade inerente a este tipo de aplicação, alijando-se igualmente a pretensão por danos morais. Nessa linha a r. sentença deve ser mantida por seus próprios e bem lançados fundamentos, os quais ficam inteiramente adotados como razão de decidir para o desprovimento do recurso. Ante o exposto, nega-se provimento ao apelo. (TJSP - Ap 1089065-29.2013.8.26.0100 - j. 10.04.2015 - Rel. Ramon Mateo Júnior - WEB. - Área do Direito: Civil; Comercial/Empresarial.) (São Paulo, 2014)

Por fim, afastou-se a possibilidade de indenização por lucros cessantes, sob o argumento de que as expectativas de mercado não garantem resultados futuros. (Prado, 2018) Vale destacar que foi interposto agravo de instrumento em recurso especial e extraordinário o qual foi rejeitado pelo Supremo Tribunal de Justiça.

Observa-se que a decisão judicial não levou em conta a interdisciplinaridade necessária para elucidar o caso, entendeu-se que a variação de preços nos ativos negociados no mercado foi atribuída exclusivamente a especulação o que corre de encontro a teoria de Eugene Fama dos mercados eficientes, a regulamentação da norma deve caminhar juntamente com áreas de conhecimento sobre mercado financeiro. Não acolher o nexos de causalidade presente entre o preço dos ativos mobiliários e as informações disponíveis é uma forma de perpetuar o cenário ocorrido no mercado mobiliário brasileiro em 1971. (Prado, 2018)

### 3.2.2 Caso COBRASMA: Projeções Irreais

No caso Cobrasma, ocorrido em 1986, em pleno Plano Cruzado promovido pelo governo do Sarney afim de conter a alta inflação, a controvérsia girou em torno de informações consideradas enganosas pelo investidor, consistentes em projeções otimistas acerca da rentabilidade da empresa, veiculadas durante reuniões destinadas à captação de recursos junto ao mercado. (Prado, 2018)

O autor da ação judicial sustentou que adquiriu ações da companhia motivado pela expectativa de lucro divulgada pela empresa no contexto de um aumento de capital mediante oferta pública, exercendo, para tanto, seu direito de preferência. Segundo o investidor, os prognósticos positivos apresentados pela companhia durante os encontros com investidores teriam influenciado sua decisão de investimento. (Prado, 2018)

O Tribunal de Justiça de São Paulo, todavia, afastou o direito à indenização. A Corte entendeu que não havia nexo causal entre a conduta imputada à companhia e o suposto dano experimentado pelo investidor, uma vez que o exercício do direito de preferência se deu antes das reuniões em que foram feitas as projeções de rentabilidade. Assim, a aquisição das ações não teria sido influenciada pelas declarações posteriormente realizadas pela empresa. (Prado, 2018)

Além de resolver a controvérsia com base na ausência de nexo causal, a decisão avançou no exame do funcionamento do mercado de capitais, destacando que o investimento em ações, por sua natureza, envolve elevado grau de risco, sendo aconselhável apenas a profissionais especializados, os quais, ainda assim, estão sujeitos à possibilidade de perdas financeiras — como teria ocorrido com o autor da demanda. A Corte também ressaltou que o preço de emissão das ações não se baseou exclusivamente na expectativa de rentabilidade futura da empresa. O julgamento foi proferido em maio de 2000, não havendo informações disponíveis acerca da interposição de eventuais recursos. (Prado, 2018)

### 3.2.3 Caso OGX: Falhas Informacionais

O caso do Grupo EBX, liderado por Eike Batista, se tornou um dos maiores colapsos do mercado de capitais brasileiro. A OGX Petróleo e Gás S/A, criada em 2007, foi a principal empresa do conglomerado. Logo em seu início, captou 1,3 bilhão

de reais via oferta privada de ações e arrematou 75% dos blocos na 9ª Rodada da ANP. Em 2008, realizou um IPO histórico, levantando 6,7 bilhões de dólares, impulsionada por estimativas de reservas de até 6,7 bilhões de barris, baseadas em estudos da DeGolyer & MacNaughton. (Gasperoni, 2015)

Apesar dos alertas de risco e matérias jornalísticas sobre IPOs de empresas pré-operacionais, a OGX manteve, entre 2008 e 2010, uma série de divulgações positivas que elevaram seu valor de mercado a 75 bilhões de reais. Contudo, a partir de 2012, a empresa passou a reportar resultados abaixo do esperado, especialmente no campo Tubarão Azul, cuja produção era de apenas 5 mil barris por dia um quarto do previsto. (Gasperoni, 2015)

A crise de credibilidade provocou forte queda nas ações e na capacidade de financiamento da companhia, que, em 2013, pediu recuperação judicial. O colapso da OGX afetou todo o Grupo EBX, levando à venda de seus ativos e controle societário. Acionistas minoritários responsabilizaram Eike Batista por má gestão, *insider trading* e violação de deveres fiduciários, além de alegar omissão da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Administração. (Gasperoni, 2015)

Nesse contexto, a empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (OGX) tornou-se alvo de ações indenizatórias movidas por investidores pessoas físicas, que ajuizaram demandas contra o acionista controlador, Eike Fuhrken Batista, seu pai — que também atuava como administrador da companhia —, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os autores sustentaram que Eike, no exercício de suas funções, teria causado prejuízos e danos aos acionistas da empresa. A empresa OGX e o réu, “induziram seus investidores, mediante fraude, na negociação de suas ações, (OGXP3) na BM&F BOVESPA, a registrar prejuízos patrimoniais representados pela depreciação do valor dos títulos.” (Buschinelli, *et al*, 2015)

Em primeira instância, a ação foi julgada extinta sem análise do mérito por entender a incompetência da justiça federal sob o argumento de que a CVM não seria parte legítima para figurar no polo passivo da demanda. (Prado, 2018)

## CONCLUSÃO

Primordialmente, a pesquisa evidenciou que o acionista, ao investir seu capital, nutre uma expectativa legítima de retorno financeiro, cabendo à sociedade empresarial o dever de transparência (*full disclosure*), especialmente no que tange aos fatos relevantes da companhia. Contudo, a autonomia da pessoa jurídica, distinta da figura de seus administradores, não tem sido suficiente para fundamentar a responsabilização direta da companhia em casos de fraude informacional, devido à ausência de previsão legal específica e à divergência doutrinária sobre o tema.

Conclui-se que a responsabilidade civil das companhias abertas em casos de fraude informacional no mercado de capitais ainda enfrenta desafios significativos no ordenamento jurídico brasileiro. Embora o país tenha avançado em sua normatização e no fortalecimento de instituições como a CVM, persistem lacunas na proteção efetiva dos acionistas minoritários, especialmente quando comparado ao sistema norte-americano, que dispõe de mecanismos mais ágeis, como *class actions* e a *fraud-on-the-market theory*, capazes de assegurar reparação célere aos investidores lesados.

No Brasil, os obstáculos são evidentes, começando pela dificuldade probatória, que exige do investidor a comprovação do nexo causal entre a informação fraudulenta e o prejuízo sofrido, impondo-lhe um ônus excessivamente complexo. Além disso, as limitações processuais são marcantes, uma vez que a ausência de instrumentos equivalentes às *class actions*, tendo em vista que a Ação Civil Pública não concede legitimidade ativa direta ao acionista, restringe o acesso à tutela coletiva.

A jurisprudência predominante agrava esse cenário ao não reconhecer a responsabilidade civil direta da companhia, atribuindo a obrigação de indenizar apenas aos administradores. Outro ponto crítico é a insegurança jurídica quanto aos critérios para configurar danos indenizáveis, sem clareza sobre se bastaria a mera flutuação dos preços dos valores mobiliários, a comprovação de manipulação de mercado ou apenas a demonstração da confiança do investidor em informações inverídicas.

Para superar essas fragilidades, torna-se indispensável a modernização do marco regulatório, com a adoção de presunções de causalidade semelhantes às do direito norte-americano, a criação de instrumentos processuais adequados à realidade do mercado de capitais brasileiro e o fortalecimento de mecanismos de tutela coletiva.

Ademais, a uniformização de critérios jurisprudenciais para configurar danos e responsabilidades também é crucial para reduzir a insegurança jurídica.

Em síntese, a credibilidade e o desenvolvimento do mercado de capitais dependem diretamente da proteção eficiente dos investidores, sobretudo dos minoritários. Este estudo busca contribuir para essa reflexão, apontando caminhos normativos e práticos que possam promover um ambiente mais seguro e transparente, garantindo não apenas a reparação de danos, mas também a prevenção de novas fraudes. A efetividade dessas mudanças será fundamental para consolidar o papel estratégico do mercado de capitais no crescimento econômico do país.

## REFERÊNCIAS

ABREU, Alex de Souza. Fraude ao Mercado de Capitais e a responsabilidade civil objetiva da companhia perante os seus Investidores. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves. As Funções Da Informação No Mercado De Valores Mobiliários E Sua Divulgação Obrigatória: Análise De Decisões Judiciais Sobre A Responsabilidade Civil Da Companhia Aberta Por Violações Do Dever De Informar. Disponível em: <https://indexlaw.org/>. Acesso em: 26 mar. 2025.

ARAÚJO, Marina; PEIXOTO, Lana Bruno. Análise jurídico-económica do direito norte americano relativo à responsabilidade civil pela omissão de deveres de informação relevante aos investidores. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.); LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros (Coord.); WALD, Arnaldo (Coord.). A responsabilidade civil da empresa perante os investidores. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BRAGA, Lira Cassio. A nova regulamentação da CVM e o dever de informar nas companhias abertas. 2021. Disponível em: <https://juridicamente.info/a-nova-regulamentacao-da-cvm-e-o-dever-de-informar-nas-companhias-abertas/>. Acesso em: 26 mar. 2025.

BRASIL. Decisão do Superior Tribunal de Justiça, Recurso Especial N° 1.014.496 - SC 2007/0294327-4, Relatora Ministra Nancy Andrighi. j. 01.04.2008. Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=200702348176&dt\\_publicacao=24/11/2008](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=200702348176&dt_publicacao=24/11/2008). Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Decisão do Superior tribunal de Justiça, Recurso Especial nº 157.579/RS, Rel. Ministro Barros Monteiro, Rel. p/ Acórdão Ministro Cesar Asfor Rocha, Quarta Turma, julgado em 12/09/2006. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ATC?seq=2534643&tipo=3&nreg=>. Acesso em: 05/05/2-25

BRASIL. Instrução CVM 358/2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Instrução CVM 400/2002. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Disponível em:  
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20ofertas%20p%C3%ABlicas,e%20a%20Instru%C3%A7%C3%A3o%2088%2F88>. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Instrução CVM 476/09. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em:  
<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 23 mar. 2025.

BRASIL. Instrução CVM 480/2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em:  
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>. Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. LEI 10.303/2001. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em:  
[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm). Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. Lei 6.385/1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm). Acesso em: 23 mar. 2025.

BRASIL. Lei 6.404/1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm). Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL. LEI Nº 7.913/1989. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Disponível em:  
[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7913.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7913.htm). Acesso em: 28 mar. 2025.

BRASIL, LEI 7.492/1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em:  
[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7492.htm#:~:text=Art.%206%C2%BA%20Induzir%20ou%20manter,seis\)%20anos%2C%20e%20multa](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm#:~:text=Art.%206%C2%BA%20Induzir%20ou%20manter,seis)%20anos%2C%20e%20multa). Acesso em: 06/05/2025

BRASIL, LEI Nº 1.521/1951. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular. Disponível em:  
[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l1521.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l1521.htm). Acesso em: 06/05/2025

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (5. Turma). Recurso Especial 1214497/RJ. Recorrente: Rádio Clube de Pernambuco S/A e Outros. Recorrido: Martinho de Luna Alencar - Espólio. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Relator p/ Acórdão: Ministro Raul Araújo, Brasília, 23 de setembro de 2014. Disponível em:

[https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1\\_077732&num\\_registro=201001717553&data=20141106&formato=PDF](https://ww2.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1_077732&num_registro=201001717553&data=20141106&formato=PDF). Acesso em: 05/05/2025

BUSCHINELLI, G. S. K. In: CORDONIZ, G.; PATELLA, L. Comentários à Lei do Mercado de Capitais. Lei 6.385/1976. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CAMPINHO, Sérgio. Curso de direito comercial: sociedade anônima. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros; KUYVEN, Fernando. Sociedades anônimas. In: Tratado de Direito Empresarial, v. III, 2. ed. rev. e atual. (Coord.) Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

DE SOUZA, Liana dos Santos Gonçalves; SIMÕES DE SOUZA, Luiz Eduardo. A Casa Di San Giorgio (1407-1805) no ciclo sistêmico genovês: algumas considerações. História Econômica & História de Empresas, [S. l.], v. 23, n. 2, p. 255–279, 2020. DOI: 10.29182/hehe.v23i2.701. Disponível em: <https://www.hehe.org.br/index.php/rabphe/article/view/701>. Acesso em: 1 maio 2025.

EIZIRIK, Nelson. A “fraud-on-the-market theory” pode ser aplicada no direito societário brasileiro? In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EXPERT, XP. Ações ordinárias e preferenciais: diferenças e rentabilidade de cada. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/acoes-ordinarias/>. Acesso em: 25 mar. 2025.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, v.25, n.2, p. 383-414, mai 1970.

GASPERONI, Arthur José Ramo. O caso OGX: reflexões sobre alguns aspectos do pleito indenizatório requerido pelos acionistas minoritários em juízo. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/44532/>. Acesso em: 06 abr. 2025.

JR SCOFIELD, Gilberto; D'ERCOLE, Ronaldo. PanAmericano, a novela de uma fraude contábil. Disponível em: <https://extra.globo.com/economia-e-financas/panamericano-novela-de-uma-fraude-contabil-1279103.html>. Acesso em: 07 abr. 2025.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A lei das S.A., v. I, 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

MACARINI, José Pedro. Um aspecto da política econômica do “Milagre Brasileiro”. A política de Mercado de Capitais e a bolha especulativa 1969 – 1971. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ee/a/4pfWcvtFyPpkQhfvbDN8crw/>. Acesso em: 24 mar. 2025.

MAIA, Gabriela. Bolsa de Valores: Guia completo para começar a investir! Disponível em:

<https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/bolsa-de-valores/>. Acesso em: 24 mar. 2025.

MATOS, Frederik Luiz Andrade. O Comércio Das “Drogas Do Sertão” Sob O Monopólio Da Companhia Geral Do Grão-Pará E Maranhão (1755-1778). 2019. Tese (Pós-Graduação em História Social da Amazônia) - Programa De Pós-Graduação Em História Social Da Amazônia Instituto De Filosofia E Ciências Humanas da Universidade Federal Do Pará, Pará, 2019.

PRADO, Viviane Muller. A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores – Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2018.

REIS, Tiago. Assembleia Geral Extraordinária: saiba o que é e saiba como funciona. 2018. Disponível em:

<https://www.sunos.com.br/artigos/assembleia-geral-extraordinaria/>. Acesso em: 05 maio 2025.

REIS, Tiago. Assembleia Geral Ordinária: entenda o que é e como ela funciona. 2018. Disponível em:

<https://www.sunos.com.br/artigos/assembleia-geral-ordinaria/>. Acesso em: 05 maio 2025.

REIS, Tiago. Sociedade Anônima: como funciona esse tipo de empresa?. 2018. Disponível em:

<https://www.sunos.com.br/artigos/sociedade-anonima/>. Acesso em: 05 maio 2025.

RODRIGUES, Ana Caroline. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. 2012. Tese (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em:

<https://revistajuridica.presidencia.gov.br/index.php/saj/article/view/98>. Acesso em: 24 mar. 2025.

DA SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves. Violação do dever de informar pela companhia aberta: caracterização e imputação do ato à pessoa jurídica. Rio de Janeiro, n. 30, p. 258-284, jan./jun. 2022.

TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil, *apud* DUBÉUX, Julio Ramalho. A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

WESTIN, Ricardo. Criado há 170 anos, Banco do Brasil era privado e financiou a Guerra do Paraguai. Agência Senado, 2023. Disponível em:

<https://www12.senado.leg.br/noticias/especiais/arquivo-s/criado-ha-170-anos-banco-do-brasil-era-privado-e-financiou-a-guerra-do-paraguai>. Acesso em: 01 maio 2025.