

DAPHNE NORONHA HACHUL

PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Associada Doutora Cíntia Rosa Pereira de Lima

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

DAPHNE NORONHA HACHUL

Proteção jurídica do investidor-consumidor

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Civil, sob a orientação da Professora Associada Doutora Cíntia Rosa Pereira de Lima.

Versão corrigida em 06 de agosto de 2018.

A versão original, em formato eletrônico (PDF), encontra-se disponível na CPG da Unidade.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

Hachul, Daphne Noronha

Proteção Jurídica do Investidor-Consumidor / Daphne Noronha Hachul;
orientadora Cíntia Rosa Pereira de Lima - São Paulo, 2018. 147 p.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Civil) -
Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2018.

1. direito do consumidor. 2. investidor. 3. mercado de capitais. 4. fundo de
investimento. 5. Código de Defesa do Consumidor.

I. Lima, Cíntia Rosa Pereira de, orient. II. Título

DAPHNE NORONHA HACHUL

PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Civil, sob a orientação da Professora Associada Doutora Cíntia Rosa Pereira de Lima.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura _____

Prof. Dr. _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura _____

Prof. Dr. _____
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2018

*Ao meu amor, Renato Losinskas
Hachul, meu alento, meu porto seguro e
minha coragem, por tudo que
representa na minha vida.*

AGRADECIMENTOS

À minha família pela insistência na continuidade dos estudos, em especial à minha mãe, pela demonstração de força e fé, mesmos nos momentos mais difíceis.

Ao meu querido marido, Renato Losinskas Hachul, que suportou todas as minhas angústias e momentos conturbados, por sempre acreditar nos meus objetivos e sonhos, pelas considerações e auxílios na discussão sobre o tema.

À Professora Cíntia Rosa Pereira de Lima, pela oportunidade de estar sob a sua orientação, por acreditar no tema e pelas fundamentais considerações e contribuições ao desenvolvimento da presente dissertação, bem como por todos os momentos alegres e desafiadores vividos.

Ao Professor Rui Geraldo Camargo Viana, acadêmico e profissional do Direito admirável e inspirador, pelo apoio e incentivo à vida acadêmica.

Aos amigos e companheiros de mestrado, Caroline Narvaez Leite e Wévertton Gabriel Gomes Flumignan, por compartilharem seus conhecimentos jurídicos, pelas experiências trocadas, pela força e pelo apoio constante e, em especial à Lívia Forner Moreno Ramiro, que se tornou uma grande amiga, pela força constante para a conclusão da dissertação. Sem eles o caminho no mestrado não teria sido tão gratificante e enriquecedor.

Às amigas queridas da Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie pelo constante apoio, considerações e incentivos à finalização da dissertação.

RESUMO

HACHUL, Daphne Noronha. Proteção jurídica do investidor-consumidor. 146 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

O presente estudo tem como objeto a proteção jurídica do investidor no mercado de capitais. Para tanto, é analisada qual a tutela mais adequada para a defesa de seus direitos, conforme as correntes doutrinárias e a evolução do entendimento jurisprudencial. Foi abordado o arcabouço jurídico do mercado financeiro, em especial do mercado de capitais, bem como a esfera jurídico-contratual do investidor como consumidor, para identificar como a extensão dos direitos e garantias fundamentais nas relações privadas atingem as relações contratuais do mercado de capitais, em especial nas relações que envolvem os fundos de investimento. Um aspecto importante do estudo é o desenvolvimento do conceito de investidor-consumidor e a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações entre investidores e as instituições financeiras do mercado de capitais. Ainda, para compreender de que forma o investidor encontra-se protegido no mercado, foram abordados os direitos da informação adequada, transparência, liberdade de escolha, noção de risco do investimento realizado, proibição de publicidade enganosa e abusiva e a de garantia de rendimento, bem como direito à efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, individual e coletivamente. Por fim, foram analisados os julgamentos de casos concretos pelo Superior Tribunal de Justiça, a fim de verificar o entendimento emanado pela Corte Superior sobre a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações contratuais no mercado de capitais, identificando a tutela reparatória que vem sendo aplicada, e demonstradas as dificuldades e os desafios em se garantir uma efetiva proteção do investidor-consumidor no atual cenário do arcabouço jurídico do mercado de capitais.

Palavras-chave: consumidor – investidor – mercado de capitais – fundo de investimento – Código de Defesa do Consumidor

ABSTRACT

HACHUL, Daphne Noronha. The legal protection of the investor-consumer. 146 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

This paper will study the legal protection of the investor in the capital market. To do so, will be analyzed what is the most appropriate tutelage for a defense of their rights, according to doctrinal currents and jurisprudential understanding. It will analyse the capital market framework, as well as the legal-contractual sphere of investors as a consumer, to identify how the extension of the fundamental rights and guarantees in private relations acts in the contractual relations of the capital market, especially in relations involving the investment funds. An important aspect of the study is the development of the concept of investor and the application of the Consumer Defense Code for relations between investors and the financial institutions of the capital market. Also, to understand how the investor are protected, will address the legal rights of appropriate information, transparency, free choice, notion of risk with work, prohibition of misleading and abusive advertising, prohibition of results guarantee, and the right to effective prevention and redress of pecuniary and moral damages, individually and collectively. Finally, will be analysed the judgments of specific cases by the High Court of Justice, an end to verify the understanding issued by the High Court on an application of the Consumer Defense Code in contractual relations in the capital market, identifying the difficulties and challenges in guaranteeing an effective protection of the investor-consumer in the current scenario of the legal framework of the capital market.

Keywords: consumer – investor – capital market – investment fund – Consumer Protection Code

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. A DEFESA DO CONSUMIDOR E O MERCADO DE CAPITAIS	
1.1. Da ordem econômica na Constituição Federal e a defesa do consumidor.....	14
1.2. Organização e funcionamento do mercado de capitais: aspectos necessários para a compreensão do tema	
1.2.1. O mercado de capitais como segmento do mercado financeiro: conceitos, natureza jurídica e funções.....	18
1.2.2. Agentes do mercado de capitais no Brasil.....	23
1.2.3. Os valores mobiliários e os fundos de investimento.....	36
2. O CONSUMIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS	
2.1. Os sujeitos na relação de consumo no mercado de capitais.....	39
2.1.1. O conceito jurídico de investidor como consumidor.....	40
2.1.2. O conceito jurídico de fornecedor na relação de consumo de investimentos.....	49
2.2. O objeto e a remuneração dos fornecedores na relação de consumo de investimentos.....	50
2.3. Todo investidor pode ser considerado consumidor no mercado de capitais?.....	56
3. OS CONTRATOS NO MERCADO DE CAPITAIS	
3.1. A crise dos contratos e a sua massificação: a absorção do contrato de adesão pelos mercados financeiro e de capitais.....	62
3.2. A função social, a boa-fé objetiva e a necessidade de equilíbrio nas relações contratuais no mercado de capitais.....	68
3.3. A aproximação principiológica entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil: o diálogo das fontes aplicado ao mercado financeiro e de capitais.....	75

3.4. O contrato no fundo de investimento e a sua natureza jurídica.....	83
4. TUTELA JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DISCIPLINADA PELO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR E PELA REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: PRINCIPAIS DIREITOS PROTETIVOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR-CONSUMIDOR	
4.1. A informação adequada e a transparência.....	89
4.2. A liberdade de escolha e a igualdade nas contratações, a noção de risco e do investimento realizado.....	100
4.3. A proibição de publicidade enganosa e abusiva e de garantia de rendimento.....	106
4.4. A adequação do investimento ao perfil do investidor (<i>suitability</i>).....	110
4.5. A reparação individual e coletiva por danos materiais e morais.....	115
5. OS DESAFIOS DA PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS	
5.1. As proposições do Superior Tribunal de Justiça sobre o investidor-consumidor no mercado de capitais.....	122
5.2. Breves considerações sobre as dificuldades e desafios na efetivação das normas protetivas do investidor-consumidor.....	128
CONCLUSÃO.....	132
REFERÊNCIAS.....	135

INTRODUÇÃO

A relação jurídica no mercado de capitais, em especial nos fundos de investimentos, e os direitos protetivos do investidor, é matéria que tem avançado na doutrina e na jurisprudência no Brasil.

O mercado de capitais representa uma das principais alavancas de desenvolvimento da economia de um país, porém, no Brasil, a tradição ainda é de desestímulo à aplicação em renda variável, em virtude da vulnerabilidade do setor, o qual depende de serviços e agentes especializados, garantia de informação clara e transparência, bem como de legislação complexa para evitar violações e abusos de direito.

Como o mercado de valores mobiliários e o número de investidores avança, especialmente aqueles eventuais, ou seja, não profissionais ou qualificados, assume-se cada vez mais a importância da intervenção do Direito, a fim de se sistematizar as regras necessárias para assegurar o equilíbrio das funções das instituições financeiras e dos agentes do mercado de capitais, com o bem-estar social.

A atualidade do tema e sua importância decorrem, ainda, da evidente massificação das relações contratuais, com a necessidade de se fazerem presentes princípios sociais como o da função social do contrato, da boa-fé objetiva e do equilíbrio contratual.

O enfrentamento da proteção do investidor, além disso, decorre também da necessidade de se desenvolver e buscar efetivamente o conceito de investidor como consumidor, e entender a tutela mais adequada para a defesa de seus direitos, conforme as correntes doutrinárias e a evolução do entendimento jurisprudencial.

O estudo do arcabouço jurídico do mercado financeiro, em especial do mercado de capitais, bem como da esfera jurídico-contratual do investidor como consumidor, representa identificar como a extensão dos direitos e garantias fundamentais nas relações privadas atingem as relações contratuais do mercado de capitais, em especial nas relações que envolvem os fundos de investimento.

Para a compressão da tutela jurídica do investidor-consumidor analisou-se institutos como a informação adequada, a transparência, a liberdade de escolha, a

noção de risco e do investimento realizado, a proibição de publicidade enganosa e abusiva e a de garantia de rendimento, bem como direito à efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, individual e coletivamente.

Estruturou-se a realidade da proteção administrativa, civil e consumerista do investidor no Brasil, destacando o seu tratamento especial, por meio da identificação dos institutos protetivos materiais voltados para o investidor do mercado de capitais, representando o presente estudo em uma conscientização do mercado de capitais, representado pelos diversos intermediários financeiros e profissionais do setor, em garantirem e respeitarem tais institutos ética, contratual e normativamente.

A preocupação com uma ordem econômica-social e com o equilíbrio nas relações contratuais, em especial aquelas cujo objeto trata de conceitos técnicos e específicos, impõe considerar, em determinadas situações, o investidor como vulnerável e sujeito de proteção como consumidor.

A complexidade do mercado de capitais e a especificidade da matéria dificultam a correta e justa aplicação dos direitos dos investidores nos casos concretos pelo Poder Judiciário, o que também impõe delimitar-se o arcabouço jurídico e as responsabilidades a serem impostas aos violares dos direitos de proteção dos investidores no mercado de capitais.

Para tanto, em primeiro lugar, destacou-se a proteção constitucional do consumidor, bem como delimitou-se o regime jurídico do mercado de capitais, o que permitiu a análise dos agentes e dos serviços financeiros voltados para os investimentos.

No momento subsequente, desenvolveu-se o conceito de investidor como consumidor e a relação de consumo existente com os fornecedores intermediários financeiros, bem como delimitou-se a esfera jurídico-contratual aplicada ao investidor no mercado de capitais, mediante análise dos princípios gerais contratuais e os contratos de fundos de investimentos e sua natureza jurídica, destacando a possibilidade de aplicação da teoria do diálogo das fontes na solução dos casos concretos envolvendo essas relações especiais de consumo.

O passo seguinte foi de analisar os principais direitos protetivos do investidor no mercado de capitais previstos no Código de Defesa do Consumidor, bem como na regulação e na autorregulação.

Por fim, foram analisados os julgamentos de casos concretos pelo Superior Tribunal de Justiça, a fim de verificar o entendimento emanado pela Corte Superior sobre a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações contratuais no mercado de capitais, identificando a tutela reparatória que vem sendo aplicada, e demonstradas as dificuldades e os desafios em se garantir uma efetiva proteção do investidor-consumidor no atual cenário do arcabouço jurídico do mercado de capitais.

A observância dos institutos de proteção do investidor como consumidor, refletirão, embora sujeitos aos riscos de tal mercado, no aumento da confiança do investidor no mercado de capitais.

Diante disso, acreditando na interação entre as fontes do direito e na necessidade de estruturação do arcabouço jurídico que envolve o mercado de capitais, sistematiza-se no presente estudo a compreensão do investidor como consumidor e sujeito de direitos, contribuindo para discussões futuras sobre a proteção do investidor no mencionado setor, em especial no sentido de que a legislação incidente se torne mais acessível e de melhor compreensão do funcionamento, dos deveres, das obrigações e dos direitos dos agentes do mercado de capitais, de modo a garantir um eficiente acesso do investidor-consumidor ao mercado de capitais e a garantia de uma tutela preventiva e reparatória.

1. A DEFESA DO CONSUMIDOR E O MERCADO DE CAPITAIS

1.1. Da ordem econômica na Constituição Federal e a defesa do consumidor

O preceito contido no caput do artigo 170 da Constituição Federal de 1988 afirma que “a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios”.

As Constituições brasileiras anteriores, salvo a de 1937, dispuseram sobre a “ordem econômica e social”, cuidando, a de 1988, de duas ordens, uma “econômica”, outra “social”¹.

Todavia, cumpre ressaltar que a ordem econômica está vinculada ao desenvolvimento econômico em concomitância com o social, mais precisamente em benefício do social, devendo a atividade econômica ser planejada de maneira integrada por parte do Estado, voltada para a promoção do bem-estar dos cidadãos, de acordo com Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery².

Além do fim previsto na Carta Magna, a ordem econômica está pautada em princípios elencados no próprio artigo 170, quais sejam, (i) soberania nacional; (ii) propriedade privada; (iii) função social da propriedade; (iv) livre concorrência; (v) defesa do consumidor; (vi) defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (vii) redução das desigualdades regionais e sociais; (viii) busca do pleno emprego; (ix) tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Com efeito, para o presente estudo, há de se destacar o que vem a ser a “defesa do consumidor”, constante no mesmo artigo 170, inciso IV, porém, sem antes, sucintamente, destacar o que vem a ser a “livre iniciativa”, constante no

¹ “(...) embora a expressão ‘ordem econômica’ tenha sido incorporada à linguagem dos juristas e do Direito a partir da primeira metade deste século – o que introduziria a afirmação de que a ordem econômica, parcela da ordem jurídica, aparece como uma inovação do século, produto da substituição da ordem jurídica liberal por uma ordem jurídica intervencionista -, a verdade é que sempre contiveram, as Constituições escritas, normas que se podem designar pela expressão.” (GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 16ª ed. – São Paulo: Malheiros, 2014, p. 70).

² NERY JUNIOR, Nelson e Rosa Maria de Andrade Nery. *Constituição Federal Comentada e legislação constitucional*. 2ª ed. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 640.

caput do referido artigo 170, a qual aparece também como fundamento da República Federativa do Brasil, no artigo 1º, inciso IV, da Constituição Federal, “valor social da livre iniciativa”.

A “livre iniciativa” é um termo de conceito extremamente amplo, mas, em primeiro lugar, deve ser entendida como desdobramento da liberdade, não podendo se restringir apenas à ideia de liberdade econômica ou de liberdade de iniciativa econômica.

Isto porque, a liberdade é consagrada, principiologicamente, como fundamento da República Federativa do Brasil e como fundamento da ordem econômica, e uma das faces da “livre iniciativa” se expõe como liberdade econômica, ou liberdade de iniciativa econômica, cujo titular é a empresa, que em sua raiz (édito de Turgot de 09 de fevereiro 1776; decreto d’Allarde, de 2-17 de março de 1791; Lei Le Chapelier – Decreto de 14-17 de junho de 1791), era expressão de uma garantia de legalidade³.

Para Eros Grau, podem ser divisados no princípio, em sua dupla face (liberdade de comércio e indústria e enquanto liberdade de concorrência), bem como a distinção entre público e privado, equacionando o seguinte quadro de exposição de sentidos:

- “a) liberdade de comércio e indústria (não ingerência do Estado no domínio econômico):
 - a.1) faculdade de criar e explorar uma atividade econômica e título privado – liberdade pública;
 - a.2) não sujeição a qualquer restrição estatal senão em virtude de lei – liberdade pública;
- b) liberdade de concorrência:
 - b.1) faculdade de conquistar a clientela, desde que não através de concorrência desleal – liberdade privada;
 - b.2) proibição de formas de atuação que deteriam a concorrência – liberdade privada;
 - b.3) neutralidade do Estado diante do fenômeno concorrencial, em igualdade de condições dos concorrentes – liberdade pública.”⁴

Esta liberdade compreende a liberdade de se lançar na atividade econômica, sendo “assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica” (artigo 170, parágrafo único, CF), devendo as leis restritivas da liberdade de

³ GRAU, Eros Roberto. *Op. cit.*, p. 200-201.

⁴ *Ibidem*, p. 201-202.

iniciativa econômica observar o conteúdo essencial dos direitos fundamentais, funcionando como um limite negativo à atuação do legislador, vislumbrando-se nesta assertiva uma dignificante proteção da pessoa humana⁵.

Conforme explica Fábio Konder Comparato, a proteção da figura do consumidor nos textos constitucionais apareceu pela primeira vez na Constituição espanhola de 1978, que em seu artigo 51 dispôs que os poderes públicos garantirão a defesa dos consumidores e usuários, protegendo, mediante procedimentos eficazes, a segurança, a saúde e os legítimos interesses econômicos dos mesmos, bem como que os Poderes Públicos estão obrigados a informar e a educar os consumidores e usuários, a fomentar suas organizações e a ouvi-las em todas as questões que possam afetar os interesses por elas defendidos⁶.

Esse ingresso da figura do consumidor nos textos constitucionais ocorreu em razão de que o próprio direito do consumidor como realização de uma política pública, foi algo novo na evolução do Direito, de acordo com Fábio Konder Comparato, que data a sua origem ao ano de 1962, quando o Presidente Kennedy definiu quatro direitos fundamentais dos consumidores: o direito à segurança, o direito à informação, o direito de escolha e o direito de ser ouvido ou consultado⁷.

Mônica Herman Salem Caggiano afirma que “a tendência de robustecimento do polo dos consumidores dimana da própria exigência de, em homenagem à isonomia, introduzir-se a garantia do equilíbrio na relação de consumo”, concluindo que:

“No seu contexto, no âmbito da sociedade contemporânea, denominada por sofisticadas e altamente especializadas técnicas de *merchandising* e por grupos econômicos extraordinariamente poderosos, a posição do consumidor apresenta-se de extrema fragilidade, precariedade que, não raras vezes, conduz à

⁵ PETTER, Lafayete Josué. *Princípios Constitucionais da Ordem Econômica: o significado e o alcance do art. 170 da Constituição Federal*. 2ª ed. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 180.

⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *A proteção ao consumidor na Constituição brasileira de 1988*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Mercantil, RDM 80/66, out.-dez./1990), p. 175-176.

⁷ *Ibidem*, p. 176.

inocuidade a máxima igualitária um dos pilares da nossa ordem jurídica”⁸.

Segundo Eros Grau, a promoção da defesa do consumidor há de ser lograda mediante a implementação de específica normatividade e de medidas dotadas de caráter interventivo, sendo nítido o caráter conformador da ordem econômica⁹.

Na Constituição brasileira de 1988, além do artigo 48 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, já efetivado com a promulgação da Lei nº 8.078 de 1990, e do artigo 170, inciso V, há diversas normas destinadas à proteção de consumidores ou usuários de serviços (artigos 5º, XXXII; 24, inciso VIII; 150, § 5º; 175, § único; 220, § 4º e 221).

Contudo, como destaca Fábio Konder Comparato, são as normas do artigo 5º, inciso XXXII – “o Estado promoverá na forma da lei a defesa do consumidor”, inserida no título dos direitos e garantias fundamentais –, e do artigo 170, inciso V – proteção do consumidor como princípio da ordem econômica –, que definem o lugar do consumidor no sistema constitucional brasileiro¹⁰.

Como discorre Bruno Miragem, a figura do consumidor resta identificada como sujeito específico, titular de um direito subjetivo constitucional, tanto na consagração do direito do consumidor como direito fundamental (artigo 5º, inciso XXXII, CF), no seu estabelecimento como princípio da ordem econômica (artigo 170, inciso V, CF), quanto na previsão expressa da responsabilidade por dano (artigo 24, inciso VIII, CF), daí porque a referência de relação de consumo do Código de Defesa do Consumidor, constitui uma estratégia legislativa para identificar a partir desta um dos seus sujeitos e determinar-lhe a proteção, ou seja, há uma determinação constitucional de proteção do consumidor e não do consumo¹¹.

⁸ CAGGJANO, Mônica Herman Salem. *Código do Consumidor – aspectos constitucionais*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista dos Tribunais, RT 666/58, abr./1191), p. 381.

⁹ GRAU, Eros Roberto. *Op. cit.*, p. 249.

¹⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *Op. cit.*, p. 178-179

¹¹ MIRAGEM, Bruno. *O direito do consumidor como direito fundamental*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 43/111, jul.-set./2002), p. 182.

A defesa do consumidor como princípio de desenvolvimento econômico, assume um papel de valor que deve ser atendido pela ordem econômica do Estado, estando entre os princípios gerais da ordem econômica, de modo que não se distingue a defesa do consumidor hierarquicamente dos demais princípios econômicos declarados no artigo 170.

Nesse sentido, Fábio Konder Comparato muito bem questiona se a proteção do consumidor deve subordinar-se ao princípio da liberdade empresarial, dentre outras questões, concluindo:

“(…) a interpretação dos princípios constitucionais não pode ser feita em função, unicamente, de sua localização no texto. Seria isto sucumbir à mera aparência da exegese literal do direito; método universalmente desprezado, nos dias que correm. Não há, pois, como se negar que o princípio constitucional de proteção ao consumidor tem, pelo menos, a mesma importância hierárquica que o da livre iniciativa e atuação empresarial”¹².

Portanto, a política de proteção ao consumidor é configurada como princípio constitucional e o seu desrespeito pode configurar uma inconstitucionalidade comissiva ou omissiva. É que as normas de caráter programático impõem a realização de uma política pública, havendo uma dupla eficácia: negativa e positiva, pois de um lado não pode o legislador, ou a administração pública, editar norma conflitante com o objetivo do programa constitucional e, de outro lado, os Poderes Públicos têm o dever de desenvolver esse programa, por meio de uma ação coordenada¹³.

1.2. Organização e funcionamento do mercado de capitais: aspectos necessários para a compreensão do tema

1.2.1. O mercado de capitais como segmento do mercado financeiro: conceitos, natureza jurídica e funções

O modelo bancário trazido ao Brasil pelo Império foi o europeu, sendo considerado como atividade bancária as operações de depósitos e empréstimos

¹² COMPARATO, Fábio Konder. *Op. cit.*, p. 182.

¹³ *Ibidem*, p. 183-184.

(descontos), guardando uma característica excessivamente nobre ou austera, tendo como exemplo desse rigor, as gerências operacionais, as quais obrigatoriamente deveriam manter contato com o público e ficavam situadas no fundo das agências, com suas portas muito bem trancadas¹⁴.

Com o regime revolucionário, é no período de 1964 a 1994 que se iniciou a reforma bancária, por meio da edição de três leis, quais sejam, a Lei nº 4.380/1964, que criou o Sistema Financeiro de Habitação, a Lei nº 4.595/1964, que reestruturou o Sistema Financeiro Nacional e, a Lei nº 4.728/1965, que reestruturou o mercado de capitais, substituída pela Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, todas ainda em plena vigência.

As tentativas mais efetivas de reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, frente às crises econômica e bancária, foram impedidas pela redação original do referido artigo 192 da Constituição Federal de 1988, bem como pela interpretação que supostamente recebeu do Supremo Tribunal Federal no sentido de exigência de uma lei complementar única para regular o sistema.

Entretanto, deixou de existir tal exigência, com a Emenda Constitucional 40/2003, a qual abriu ao Legislativo a possibilidade de uma efetiva reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, o qual surgiu como um projeto mais estruturante, para a criação de um verdadeiro mercado financeiro ainda não institucionalizado.

A Constituição Federal do Brasil, portanto, no seu Capítulo IV do Título VII, intitulado “Da Ordem Econômica e Financeira”, passou a dispor em seu artigo 192 que o sistema financeiro nacional seria regulado por leis complementares, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade¹⁵.

A referida redação do artigo 192, da Constituição Federal, foi dada pela Emenda Constitucional 40, de 29/05/2003 (DOU 30/05/2003), revogando o texto anterior que trazia algumas diretrizes a serem seguidas pelo legislador, porém em

¹⁴ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 19ª ed. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013, p. 03.

¹⁵ "O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram."

sua nova redação, restou apenas um *caput*, atribuindo-se toda a regulação do setor à legislação complementar, como já o era anteriormente de forma mais detalhada.

A partir de então, com o novo texto de lei dado ao artigo 192 da Constituição Federal, o qual atribuiu toda a regulação do setor à legislação complementar, como já o era anteriormente de forma mais detalhada, possibilitou-se ao legislador nacional verificar a adequação da legislação de regência do Sistema Financeiro Nacional às demandas atuais, aperfeiçoando-a.

O Sistema Financeiro Nacional, de acordo com Alexandre Assaf Neto, é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privadas, por meio do qual se viabiliza a relação entre agentes carentes de recursos para investimentos e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia¹⁶.

Sendo um conjunto de instituições financeiras, bancárias/monetárias¹⁷ ou não bancárias/não monetária¹⁸ e instrumentos financeiros que visam transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas físicas, pessoas jurídicas e governo) superavitários para os deficitários, por meio das quais se tem um processo de distribuição de recursos no mercado, é que se evidencia a função econômica e social do sistema financeiro.

O Sistema Financeiro Nacional compreende quatro grandes mercados ou segmentos, quais sejam, o mercado financeiro, o mercado de capitais, o mercado de seguros privados e capitalização e, por fim, o mercado de previdência complementar, sendo que no presente estudo abordaremos o mercado de capitais.

O mercado financeiro é o conjunto de instituições normas e práticas que viabilizam as relações financeiras entre credores (agentes superavitários) e devedores (agentes deficitários).

O mercado financeiro pode ser considerado como elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, e uma das características principais desse

¹⁶ “Por agentes carentes de recursos entende-se aqueles que assumem uma posição de tomadores no mercado, isto é, que despendem em consumo e investimento valores mais altos que suas rendas. Os agentes superavitários, por seu lado, são aqueles capazes de gastar em consumo e investimento menos do que a renda auferida, formando um excedente de poupança.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 7ª ed. – São Paulo: Atlas, 2007, p. 44).

¹⁷ São aquelas a quem se permite a criação de moeda por meio do recebimento de depósitos a vista, sendo representadas fundamentalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. (*Ibidem*, p. 45).

¹⁸ São aquelas que não estão legalmente autorizadas a receber depósitos a vista, inexistindo, portanto, a faculdade de criação de moeda, como as sociedades corretoras, bancos de investimento, sociedades de arrendamento mercantil. (*Ibidem*, p. 45).

mercado é a intermediação financeira especializada, sendo regido principalmente pela Lei nº 4.595/64, a qual dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

O mercado de capitais é um segmento específico do mercado financeiro, em que a transferência de recursos dos poupadores/agente superavitários para os investidores/agentes deficitários ocorre mediante colocação de títulos e valores mobiliários emitidos pelas empresas, como ações e debêntures, negociados especialmente em Bolsa de Valores e Mercado de Balcão, sem a necessária intermediação do sistema bancário, sendo regido principalmente pela Lei nº 4.728/1965, a qual disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, e pela Lei nº 6.385/1976, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

O artigo 1º da Lei nº 4.728/65 dispõe que os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil.

Ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central foram conferidos atribuições legais relativas com a finalidade de (i) facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem; (ii) proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; (iii) evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; (iv) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; (v) disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; (vi) regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio (artigo 2º).

De acordo com a Lei nº 4.728/1965, compete ao Banco Central (i) autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bolsas de Valores; (ii) autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores (artigos 8º e 9º) e das sociedades de investimento; (iii) autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das instituições financeiras, sociedades

ou firmas individuais que tenham por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários; (iv) manter registro e fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerçam as atividades de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais; (v) registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bolsas de Valores; (vi) registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais; (vii) fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados; e proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais; (viii) fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valores mobiliários colocados no mercado de capitais; (ix) manter e divulgar as estatísticas relativas ao mercado de capitais, em coordenação com o sistema estatístico nacional; (x) fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso (artigo 3º).

Em conjunto com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da Lei nº 6.385/1976, adveio a Lei nº 6.404/1976, a qual dispõe sobre as sociedades por ações, propondo a apresentação de regras consistentes para um mercado até então incipiente no Brasil.

De acordo com Otavio Yazbek, o mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros, ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro, visando, especialmente, a repartição de riscos, o financiamento das atividades econômicas e a redução dos custos de transação¹⁹.

Conforme explica, as análises sobre as finalidades do mercado financeiro se apoiam em apenas uma delas, considerando que a função básica do sistema financeiro é a de mobilizar e canalizar recursos para atividades produtivas, ou seja, transformar poupança (excedente não consumido) em investimento, afirmando que

¹⁹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 125.

a partir daí o “mercado financeiro” é cindido em duas espécies, “mercado financeiro em sentido estrito” e o “mercado de capitais”²⁰.

No mercado financeiro, essa mobilização e canalização são realizadas por meio de um intermediário financeiro entre o investidor e o beneficiário do investimento (“mercado de crédito” ou “mercado bancário”).

No mercado de capitais, por outro lado, a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário, a partir da emissão pelo beneficiário de obrigações primárias ou diretas (ações, por exemplo), adquirida pelo prestador de recursos, por meio de estruturas de intermediação, os quais são intervenientes, prestando serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes²¹.

O mercado de capitais seria aquele em que são realizadas as operações de longo prazo ou de prazo indeterminado, destinadas ao financiamento de atividades empresariais, assim como processos de securitização, permissivos do “alongamento do perfil” das dívidas das empresas – conforme a natureza da operação e as finalidades pretendidas, podem dela participar bancos de investimento, instituições de fomento (como o BNDES) e sociedades corretoras e distribuidoras²².

Diante disso, entendemos para os fins do presente estudo, que o mercado de capitais pode ser considerado como um segmento do mercado financeiro, no qual se negociam ativos regulados por meio da Comissão de Valores Mobiliários, sob supervisão também do Banco Central do Brasil.

1.2.2. Agentes do mercado de capitais no Brasil

O sistema financeiro nacional é constituído por um subsistema normativo ou de supervisão, que regula e controla o subsistema operativo, que é constituído pelas instituições financeiras públicas ou privadas, que atuam no mercado financeiro.

As instituições financeiras que operam no mercado podem ser classificadas segundo a natureza das obrigações que emitem (bancárias ou não bancárias) e

²⁰ *Ibidem*, p. 126.

²¹ *Ibidem*, p. 126.

²² *Ibidem*, p. 127.

tipos de operações que estão autorizadas a realizar (crédito ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários).

Segundo o artigo 17 da Lei nº 4.595/1964, consideram-se instituições financeiras as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Para os efeitos da referida lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual (parágrafo único do artigo 17).

Conforme o artigo 18 da Lei nº 4.595/1964, as instituições financeiras, quando forem estrangeiras, somente poderão funcionar no país mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil ou decreto do Poder Executivo.

O parágrafo primeiro do referido artigo dispõe que também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

O subsistema normativo se responsabiliza por fazer regras para que se definam parâmetros para transferência de recursos entre uma parte e outra, além de supervisionar o funcionamento de instituições que façam atividade de intermediação monetária.

O subsistema de supervisão é formado por: Conselho Monetário Nacional, Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, Conselho Nacional de Seguros Privados, Superintendência de Seguros Privados, Brasil Resseguros, Conselho de Gestão da Previdência Complementar e Secretaria de Previdência Complementar.

Dentre tais órgãos, destaca-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei nº 6.385/1976, como o principal órgão regulador do mercado de

capitais, a qual se responsabiliza por regular o mercado de capitais e seus agentes econômicos, disciplinando e fiscalizando a emissão e distribuição de valores mobiliários, assim como sua consequente negociação e intermediação, mediante um sistema de regulação que combina a esmerada persecução dos interesses das companhias abertas com a proteção do investidor.

A CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, bem como ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (artigo 5º da Lei nº 6.385/1976).

As atribuições do CMN e da CVM previstas na Lei nº 6.385/1976 são para o fim de (i) estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; (iii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; (iv) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; (v) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (vi) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; (vii) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e (viii) assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (artigo 4º).

A regulação praticada pela CVM tem como fundamentos o interesse público, a confiabilidade, a eficiência do mercado, a competitividade, e o mercado livre, buscando gerar um mercado eficiente, confiável, livre, competitivo e informado²³.

²³ *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 65. Disponível em

Importante destacar, ainda, a existência de um órgão autorregulador, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que representa as instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro, a qual busca reunir o maior número de protagonistas do setor para uma atuação coesa junto ao governo, ao próprio mercado e à sociedade.

O objetivo da ANBIMA é fortalecer os segmentos que representam, para apoiar a evolução de um mercado de capitais capaz de financiar o desenvolvimento econômico e social do país e influenciar o mercado global.

A ANBIMA assumiu quatro compromissos com o mercado, investidores e país, quais sejam os de (i) informar, sendo fonte confiável de informação e disseminar o conhecimento produzido e adquirido pela Associação; (ii) representar, promovendo a interlocução e defender os interesses dos associados para ampliar a atratividade do mercado de capitais e estimular seu crescimento sustentado; (iii) autorregular, criando condições para que os agentes do mercado estabeleçam, em tempo ótimo, regras, parâmetros e princípios de funcionamento que incentivem o constante aprimoramento dos padrões operacionais, bem como supervisionar o cumprimento dessas normas; e (iv) educar, elevando os padrões de qualidade do mercado, por meio de iniciativas de educação e certificação de profissionais²⁴.

A ANBIMA determina as normas éticas e padrões de conduta básicos que devem ser observados na condução de suas atividades profissionais e no relacionamento com clientes e agentes do mercado, por meio de seu Código de Ética que deve ser observado e cumprido por todos os associados na condução de seus negócios nos mercados financeiro e de capitais.

Os Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA são um mecanismo adicional criado pela ANBIMA com vistas a assegurar que negócios e que conflitos porventura existentes sejam solucionados com agilidade, sem necessidade da interferência do Estado, mas não substituem, nem conflitam com a legislação e regulamentação emanadas pelo governo. São eles os Códigos: Código de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários; Código de Regulação e Melhores Práticas para

<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

²⁴ ANBIMA. Disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/compromissos.htm. Acesso em 10 de abril de 2016.

os Fundos de Investimento; Código de Regulação e Melhores Práticas para os Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais; Código de Regulação e Melhores Práticas para o Programa de Certificação Continuada; Código de Regulação e Melhores Práticas para a Atividade de Private Banking no Mercado Doméstico; Código de Regulação e Melhores Práticas para Novo Mercado de Renda Fixa; Código de Regulação e Melhores Práticas para Mercado Aberto; e Código de Regulação e Melhores Práticas para Gestão de Patrimônio Financeiro no Mercado Doméstico.

O objetivo da autorregulação é a proteção do investidor, a transparência do processo de prestação de informações aos investidores, a ética na condução dos negócios, a prevenção ao crime de lavagem de dinheiro, o adequado monitoramento dos riscos a que estão sujeitas as atividades relacionadas à indústria de fundos de investimentos.

As áreas de Regulação e Melhores Práticas contam com Conselhos de Regulação, compostos em sua maioria por membros externos à ANBIMA, garantindo assim sua total independência.

O subsistema operativo, por sua vez, é composto pelos bancos comerciais, múltiplos, de investimento e desenvolvimento, caixas econômicas, financeiras, sociedade de crédito imobiliário, bolsas de valores, corretoras, distribuidoras, agentes autônomos de investimento, seguradoras, *leasing*, *factoring* e consórcios.

As instituições financeiras bancárias, por exemplo, representam as Caixas Econômicas, Cooperativas de Crédito, Bancos comerciais e Cooperativos. As instituições financeiras não bancárias são, por exemplo, Sociedades de Crédito ao Microempreendedor, Companhias Hipotecárias, Agências de Desenvolvimento.

Os principais intermediários financeiros são os bancos comerciais, múltiplos e de investimento.

Os bancos comerciais são instituições financeiras privadas ou públicas que têm como objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazo, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral. A captação de depósitos à vista, livremente movimentáveis, é atividade típica do banco comercial, o qual pode também captar depósitos a prazo. Deve ser constituído sob a forma de sociedade

anônima e na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099, de 1994).

Os bancos múltiplos são instituições financeiras privadas ou públicas que realizam as operações ativas, passivas e acessórias das diversas instituições financeiras, por intermédio das seguintes carteiras: comercial, de investimento e/ou de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de arrendamento mercantil e de crédito, financiamento e investimento. O banco múltiplo deve ser constituído com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento, e ser organizado sob a forma de sociedade anônima. As instituições com carteira comercial podem captar depósitos à vista. Na sua denominação social deve constar a expressão "Banco" (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099, de 1994).

Os bancos de investimento são instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros. Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Investimento". Não possuem contas correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.624, de 1999).

O sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários, por sua vez, compreende o conjunto de instituições, sistemas e procedimentos relacionados ao processo de colocação e negociação dos valores mobiliários no mercado. Assim, atividades como as ofertas públicas de distribuição, para colocação das emissões no mercado, as negociações e a intermediação realizadas em bolsa ou balcão, a compensação e a liquidação dessas negociações, como também as ofertas públicas de aquisição são realizadas por intermédio desse sistema.

A Lei nº 6.385/76, em seus artigos 15 ao 18, lista os tipos de instituições participantes desse sistema, que são (i) as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários como agentes da companhia emissora ou por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado; (ii) as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; (iii) as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; (iv) as bolsas de valores; (v) as entidades de mercado de balcão organizado; (vi) as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (vii) as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

As bolsas de valores, importantes agentes atuantes no mercado de capitais, “se constituem sob a forma de sociedades por ações, com fins lucrativos, em que a habilitação para operar em seus recintos independe da posse de ações ou qualquer outro vínculo, estando vinculada apenas a quesitos estruturais, tecnológicos e formais”²⁵.

De acordo com o disposto no artigo 1º da Resolução nº 2.690/2000 do Conselho Monetário Nacional:

“Art. 1º As bolsas de valores poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, tendo por objeto social:
I - manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes;
II - dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações;
III - estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e/ou valores mobiliários;
IV - criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários,

²⁵ *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 233. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens;

V - efetuar registro das operações;

VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores;

VII - divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes;

VIII - conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observado o que a respeito dispuser a legislação aplicável; e

IX - exercer outras atividades expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

Segundo Siegfried Kümpel, bolsas de valores são “um sistema de negociação regularmente acessível, com períodos curtos entre o fechamento e a abertura para negociação, no qual se possibilita a conclusão de negócios entre os participantes do mercado sobre os objetos nele negociados, com uma fixação neutra e transparente do preço”²⁶.

Os demais intermediários financeiros que atuam no mercado de capitais são as corretoras de valores mobiliários, os distribuidores de valores mobiliários, os agentes autônomos de investimentos, os administradores de carteira, os analistas e os consultores de valores mobiliários e, por fim, temos como agente os investidores.

As corretoras de títulos e valores mobiliários são instituições cuja principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes, podendo auxiliar o investidor na tomada de decisões por meio de informações provenientes de seus departamentos técnicos ou de análises de terceiros²⁷.

As distribuidoras de títulos e valores mobiliários são instituições financeiras atuantes na intermediação de títulos e valores mobiliários, que, a partir da Decisão-Conjunta BACEN/CVM N^o 17, de 04/03/2009, estão “autorizadas a operar

²⁶ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 93.

²⁷ Portal do Investidor. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/corretoras.html. Acesso em 20 de outubro de 2017.

diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores”.

Em resumo, esclarece o sítio na *internet* do Banco Central do Brasil que:

“A corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e a distribuidora de títulos e valores mobiliários (DTVVM) atuam nos mercados financeiro e de capitais e no mercado cambial intermediando a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos.

As corretoras e distribuidoras, na atividade de intermediação, oferecem serviços como plataformas de investimento pela internet (home broker), consultoria financeira, clubes de investimentos, financiamento para compra de ações (conta margem) e administração e custódia de títulos e valores mobiliários dos clientes. Na remuneração pelos serviços, essas instituições podem cobrar comissões e taxas.

As corretoras e as distribuidoras devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada. São supervisionadas tanto pelo Banco Central quanto pela Comissão de Valores Mobiliários.”²⁸

Sobre os agentes autônomos de investimento, tem-se que são pessoas físicas credenciadas por bancos de investimentos, sociedades de crédito, financiamento e investimentos, sociedades de crédito mobiliário, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras, para desempenhar, exclusivamente por conta e ordem das entidades credenciadas, as seguintes atividades, nos termos do artigo 1º da Instrução CVM nº 497/2011:

“prospecção e captação de clientes; recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.”

Neste ponto, importante destacar as limitações constantes no artigo 13 da Instrução Normativa nº 497/2011 da CVM para atuação de tais agentes, sendo-lhes vedado exercer as atividades de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários.

²⁸ Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras_distribuidoras.asp>. Acesso em 30 de outubro de 2017.

Outro agente fundamental para o funcionamento do mercado são os administradores de carteira, cuja atividade é regulada pela Instrução Normativa nº 558/2015 da CVM. Os administradores de carteira atuam no exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor, nos termos do artigo 1º da aludida Instrução.

Em resumo, são responsáveis pelas decisões sobre os tipos de ativos financeiros que farão parte da carteira que administram, e em que proporção, considerando, entre outros fatores, os riscos e as políticas de investimentos pré-definidas. A atividade de administração de carteiras “é uma profissão em que se estabelece um vínculo de confiança entre o gestor e o investidor, uma vez que este confia àquele a administração de seus investimentos”.²⁹

O analista de mercado de valores mobiliários, cuja atividade é regida pela Instrução Normativa nº 483/2010 da CVM, é o profissional que elabora relatórios de análise sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Tal profissional, pessoa física, deve ser devidamente capacitado tecnicamente, havendo uma autorregulação da atividade também por meio da APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais).

O consultor de valores mobiliários, responsável pela prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente, podendo abordar sobre classes de ativos e valores mobiliários; sobre títulos e valores mobiliários específicos; sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; nos termos da Instrução Normativa nº 592/2017 da CVM. O consultor, portanto, desempenha o papel de orientar o cliente acerca de quais investimentos melhor satisfará seus interesses de rendimento.

²⁹ *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 284. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

Além dessas figuras atuantes do mercado de capitais, seu principal agente é o investidor, sem o qual tal mercado sequer existiria, sendo o principal destinatário dos mecanismos protetivos do ordenamento jurídico.

A Comissão de Valores Mobiliários, que tem como um dos principais mandados legais a proteção dos investidores, estabelece na Instrução Normativa nº 539/2013, alterada pela Instrução Normativa 554/2014, o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, definindo os conceitos de investidor profissional e investidor qualificado.

São considerados investidores profissionais: (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento (cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM); (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes (artigo 9º-A).

Por sua vez, os investidores qualificados são: (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados (artigo 9º-B).

Com relação aos investidores não residentes, ou estrangeiros, o investimento no mercado financeiro e de capitais pode ser feito basicamente por duas modalidades, o investimento em portfólio disciplinado pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.373, de 29 de setembro de 2014, ou o investimento estrangeiro direto (IED) disciplinado pela Lei nº 4.131, de 3 de

setembro de 1962. Cada modalidade de investimento está sujeita a requisitos e regras diferentes, inclusive para fins tributários³⁰.

Destaque-se, ainda, a existência do administrador do fundo de investimento e do gestor do fundo de investimento.

O administrador do fundo de investimento é o representante legal do fundo, sendo a “pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo”, nos termos do artigo 2º, inciso I, da Instrução Normativa nº 555/2014, a qual dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Ainda, segundo disposto na referida Instrução, “a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo” (artigo 78).

Compete ao administrador, inclusive, caso entenda necessário, contratar, em nome do fundo, terceiros devidamente habilitados para exercer as funções de gestão da carteira do fundo; consultoria de investimentos; atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate de cotas; custódia de ativos financeiros; classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e formador de mercado.

Nos termos do artigo 56 da Instrução Normativa nº 555/2014, o administrador do fundo é o responsável por calcular e divulgar o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto; disponibilizar aos cotistas, mensalmente ou no período previsto no regulamento para cálculo e divulgação da cota, extrato de conta contendo saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida ao longo do mês e a rentabilidade do fundo auferida entre o último dia útil do mês anterior e o último dia útil do mês de referência do extrato; disponibilizar as informações do fundo, inclusive as relativas à composição da carteira de forma

³⁰ *Direito do mercado de valores mobiliários*. Comissão de Valores Mobiliários. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 304. Disponível em http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em 30 de novembro de 2017.

equânime entre todos os cotistas; disponibilizar aos cotistas dos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados a demonstração de desempenho do fundo até o último dia útil de fevereiro de cada ano; e divulgar, em lugar de destaque na sua página na rede mundial de computadores e sem proteção de senha, a demonstração de desempenho do fundo relativo aos 12 (doze) meses findos em 31 de dezembro, até o último dia útil de fevereiro de cada ano; e aos 12 (doze) meses findos em 30 de junho, até o último dia útil de agosto de cada ano.

O gestor do fundo de investimento, por sua vez, é a “pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira”, conforme inciso XXX, do artigo 2º da Instrução Normativa nº 555/2014.

O Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundo de Investimento, em seu artigo 28, dispõe que “a gestão compreende o conjunto de decisões que, executadas com observância dos termos do regulamento, prospecto, ou do formulário, conforme aplicável, determinam a performance do fundo de investimento”.

Segundo Tatiana Nogueira da Rocha, gestor é o profissional responsável pela escolha dos ativos financeiros que serão incluídos na carteira dos fundos de investimento, o qual acompanha o mercado e procura definir os melhores momentos de compra e venda dos títulos e valores mobiliários constantes da carteira³¹.

Destaque-se, ainda, a existência da agência de classificação de risco de crédito, que é a “pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários” (artigo 2º, inciso II da Instrução Normativa nº 555/2015).

A Instrução Normativa nº 521/2012 da CVM, a qual dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, prevê que a classificação de risco de crédito é a “atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma

³¹ ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2003, p. 101.

operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários” (inciso II do artigo 1º).

A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que (i) contenha declarações falsas; ou (ii) induza o usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro (artigo 10, incisos I e II).

Dessa forma, temos os principais agentes que atuam na regulação e autorregulação do mercado de capitais, bem como intermediários financeiros, sejam os bancos múltiplos ou de investimentos, sejam as corretoras de valores mobiliários, os distribuidores de valores mobiliários, os agentes autônomos de investimentos, os administradores de carteira, os analistas e os consultores de valores mobiliários, os administradores e gestores dos fundos de investimento, os quais são fornecedores de serviços, conforme adiante será exposto, bem como os investidores.

1.2.3. Os valores mobiliários e os fundos de investimento

No que tange aos valores mobiliários, embora não tenham sido definidos pela legislação, são sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976 (i) as ações, debêntures e bônus de subscrição; (ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (iii) os certificados de depósito de valores mobiliários; (iv) as cédulas de debêntures; (v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (vi) as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001); (vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (artigo 2º).

Os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures, estão excluídos do regime da Lei nº 6.385/1976 (parágrafo 1º do artigo 2º). Os emissores

dos valores mobiliários referidos no artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista na referida Lei, para as companhias abertas (parágrafo 2º do artigo 2º).

As ações são a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações, sendo um título patrimonial, concedendo aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas³².

As ações podem ser de diferentes espécies, conforme os direitos que concedem a seus acionistas. O Estatuto Social das companhias define as características de cada espécie de ações, que podem ser (i) ação ordinária (ON), cuja principal característica é conferir ao seu titular direito a voto nas Assembleias de acionistas e (ii) ação preferencial (PN), sobre a qual, normalmente, o Estatuto retira o direito de voto, mas concede outras vantagens, tais como prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital, podendo ser divididas em classes, tais como, classe “A”, “B” etc., cujo os direitos deverão constar do Estatuto Social da companhia.

Os fundos de investimento, por sua vez, são uma modalidade de investimento coletivo que podem investir em diversos ativos financeiros. Segundo a Instrução Normativa nº 555/2014 da CVM, “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (artigo 3º).

Os fundos de investimento podem ser do tipo aberto ou fechado. No fundo aberto os cotistas podem resgatar suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ao passo que no fechado as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo previamente estabelecido.

O fundo é criado pelo administrador, usualmente uma instituição financeira, que formalmente o constitui e define os seus objetivos, políticas de investimento, as categorias de ativos financeiros em que poderá investir, taxas que cobrará pelos

³² *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 72-74. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 30 de novembro de 2017.

serviços e outras regras gerais de participação e organização, sendo que todas essas informações são reunidas em um documento, o regulamento³³.

Na prática, quando cria um fundo, o administrador assume responsabilidades perante os cotistas e a Comissão de Valores Mobiliários, obrigando-se a prestar um conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo de investimento.

Em seguida, o fundo é aberto para aplicações com o apoio de instituições financeiras, como os bancos, distribuidoras e corretoras, ligadas ou não ao administrador, que oferecem o investimento aos seus clientes.

A partir de então, os investidores interessados aplicam seu dinheiro, tendo à sua disposição outros documentos, como o prospecto, que apresenta todas as informações do fundo e da oferta, e a lâmina de informações essenciais, que resume apenas as principais³⁴.

A soma dos recursos aplicados pelos investidores forma o patrimônio do fundo, que por sua vez é dividido em cotas.

Observe-se que nos fundos de investimentos em geral, temos a atuação dos intermediários que poderão ser os bancos múltiplos, os bancos de investimento, as corretoras e as distribuidoras de valores mobiliários. Na ponta final, poderemos ter os gerentes dos bancos, os agentes autônomos e os consultores de investimentos.

³³ *Fundos de investimento*. Comissão de Valores Mobiliários. Cadernos CVM, 3, Rio de Janeiro : Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 07. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>. Acesso em 15 de junho de 2016.

³⁴ *Fundos de investimento*. Comissão de Valores Mobiliários. Cadernos CVM, 3, Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 07. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>. Acesso em 15 de junho de 2016.

2. O CONSUMIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS

2.1. Os sujeitos na relação de consumo no mercado de capitais

A doutrina já destacara que é a relação de consumo o objeto de regulamentação pelo Código de Defesa do Consumidor, ou seja, a relação jurídica existente entre fornecedor e consumidor tendo como objeto a aquisição de produtos ou utilização de serviços pelo consumidor.

Newton De Lucca destaca a classificação da relação de consumo, apresentando os seguintes elementos segundo o CDC: a) sujeitos: o fornecedor e o consumidor; b) objeto: os produtos e os serviços; c) finalidade: a aquisição ou utilização de produto ou serviço como destinatário final³⁵.

Sobre a relação de consumo, José Geraldo Brito Filomeno afirma que relações de consumo nada mais são do que “relações jurídicas por excelência”, mas que devem ser guiadas precisamente pela situação de manifesta inferioridade do consumidor frente ao fornecedor de bens e serviços, concluindo que toda relação de consumo:

- “1. envolve basicamente duas partes bem definidas: de um lado o adquirente de um produto ou serviço (*consumidor*); de outro o fornecedor ou vendedor de um serviço ou produto (*produtor/fornecedor*);
2. destina-se à satisfação de uma necessidade privada do consumidor;
3. o consumidor, não dispendo, por si só, de controle sobre a produção de bens de consumo ou prestação de serviços que lhe são destinados, arrisca-se a submeter-se ao poder e condições dos produtores daqueles mesmos bens e serviços.”³⁶

No mercado de capitais, temos a seguinte relação de consumo: (i) como consumidor o investidor, seja em fundos de investimento, seja em ações ou outros valores mobiliários dentro de uma carteira de investimentos; (ii) como fornecedores de serviços, os intermediários financeiros, quais sejam as distribuidoras, as corretoras, o administrador e o gestor dos fundos de investimentos; (iii) como

³⁵ DE LUCCA, Newton. *Direito do Consumidor – Teoria Geral da Relação Jurídica de Consumo*. 2ª ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2008, p. 106.

³⁶ FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de Direitos do Consumidor*. 8ª ed. – São Paulo: Atlas, 2005, p. 22.

serviço, aquele prestado pelos intermediários financeiros e pelos administradores/gestores dos fundos de investimentos, que viabilizam a aquisição dos produtos que são as ações e outros valores mobiliários ou as cotas dos fundos de investimentos, e conforme melhor adiante será exposto.

2.1.1. O conceito jurídico de investidor como consumidor

O Código de Defesa do Consumidor elenca diversos conceitos de consumidor, de modo que trouxe importantes definições que auxiliam na compreensão de sua sistemática.

De início, o CDC, em seu artigo 2º, define consumidor como toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final, trazendo um conceito objetivo de consumidor.

O conceito de consumidor pode ser examinado não apenas no sentido jurídico, mas também em outros campos do conhecimento, como no sentido etimológico, econômico, psicológico, sociológico e filosófico³⁷.

Estaremos em condição de consumidores em sentido econômico todas as vezes que estivermos recorrendo aos fornecedores de bens ou de serviços, desempenhando o papel de agente econômico responsável pelo consumo final de bens e de serviços³⁸, porém, segundo Adolfo Mamoru Nishiyama, existe uma real dificuldade no conceito de consumidor, por ser este um termo econômico, mas que se transpondo esse conceito para o Direito, teremos uma definição de consumidor que poderá ser diversa daquela proposta pela ciência econômica³⁹.

O consumidor é o principal agente da vida econômica, pois é pensando nele e para ele que estão voltadas as atividades de produção e de prestação de serviços, como também a publicidade, bem como é da aquisição dele, mediante pagamento, que advém o lucro do produtor e prestador de serviços⁴⁰.

³⁷ DE LUCCA, Newton. *Op. cit.*, p. 111.

³⁸ *Ibidem*, p. 114.

³⁹ NISHIYAMA, Adolfo Mamoru. *A proteção constitucional do consumidor*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 29.

⁴⁰ BENJAMIN, Antonio Herman V. *O conceito jurídico de consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 75/43, jul.-set./2010), p. 935.

Antonio Herman Benjamin ressalta que na teoria econômica a definição de consumidor não varia muito, sendo, basicamente, “qualquer agente econômico responsável pelo ato de consumo de bens finais e serviços.”⁴¹

Como destaca o mencionado autor, a doutrina e a legislação estrangeira tentaram definir consumidor, sem uniformidade, no que, em termos gerais, se expressaram algumas acepções: uma neutra, uma ampla e uma restritiva.

A acepção mais neutra afirma ser consumidor aquele que consome bens ou frui serviços destinados à satisfação de suas necessidades privadas (derivada da Economia e da Sociologia); a denominada ampla entende o consumidor como aquele que usa bem ou frui serviço para a satisfação de qualquer necessidade, ou seja, o fim para o qual o bem é utilizado é indiferente, na medida em que haja uso, incluindo-se não só o consumo de bens e serviços individuais, mas também o consumo coletivo (lazer, transporte, cultura, saúde, meio ambiente e educação); e, a chamada restritiva, define o consumidor como aquele se utiliza de bem ou frui de serviço imprescindível a sua sobrevivência (alimentação, vestuário, transporte, saúde, educação e lazer)⁴².

Thierry Bourgoignie, por exemplo, ao analisar o conceito jurídico de consumidor no direito belga e no direito comparado, destaca a ausência de uma definição precisa na legislação de diversos países, afirmando que através das diferenças na noção de consumidor conforme as matérias, aparece uma tendência comum, consistente em introduzir na definição de consumidor um elemento subjetivo, qual seja “o caráter privado do destino reservado aos produtos ou serviços adquiridos ou utilizados.”⁴³

Ao esboçar uma definição de consumidor, explica que a concepção qualificada de objetiva, toma por função o ato de consumo, traduzindo a perspectiva técnica ou neutra defendida pela teoria econômica do consumidor individual, ou seja, do papel econômico do consumidor, enquanto destruidor do valor econômico dos bens e serviços em circulação no mercado, apresentando a noção de consumo a vantagem da generalidade e da flexibilidade.

⁴¹ *Ibidem*, p. 938.

⁴² *Ibidem*, p. 941-942.

⁴³ BOURGOIGNIE, Thierry. *O conceito jurídico de consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista do Direito do Consumidor, RDC 2/7, abr.-jun./1992), p. 1.070.

Em suma, nas palavras de Thierry Bourgoignie, a apreciação se faz fora de toda a consideração do que seja a qualidade, profissional ou não, da pessoa que o toma, seja com fim profissional ou não, perseguida por aquele, sendo que todo problema de interpretação ligado à natureza profissional ou não dos atos praticados, ou à qualidade da pessoa que os pratica, é evitado, eis que só o fato do consumo basta a tornar aplicável o conjunto normativo destinado ao consumidor, permitindo incluir no campo das preocupações do direito do consumo os profissionais, industriais, comerciantes ou prestadores de serviços que adquirem, para as necessidades de suas empresas, bens de capital e até mesmo de investimento⁴⁴.

Dessa forma, o ato de consumo não é nem neutro, nem técnico, mas é um elo no seio do ciclo econômico, sendo certo que a realidade das relações que unem os produtores e consumidores revela uma situação de desequilíbrio e o critério do ato de consumo, por sua generalidade, torna o interesse do consumidor mais difuso do que ele já é, recusando a reconhecer a situação econômica do consumidor, sua especificidade e suas características⁴⁵.

Diante disso, conclui que somente uma compreensão subjetiva, centrada na pessoa do consumidor e sobre as condições nas quais realiza seu papel no ciclo econômico, é possível chegar “a uma definição mais exata dos remédios que o direito é suscetível de trazer à situação do consumidor.”⁴⁶

Nessa abordagem, o que interessa mais é a pessoa e a sua intenção, e para que a pessoa tenha a qualidade de consumidor é preciso que adquira, possua ou utilize um bem ou serviço de uma parte e na outra parte cessar toda a atividade de produção, de transformação, de distribuição ou de prestação relativamente a este bem ou serviço no quadro de um comércio ou de uma profissão.

Antônio Herman Benjamin, muito bem resume a proposta de definição de consumidor de Thierry Bourgoignie:

“De acordo com tal visão, o consumidor não pode ser pessoa jurídica; é tanto o adquirente quanto (não apenas o comprador) quanto o usuário do bem (móvel ou imóvel) ou serviço (excluindo-se somente aqueles realizados em decorrência de contrato de trabalho, de aprendizado ou de natureza doméstica), cuja utilização

⁴⁴ *Ibidem*, p. 1.090-1.091.

⁴⁵ *Ibidem*, p. 1.091.

⁴⁶ *Ibidem*, p. 1.092.

– destinação – se faz apenas com fins não comerciais ou não profissionais (aqui incluindo-se tanto o uso pessoal como o coletivo pelos membros da família). Ademais, devem tais bens ou serviços ser colocados no mercado de consumo por alguém que se encontre no curso de comércio ou de profissão (a relação de consumo não ocorre entre só comerciantes, ou entre particulares apenas).⁴⁷

Segundo José Geraldo Brito Filomeno, o conceito de consumidor pode ser visto sob dois pontos de vista:

“Sob o ponto de vista econômico, consumidor é considerado todo indivíduo que se faz destinatário da produção de bens, seja ele ou não adquirente, e seja ou não, a seu turno, também produtor de outros bens. Trata-se, como se observa, da noção asséptica e seca que vê no consumidor tão-somente o *homo economicus* e como partícipe de uma dada relação de consumo, sem qualquer consideração de ordem política, social ou mesmo filosófico-ideológica. Do ponto de vista psicológico, considera-se consumidor o sujeito cujas reações se estudam a fim de se individualizar os critérios para a produção e as motivações internas que o levam ao consumo. Neste aspecto, pois, perscruta-se as circunstâncias subjetivas que levam determinado indivíduo ou grupo de indivíduos a ter preferência por este ou aquele tipo de produto ou serviço, preocupando-se com tal aspecto certamente a ciência do *marketing* e da publicidade, assumindo especial interesse quando se trata sobretudo dos devastadores efeitos dessa, se enganosa, ou tendenciosa, diante das modernas e sofisticadas técnicas do mencionado *marketing* e *merchandising*. Já do ponto de vista sociológico é considerado consumidor qualquer indivíduo que frui ou se utiliza de bens e serviços, mas pertencente a uma determinada categoria ou classe social.”⁴⁸

Antonio Herman Benjamin define em sua análise do conceito jurídico do consumidor, como todo aquele que, para seu uso pessoal, de sua família, ou dos que se subordinam por vinculação doméstica ou protetiva a ele, adquire ou utiliza produtos, serviços ou qualquer outros bens ou informação colocados a sua disposição por comerciantes ou por qualquer outra pessoa natural ou jurídica, no curso de sua atividade ou conhecimento profissionais.⁴⁹

⁴⁷ BENJAMIN, Antonio Herman V. *Op. cit.*, p. 942-943.

⁴⁸ FILOMENO, José Geraldo Brito. *Op. cit.*, p. 17-18.

⁴⁹ BENJAMIN, Antonio Herman V. *Op. cit.*, p. 954.

Orlando Gomes, também definiu consumidor de forma simples como “quem compra um bem para uso pessoal ou a quem utiliza um serviço para um fim da mesma natureza, no mercado, como destinatário da atividade empresarial.”⁵⁰

Segundo Newton De Lucca, no âmbito do Código de Defesa do Consumidor, o conceito de consumidor é plurívoco e plurívoco analógico, sendo um fundamental, o do *caput* do artigo 2º, e os outros três por equiparação, os que se encontram no parágrafo único do artigo 2º (coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo), no artigo 17 (vítimas do fato do produto e do serviço), e no artigo 29 que, de forma abrangente, equipara aos consumidores todas as pessoas determináveis ou não expostas às práticas previstas no Código de Defesa do Consumidor⁵¹.

Cláudia Lima Marques também leciona que o consumidor não é definido apenas em um artigo, mas em quatro diferentes (artigo 2º, *caput* e parágrafo único, artigo 17 e artigo 29 do Código de Defesa do Consumidor), não sendo definido apenas sob a ótica individual, mas também sob a ótica transindividual ou de grupos, sendo uma definição ampla em seu alcance material⁵².

No Brasil, a doutrina ainda diverge quando se trata de determinar quem, e em quais circunstâncias, seria o “destinatário final” do Código de Defesa do Consumidor que adquire ou utiliza o produto ou o serviço.

Segundo Cláudia Lima Marques, há duas correntes doutrinárias quanto a definição do consumidor: os finalistas, do qual coaduna seu entendimento, para os quais destinatário final seria aquele destinatário fático e econômico do bem ou serviço, seja ele pessoa jurídica ou física, não bastando retirar o produto da cadeia de produção, levá-lo para o escritório ou residência, sendo necessário não adquiri-lo para revenda, não adquiri-lo para uso profissional, pois o bem seria novamente um instrumento de produção cujo preço será incluído no preço final do profissional que o adquiriu; e os maximalistas, segundo os quais a definição do artigo 2º deve ser interpretada o mais extensamente possível, para que as normas do CDC possam ser aplicadas a um número cada vez maior de relações no mercado, ou

⁵⁰ GOMES, Orlando. *Os direitos dos consumidores*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Vulnerabilidade do Consumidor e Modelos de Proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 77/19, jan.-marc./2011), p. 1.002.

⁵¹ DE LUCCA, Newton. *Op. cit.*, p. 123.

⁵² BENJAMIN, Antônio Herman V.; MARQUES, Cláudia Lima; e BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 4.ª ed. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 88.

seja, o destinatário final seria o destinatário fático do produto, aquele que retira do mercado e o utiliza, consome⁵³.

Contudo, após anos de divergências quanto ao conceito de consumidor, o Superior Tribunal de Justiça manifestou-se pelo finalismo e adotou o conceito do finalismo aprofundado, baseado na utilização da noção maior de vulnerabilidade.

A vulnerabilidade é uma verdadeira presunção absoluta, pela simples razão de ser, ou seja, de condição, não importando a situação econômica ou a classe social da parte, bem como seu grau de instrução, pois a vulnerabilidade é sua qualidade indissociável, como é o caso do consumidor, das crianças e adolescentes e dos idosos.

A vulnerabilidade é uma situação permanente ou provisória, individual ou coletiva, que fragiliza, enfraquece o sujeito de direitos, desequilibrando a relação de consumo; é uma característica, um estado do sujeito mais fraco, um sinal de necessidade de proteção⁵⁴.

Diferente da vulnerabilidade, a hipossuficiência decorre da análise do cenário socioeconômico e intelectual do indivíduo em uma relação concreta, na qual poderá se constatar a ausência ou não de condição de igualdade perante a outra parte, ou seja, é uma condição de inferioridade que pode ser suprida.

Trata-se de uma fragilidade especial, qualificada, é o reconhecimento do desequilíbrio, sendo que tal condição foi, inclusive, destacada pelo próprio Código de Defesa do Consumidor, em seu inciso VIII, do artigo 6º, que trata da facilitação de defesa de interesses e pretensões como direito básico do consumidor.

Diante disso, temos que os finalistas qualificam consumidor apenas o não profissional, com extensão em certos casos a profissionais, desde que estes estejam sob posição de subordinação em relação ao fornecedor, incluindo a vulnerabilidade do agente adquirente (artigo 4º, inciso I, do Código de Defesa do Consumidor). Para essa corrente, a expressão “destinatário final” do artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor deve ser interpretada de forma restrita.

Os maximalistas, por sua vez, defendem que os agentes de mercado, em um momento são fornecedores, e em outro, são consumidores, não importando se a pessoa física ou jurídica tem ou não fim de lucro quando adquire um produto ou

⁵³ *Ibidem*, p. 89-90.

⁵⁴ *Ibidem*, p. 93.

utiliza um serviço. Segundo esta corrente, a definição do artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor deve ser interpretada de forma extensiva.

Cláudia Lima Marques destaca ainda, que a vulnerabilidade pode ser técnica, jurídica (científica), fática (socioeconômica) e informacional⁵⁵.

Na vulnerabilidade técnica, o consumidor não possui conhecimento específico sobre o objeto adquirido, podendo ser enganado quanto às características do produto ou serviço.

No que diz respeito à vulnerabilidade jurídica, o consumidor não possui conhecimento jurídico específico e/ou econômico, reconhecendo-se a presunção de vulnerabilidade jurídica para o consumidor não-profissional, pessoa física e, quanto aos profissionais e às pessoas jurídicas, reconhece-se a presunção de que são capazes de possuir conhecimentos jurídicos ou econômicos mínimos.

Na vulnerabilidade fática ou socioeconômica, o fornecedor está em posição de superioridade sobre todos os que ele contratarem, especialmente em posição de monopólio e essencialidade do serviço.

A vulnerabilidade informacional, sobre a qual a referida autora confere especial atenção, caracteriza-se pelo dever do fornecedor compensar o fator de risco sobre a necessidade de informação ao consumidor.

O Código de Defesa do Consumidor consagrou a proteção do consumidor não só pessoa física, mas também pessoa jurídica. Todavia, a doutrina e a jurisprudência divergem quanto o assunto.

Adalberto Pasqualotto entendeu que “melhor teria sido que a norma permanecesse mais aberta, definindo consumidor ‘quem adquira ou utilize produto ou serviço como destinatário final’”, o que, segundo ele, permitiria uma interpretação interpretativa para compreender na definição uma pessoa jurídica tida vez que ela participasse de uma relação de consumo típica na qualidade de consumidora. Contudo, sendo um conceito rígido, a interpretação terá que ser restritiva para evitar deturpações na aplicação da lei⁵⁶.

⁵⁵ MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 5ª ed. – São Paulo : Revista dos Tribunais, 2006, p. 320-334.

⁵⁶ PASQUALOTTO, Adalberto. *Conceitos fundamentais do Código de Defesa do Consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista dos Tribunais, RT 666/48, abr./1991), p. 70-71.

Maria Antonieta Zanardo Donato, contra aqueles doutrinadores que somente admitem a conceituação de consumidor uma vez configurada a vulnerabilidade deste diante do fornecedor, esclarece que a lei pretendeu referir-se àquela pessoa jurídica que, “mesmo sendo fornecedora, ao inserir-se no polo ativo da relação jurídica de consumo, na qualidade de ‘consumidor-destinatário final’, estaria a fazê-lo como qualquer outro consumidor”, aceitando as cláusulas contratuais impostas, sem possibilidade de discutir seu conteúdo, ou seja, possuindo a mesma vulnerabilidade que qualquer pessoa comum⁵⁷.

O Superior Tribunal de Justiça pacificou o entendimento de que deve haver a presença da vulnerabilidade para ser possível o enquadramento da pessoa jurídica como consumidora⁵⁸. No caso de o consumo ter a destinação final, para satisfazer uma necessidade que não interfira na cadeia de produção da empresa, esta terá a presunção de vulnerabilidade, caso a destinação dada seja econômica e profissional esta deverá comprovar sua vulnerabilidade.

Como dito, além da definição de consumidor do *caput* do artigo 2º, temos o consumidor por equiparação do parágrafo único do artigo 2º (a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo).

Outro conceito de consumidor por equiparação são as "vítimas de acidente de consumo" ou "bystanders" (terminologia norte-americana), o qual visa proteger também aquelas pessoas que sofreram algum dano decorrente da atividade profissional do fornecedor.

Cíntia Rosa Pereira de Lima afirma que se justifica esta inclusão, pois a norma consumerista objetiva reparar o dano não só decorrente de uma compra e venda, por exemplo, mas todo e qualquer dano advindo de um ilícito decorrente da atividade profissional do fornecedor, permitindo que terceiros sejam protegidos e amparados pela responsabilidade objetiva pelo fato do produto ou do serviço⁵⁹.

Conclui a mencionada autora que o sistema de responsabilização do fornecedor adotado pelo Código de Defesa do Consumidor, foi o da Teoria do Risco

⁵⁷ DONATO, Maria Antonieta Zanardo. *Proteção do consumidor – Conceito e extensão*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 104.

⁵⁸ Vide julgados do Superior Tribunal de Justiça que consagram tal entendimento: AgRg no AREsp 735.249/SC, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 15/12/2015, DJe 04/02/2016; REsp 1176019/RS, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 20/10/2015, DJe 17/11/2015.

⁵⁹ LIMA, Cíntia Rosa Pereira de. *Da aplicação do Código De Defesa do Consumidor às Instituições Financeiras*. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, vol. 101, jan./dez., 2006, p. 669.

da Atividade, segundo esta teoria o fornecedor assume a responsabilidade de eventuais danos causados em decorrência dos produtos e serviços colocados no mercado de consumo, ou seja, independe de culpa, basta que a vítima prove o dano sofrido e o nexo de causalidade entre a aquisição ou utilização do produto ou serviço e o prejuízo sofrido⁶⁰.

Por fim, o artigo 29 do Código de Defesa do Consumidor traz a definição de consumidor por equiparação, que são aquelas pessoas "expostas às práticas comerciais"

Para Antônio Janyr Dall'Agnol Júnior, a norma do referido artigo impõe que o consumidor seja visto abstratamente, ou seja, o que importa é a "simples exposição à prática" comercial, mesmo que não haja um consumidor em concreto que tenha adquirido ou utilizado o produto ou serviço⁶¹.

Destaque-se, portanto, que entender consumidor apenas como qualquer pessoa que compra um produto ou que contrata um serviço, não satisfaz todas as questões envolvendo a proteção do consumidor, especialmente no âmbito do mercado de capitais.

O investidor-consumidor é consumidor na acepção do artigo 2º do CDC, vez que os serviços que adquire como destinatário final no mercado de capitais está compreendida no gênero "serviço financeiro".

No caso dos fundos de investimentos, ainda que o investidor seja um cotista do fundo, evidente que se pode entender o investidor como consumidor, vez que está em uma posição de vulnerabilidade frente a especificidade dos serviços prestados pelos intermediários financeiros, como também em virtude da atuação dos intermediários financeiros como fornecedores de serviços (corretoras, distribuidoras, administradores e gestores dos fundos de investimento), incidindo todas as normas protetivas do Código de Defesa do Consumidor.

No caso da compra e venda de ações, por exemplo, por meio de uma corretora de valores mobiliários, também há relação de consumo, vez que a corretora fornece os serviços de intermediação ao investidor-consumidor para a execução das compras e vendas das ações.

⁶⁰ *Ibidem*, p. 669-670.

⁶¹ DALL'AGNOL Jr., Antônio Janyr. *Direito do consumidor e serviços bancários e financeiros – aplicação do CDC nas atividades bancárias*. Revista do Direito do Consumidor, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 27, jul./set. 1996, p. 12.

2.1.2. O conceito jurídico de fornecedor na relação de consumo no mercado de capitais

O Código de Defesa do Consumidor, em seu artigo 3º prescreve que fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços.

Cláudia Lima Marques destaca que o critério caracterizador é desenvolver atividades tipicamente profissionais, como a comercialização, a produção, a importação, indicando a necessidade de uma certa habitualidade, como a transformação, a distribuição de produtos⁶².

Washington Peluso Albino de Souza destaca que sobre o fornecedor recaem praticamente todas as obrigações contidas no artigo 3º e, conseqüentemente, toda responsabilidade a ser apurada e confirmada⁶³.

A pessoa jurídica pode ser sociedade civil, fundação, sociedade anônima, autarquia empresa pública e até o próprio Estado, de modo que não importa a natureza jurídica da pessoa jurídica para fins de sua caracterização como fornecedora. Inclusive, o Código de Defesa do Consumidor não exige, para configuração do fornecedor, a atuação no mercado com o objetivo de lucro, bastando que a atividade seja remunerada, sem importar o destino dessa remuneração⁶⁴.

Elenca o Código de Defesa do Consumidor, entre as pessoas que podem ser fornecedores, os "entes despersonalizados", que "diferenciam-se das outras formas de grupos organizados com o objetivo comum, fundamentalmente em virtude da ausência formal de elemento essencial para que se possam considerar pessoa jurídica, a *affectio societatis*, ou seja, a intenção expressa de manter vínculo associativo. Encontram-se entre a família, as heranças jacentes e vacantes, o

⁶² MARQUES, Cláudia Lima. *Op. cit.*, p. 393.

⁶³ SOUZA, Washington Peluso Albino de. *Considerações a respeito do CDC*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Civil, RDCiv 58/98, out.-dez./1991), p. 481.

⁶⁴ BESSA, Leonardo Roscoe. *Fornecedor equiparado*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista do Direito do Consumidor, RDC 61/126, jan.mar/2007), p. 1.022.

espólio e o condomínio (...). Sinteticamente, pode-se dizer que fornecedor é todo ente que provisione o mercado de consumo de produtos ou serviços"⁶⁵.

As "atividades", termo constante na conceituação de consumidor, consistem na "prática reiterada de atos negociais, de modo organizado e unificado, por um mesmo sujeito, visando uma finalidade econômica unitária e permanente", utilizando-se nesse sentido Luis Gastão Paes de Barros Leães do conceito de "atividade negocial"⁶⁶.

Segundo Newton De Lucca, percebe-se que as dúvidas costumeiramente surgidas a respeito de ser uma determinada relação jurídica de consumo (ou não), situaram-se, e situam-se, muito mais na caracterização da figura do consumidor, num dos pólos da relação, do que na do fornecedor, no pólo oposto, como no caso da discussão da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor à atividade bancária⁶⁷. Como destaca o mencionado autor, a discussão maior deslocou-se, principalmente, para o conceito de consumidores e não para o de fornecedores.

Diante disso, temos como fornecedores de serviços na relação de consumo no mercado de capitais, não só os bancos múltiplos e de investimentos, como também as corretoras e distribuidores de valores mobiliários, os agentes autônomos, os administradores de carteira, os analistas e os consultores de investimentos, bem como os administradores e gestores dos fundos de investimento.

2.2. O objeto e a remuneração dos fornecedores na relação de consumo no mercado de capitais

A noção legal de produto encontra-se no parágrafo 1º do artigo 3º o qual dispõe que produto é qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial, e no parágrafo 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor, a qual dispõe que serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista.

⁶⁵ MARINS, James, [et al.]. *Código do Consumidor comentado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991, p. 17-18.

⁶⁶ LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *A responsabilidade do fabricante pelo fato do produto*. São Paulo: Saraiva, 1987, p. 13-14.

⁶⁷ DE LUCCA, Newton. *Op. cit.*, p. 138.

James Marins explica que em que pese a discussão sobre a qualidade corpórea ou incorpórea que teriam determinados bens, que se entenda como válido ou não critérios como o da tangibilidade, o fato é que o Código de Defesa do Consumidor considera-os todos suscetíveis de serem objeto de relação de consumo e, portanto, adstrito ao regime protetivo legal⁶⁸.

Conforme Adalberto Pasqualotto, a remuneração é uma nota essencial à caracterização do fornecedor, a qual dá o tom do exercício profissional. Não se aplica apenas aos serviços, mas também o fornecedor de produtos deve atuar no curso de sua atividade-fim⁶⁹.

O Código de Defesa do Consumidor, ao referir-se à remuneração, não quer abranger somente a remuneração direta, isto é, o pagamento diretamente efetuado pelo consumidor ao fornecedor. Compreende também a remuneração indireta, ou seja, o benefício comercial indireto advindo de prestação de serviços aparentemente gratuitos assim como a remuneração embutida em outros custos. Assim, ocorre o serviço, hipoteticamente gratuito com o oferecimento a título de demonstração ou promoção⁷⁰.

Em que pese o Poder Judiciário sempre ter aplicado o Código de Defesa do Consumidor, tendo o Superior Tribunal de Justiça editado a Súmula 297, que contém o enunciado “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”, a Confederação Nacional do Sistema Financeiro Nacional, ajuizou a ADI 2.591, a fim de discutir a validade da norma contida no parágrafo 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor⁷¹.

Em 07 de junho de 2006 o Superior Tribunal Federal julgou improcedente a ação proposta, onde restou consignado, após embargos de declaração da decisão, a plena aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor aos serviços prestados no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

⁶⁸ MARINS, James, *et al.*. *Código do Consumidor comentado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991, p. 79-80.

⁶⁹ PASQUALOTTO, Adalberto. *Op. cit.*, p. 72.

⁷⁰ Marins, James. *A responsabilidade da empresa pelo fato do produto: os acidentes de consumo do Código de Proteção ao Direito do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 82-83.

⁷¹ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos serviços bancários*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, RDB 38/75, out.-dez./2007), p. 806.

Conforme análise de Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, prevaleceu o entendimento de que o artigo 192 da Constituição Federal exige lei complementar apenas para reger a organização e funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, ou seja, a exigência de lei complementar diz respeito apenas a normas atinentes à estrutura do Sistema Financeiro Nacional, concluindo o autor que o Código de Defesa do Consumidor disciplina normas gerais de conduta a serem observadas por todos os agentes econômicos, sem estabelecer qualquer regramento sobre a estruturação do Sistema Financeiro Nacional, não havendo, portanto, qualquer inconstitucionalidade na determinação de sua aplicação aos serviços financeiros, bancários, de crédito e securitários⁷².

Nesse sentido, já pontuara Cíntia Rosa Pereira de Lima que no que diz respeito às relações de consumo com instituições financeiras, e com os bancos, em particular, não se pode negar a essencialidade dos serviços bancários, já que na sociedade atual todos se dirigem aos bancos para satisfazerem suas necessidades pessoais, como recibo e depósitos de valores, pagamento de contas, e outros⁷³.

Como bem ressaltou Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, se houvesse o Código de Defesa do Consumidor expressamente isentado os serviços relacionados ao SFN da submissão às regras de proteção do consumidor, haveria nítida inconstitucionalidade material, porém, há uma aplicação horizontal do Código de Defesa do Consumidor, pois este abarca todas as atividades econômicas em que haja relação de consumo, a fim de estabelecer a proteção da parte vulnerável (o consumidor)⁷⁴.

Diante disso, indubitável que todos os serviços bancários, em tese, sujeitam-se à aplicação do Código de Defesa do Consumidor, pois “não há imunidade de qualquer atividade econômica à aplicação do Código de Defesa do Consumidor”⁷⁵, sempre que houver uma relação de consumo.

Todavia, José Geraldo Brito Filomeno, mesmo reconhecendo a validade do parágrafo 2º do artigo 3º, do Código de Defesa do Consumidor, nega relação de consumo para com o investidor do mercado de capitais, afirmando que qualquer

⁷² *Ibidem*, p. 811-812.

⁷³ LIMA, Cíntia Rosa Pereira de. *Op. cit.*, p. 655.

⁷⁴ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Op. cit.*, p. 814-815.

⁷⁵ *Ibidem*, p. 815.

aplicação financeira não configura relação de consumo, mas considerando que na sua administração por uma instituição financeira, o pagamento de taxas, há relação de consumo, mas que há legislação específica (Lei nº 7.913/1989, que dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários) para que os investidores façam valer judicialmente seus interesses e direitos, mas com fundamento em legislação específica de mercado de capitais⁷⁶.

Arnoldo Wald também entende não haver relação de consumo para com o investidor do mercado de valores mobiliários, inclusive para ele, o Código de Defesa do Consumidor não contemplou nem o dinheiro, nem o crédito, assim, compreendendo que o conceito de consumidor estaria restringido ao conceito padrão (usuário final), concluindo, em suma, que o Código de Defesa do Consumidor não se aplica às operações de produção, poupança e investimento, ou seja, à captação de recursos pelas instituições financeiras, sob qualquer forma⁷⁷.

Nesse mesmo sentido, Nelson Eizirik entende que quem adquire cotas de um fundo de investimento financeiro é investidor, e não consumidor, do mercado de valores mobiliários e, por essa razão submete-se à regulamentação apenas da CVM, a qual entende dispor de amplos poderes para proteger os investidores, não podendo ser o investidor confundido com o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o artigo, 3º, parágrafo 2º do Código de Defesa do Consumidor.⁷⁸

Em sentido contrário, contudo, entende-se pela aplicação do Código de Defesa do Consumidor nas relações jurídicas do mercado de capitais. Há nítida relação de consumo, em que as instituições financeiras bancárias e não bancárias, como corretoras, distribuidoras, bem como outros agentes como consultores de investimentos, são fornecedoras de serviços financeiros e, os investidores, consumidores.

No âmbito do mercado de capitais, não é outro o entendimento com relação a muitas das relações jurídicas estabelecidas entre investidores e os demais agentes do mercado, a depender da classificação do investidor, visto que se

⁷⁶ FILOMENO, José Geraldo Brito. *Op. cit.*, p. 50-53.

⁷⁷ WALD, Arnoldo. *O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras*. Revista dos Tribunais, n. 666, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991, p. 16.

⁷⁸ EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 547.

enquadram no conceito de instituição financeira fornecedora de serviços, porquanto incluem-se as instituições financeiras bancárias e não bancárias como agentes intermediários. Outros agentes, como os agentes autônomos e os consultores de investimentos, também exercem atividade econômica de forma remunerada, com os quais há relação de consumo com o investidor. Os administradores e gestores dos fundos de investimento também são fornecedores de serviços.

Sobre essa questão, Fernando Estevam Bravin Ruy explica que há os fornecedores dos serviços de intermediação com atuação no mercado de capitais, pessoa física ou jurídica, que presta serviço financeiro consumerista albergado pelo artigo 3º, § 2º, do Código de Defesa do Consumidor, sendo que serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira e de crédito e securitária, salvo as decorrentes da relação de caráter trabalhista e que, portanto, não há dúvidas de que os serviços financeiros se encontram sob o manto protetor do consumo⁷⁹.

O mencionado autor conclui pela relação de consumo entre o investidor e o fornecedor de serviço financeiro:

“O Código de Defesa do Consumidor, ao estabelecer o âmbito do seu império, subordinou expressamente a atividade de natureza bancária, financeira e de crédito, contando ainda que o lucro financeiro e a pessoa jurídica em reconhecido estado de vulnerabilidade não descaracterizam a qualidade de destinatário final, não retirando a possibilidade de existência de relação de consumo entre o fornecedor do serviço financeiro e o investidor-consumidor.”⁸⁰

Arruda Alvim [*et. al.*] também entendem, no que tange às corretoras de valores mobiliários, que estão enquadradas no conceito geral de fornecedoras de serviços:

“Cremos que as corretoras de valores mobiliários estão também enquadradas no conceito geral de fornecedoras de serviços, mesmo porque empresas dessa natureza são pessoas jurídicas que desenvolvem atividade consistente na prestação de serviços fornecida mediante remuneração, no mercado de consumo. Há que se considerar, todavia, que o mercado de valores mobiliários e seus similares, ainda que rigidamente controlado

⁷⁹ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do Investidor Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 46.

⁸⁰ *Ibidem*, p. 46-47

pelos órgãos competentes (como a CVM Comissão de Valores do Estado de São Paulo, BMF - Bolsa Mercantil de Futuros, Bovespa - Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e até mesmo commodities), e com legislação específica como as Leis nos 7.913/1989 e 6.024/1974, não está isento da possibilidade de causar danos a aplicadores/consumidores, que seguramente poderão se socorrer das normas do Código do Consumidor, que complementam, aonde compatíveis, a disciplina das leis acima mencionadas.

Entretanto, caso quaisquer dessas normas contenham dispositivos que restrinjam direitos assegurados aos consumidores pelo Código do Consumidor, tais dispositivos estarão revogados, por conflitar com norma mais recente.”⁸¹

Não se olvide, ainda, que nessa relação, evidente a remuneração dos intermediários financeiros por meio das taxas incidentes sobre os serviços prestados, o que caracteriza ainda mais a existência de relação de consumo.

No caso dos fundos de investimento, as taxas normalmente cobradas são a taxa de administração, que é um encargo cobrado pelo administrador do fundo como remuneração pela prestação dos serviços de administração do fundo e gestão da sua carteira, e a taxa de performance, que é uma taxa cobrada nos termos do regulamento do fundo, exceto para Fundos classificados como de “curto prazo”, “referenciados” e “renda fixa”, quando o resultado do fundo supera um certo patamar previamente estabelecido. Alguns fundos podem também cobrar taxas de ingresso (devidas quando se faz o investimento) e de saída (devidas quando se realiza o resgate)⁸².

Outras despesas são debitadas do fundo, como as despesas de corretagem, de custódia e liquidação financeira de operações e de auditoria.

No caso dos fundos de investimento, uma vez que os serviços prestados pelos intermediários financeiros, bem como a atividade exercida pelos administradores e gestores do fundo, mediante remuneração, caracterizam o investidor como consumidor, nítida a relação de consumo, estando albergado o investidor dos direitos protetivos do Código de Defesa do Consumidor.

E, no caso de investimentos em ações, também as corretoras de valores mobiliários cobram taxa de administração para intermediar a compra de títulos do

⁸¹ ALVIM, Arruda [et al.]. *Código do Consumidor comentado*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995, p. 39-40.

⁸² Portal do Investidor. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/taxas_incidente_s.html. Acesso em 30 de junho de 2017.

tesouro direto e a taxa de corretagem, que é cobrada a cada vez que o investidor dá ordem para comprar ou vender ações ou algum outro ativo.

Dessa forma, tem natureza de consumo as relações contratuais de investimentos, subordinando-se aos comandos do Código de Defesa do Consumidor, não estando descaracterizada a relação de consumo nem mesmo pelo fato de que o agente comprador dos serviços tenha obtido na contratação um determinado lucro financeiro, mesmo que seja pessoa jurídica quando qualificada como consumidora⁸³.

2.3. Todo investidor pode ser considerado consumidor no mercado de capitais?

Diante da relação de consumo exposta, e sobre o conceito de investidor-consumidor, cabe analisar a questão se todo investidor é consumidor no mercado de capitais, bem como se a pessoa jurídica pode ser considerada consumidora nesse mercado.

Como destacado anteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução Normativa nº 539/2013, alterada pela Instrução Normativa nº 554/2014, categorizou os investidores em profissionais ou qualificados, conforme segue:

“Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:
I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;
V – fundos de investimento;
VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;
VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
VIII – investidores não residentes.”

⁸³ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 47.

“Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.”

Além disso, o artigo 9º prevê que não se aplica a obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do cliente (*suitability*), o que será melhor explicado adiante, quando:

“I – o cliente for investidor qualificado, com exceção das pessoas naturais mencionadas no inciso IV do art. 9º-A e nos incisos II e III do art. 9º-B;

II – o cliente for pessoa jurídica de direito público; ou

III – o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteiras de valores mobiliários autorizado pela CVM; ou

IV – o cliente já tiver o seu perfil definido por um consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM e esteja implementando a recomendação por ele fornecida.

§ 1º Na hipótese do inciso IV, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição devem exigir do cliente a avaliação de seu perfil feita pelo consultor de valores mobiliários.

§ 2º A dispensa prevista no inciso IV não se estende aos casos em que os produtos, serviços e operações comandados pelo cliente não se relacionem diretamente à implementação de recomendações do consultor por ele contratado.”

A mencionada normativa prevê a classificação do cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas (artigo 3º), devendo ser observados os objetivos de investimento do cliente, sua situação financeira e se o mesmo possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto ou serviço (artigo 2º, incisos I, II e III), bem como considerados, no mínimo (i) os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes; (ii) o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto; (iii) a existência de garantias; e (iv) os prazos de carência (artigo 4º, parágrafo único, incisos I, II, III e IV).

A Instrução Normativa nº 544/2014 prevê, ainda, que caso o cliente deseje realizar um investimento não adequado ao seu perfil, poderá efetivá-lo mediante a declaração expressa de ciência de inadequação do seu perfil ao investimento desejado (artigo 6º, inciso II).

Nesse sentido, entende-se que os investidores denominados qualificados ou profissionais segundo a normativa da CVM, não podem ser considerados consumidores em razão do seu conhecimento técnico e/ou da própria natureza da sua atividade voltado ao mercado de capitais, como o caso dos clubes de investimentos e dos profissionais do mercado certificados.

Entende-se, ainda, que a pessoa jurídica pode ser considerada consumidora quando realizar investimentos para obter rendimentos sobre o capital de giro da empresa, pois o fato de ser pessoa jurídica, a qual já se entendeu que pode ser consumidora desde que não se utilize do produto ou serviço para o fomento do seu objeto social, e desde que seja vulnerável frente ao fornecedor do produto ou serviço, não lhe retira a possibilidade de ser consumidora dos serviços prestados pelos intermediários financeiros para aquisição de valores mobiliários e aquisição de cotas em fundos de investimento, e a devida proteção de seus direitos como investidora-consumidora.

Por outro lado, cumpre destacar que há diferença entre o intermediário prestador do serviço na compra e venda de valor mobiliário, e a relação jurídica do investidor com a empresa, por exemplo, quando adquire ações e se torna um investidor-acionista, ou seja, o investidor passa a ter uma relação jurídica com a empresa como acionista e de credor da empresa, quando adquire debêntures. No mesmo sentido, o investidor não é consumidor do governo, por exemplo, quando obtém títulos públicos por ele emitidos, porém, nesses exemplos, mantém relação jurídico-contratual consumerista com as instituições intermediárias para a aquisição de tais ativos financeiros e, portanto, é consumidor⁸⁴.

Com relação a essa questão, Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer posiciona-se no seguinte sentido:

“Reitero o posicionamento no sentido de que há hipóteses em que o investidor não será considerado consumidor, caso o investimento seja efetivado no curso do desenvolvimento de uma atividade empresarial. É o que ocorre, por exemplo, com as *private equities*,

⁸⁴ *Ibidem*, p. 41-42.

com os fundos de pensão ou com as empresas que fazem aplicações em fundos de investimento para dinamizar o seu negócio’

Reforça esta tese o fato de que a Instrução nº 539 da Comissão de Valores Mobiliários dispõe sobre as categorias de investidores profissionais e investidores qualificados. Implicitamente, os demais investidores seriam uma terceira categoria.

Entendo que não há relação de consumo na hipótese do investidor profissional, seja porque ele efetiva o investimento de forma empresarial, seja porque ele não possui vulnerabilidade frente à instituição financeira, por deter os conhecimentos técnicos e jurídicos pertinentes, além de ter expressiva dimensão econômica.”⁸⁵

Entende-se, ainda, que embora os investidores profissionais e qualificados acima elencados não devam ser considerados consumidores, quando se tratar das hipóteses de investidores denominados profissionais, as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio (inciso IV, artigo 9-A da IN nº 555/2014 da CVM); e os denominados qualificados, as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio⁸⁶ (inciso II, do artigo 9º-

⁸⁵ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Comentário Doutrinário*. 3.1. Contrato Bancário (Recurso Especial n. 656.932-SP (2004/0011451-0). Revista do Superior Tribunal de Justiça, vol. 240, Tomo 1, ano 27, outubro/novembro/dezembro de 2015, 301-329, Brasília: STJ, p. 325.

⁸⁶ Termos de enquadramento da Instrução Normativa nº 554/2014:

“ANEXO 9-A DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR PROFISSIONAL

Ao assinar este termo, afirmo minha condição de investidor profissional e declaro possuir conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos demais investidores.

Como investidor profissional, atesto ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores profissionais.

Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

Data e local,

[Inserir nome]”

“ANEXO 9-B DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR QUALIFICADO

Ao assinar este termo, afirmo minha condição de investidor qualificado e declaro possuir conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos investidores que não sejam qualificados.

Como investidor qualificado, atesto ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores qualificados.

Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

B da IN nº 555/2014 da CVM), estes sim devem ser considerados consumidores, vez que o valor aplicado não lhes retira a condição de vulnerabilidade em todas as suas vertentes e de hipossuficiência frente aos intermediários financeiros.

Em que pese a regulamentação realizar essa diferenciação em categorias de investidores e, por essa razão, direcionar determinados investimentos com base nessa classificação do investidor por presumir uma aptidão maior do investidor em lidar com as informações e os riscos do investimento – o que deve ocorrer sim no caso dos demais investidores profissionais e qualificados – tal propósito não tem o condão de afastar o evidente desequilíbrio da relação investidor-consumidor dos mencionados tipos de investidores com os intermediários financeiros do mercado de capitais apenas pelo valor do investimento.

Tome-se como exemplo, uma pessoa física com condição econômica razoável e que não costumava investir no mercado de capitais, a qual, repentinamente, tenha recebido uma herança de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) e queira rendimentos para que desse valor retire o seu sustento por muitos anos, de modo que investiu em um fundo de investimento sob administração de uma instituição financeira. Não há como descaracterizá-la como consumidora em razão do valor que tem de investimento no mercado de capitais, pois é evidente a sua vulnerabilidade. Da mesma forma, ainda que se trate de uma pessoa que tenha investimentos no mercado de capitais em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões reais), não se pode negar a sua qualidade de consumidora.

Os valores em investimentos não tem o condão de retirar ou afastar a condição de consumidor do investidor, tampouco exoneram de responsabilidade objetiva os intermediários financeiros por má prestação dos serviços e violação de qualquer dos direitos protetivos do investidor-consumidor, mesmo em razão de assinatura de termos ou declarações de ciência dos riscos financeiros relacionados às aplicações, dentre outros, os quais podem ser considerados nulos a teor do quanto disposto no artigo 51, inciso I, do Código de Defesa do Consumidor, o qual prevê que são nulas de pleno direito, entre outras, as cláusulas contratuais relativas ao fornecimento de produtos e serviços que “impossibilitem, exonerem ou atenuem

Data e local,

[Inserir nome]”

a responsabilidade do fornecedor por vícios de qualquer natureza dos produtos e serviços ou impliquem renúncia ou disposição de direitos”.

A especialidade dos serviços prestados pelos intermediários financeiros no mercado de capitais e todas as consignações contratuais e operações geradas retratam a impossibilidade de não se considerar vulnerável o investidor e, portanto, consumidor no mercado de capitais, bem como eximir a responsabilidade objetiva dos agentes quando violarem algum dos direitos protetivos do investidor-consumidor e o quanto disposto na esparsa regulamentação e autorregulação do mercado de capitais.

Disso decorre que, com exceção dos investidores profissionais e qualificados, todos os investidores são consumidores, incluindo os profissionais e qualificados acima destacados, frente aos serviços de intermediação financeira no mercado de capitais, seja na aquisição de ações ou outros valores mobiliários, como cotas de fundos de investimento, por meio dos intermediários financeiros.

3. OS CONTRATOS NO MERCADO DE CAPITAIS

3.1. A crise dos contratos e a sua massificação: a absorção do contrato de adesão pelos mercados financeiro e de capitais

Na Roma Antiga, o contrato era a relação constituída com base numa combinação que criava obrigações entre os indivíduos contratantes. Desde então existe a noção de contrato, cujo conceito tem evoluído conforme as mudanças sociais, económicas e morais.

Tal entendimento perdurou ao longo dos séculos, sendo que na França Napoleônica houve uma efetiva estruturação da noção de contrato.

A concepção clássica do contrato, estampada no Código Napoleônico, está diretamente ligada à autonomia da vontade. Nessa linha, contrato é uma livre manifestação da vontade entre indivíduos, que cria direitos e obrigações juridicamente protegidos. Cláudia Lima Marques, ao abordar o *Code Civil* explica:

“Marco da história do direito, esta codificação, que influenciaria grande parte dos ordenamentos jurídicos no mundo, coloca como valor supremo de seu sistema contratual a autonomia da vontade, afirmando, em seu art. 1.134, que as convenções legalmente formadas têm lugar das leis para aqueles que as fizeram. Esta visão extremamente voluntarista do direito contratual influenciará várias codificações, inclusive a nossa, moldando para sempre a concepção clássica do contrato.”⁸⁷

Assim, havia uma liberdade plena de contratar, cabendo às partes envolvidas, em posição de igualdade, estabelecer livremente as cláusulas contratuais com base em sua vontade.

Era uma época em que o liberalismo e o individualismo estavam em alta, não havendo maiores preocupações com os reflexos sociais de tal instrumento jurídico.

Na concepção clássica do contrato, portanto, temos a autonomia da vontade como base fundamental, que gera, por consequência, a liberdade de contratar, cabendo às partes envolvidas estabelecer livremente as cláusulas do acordo

⁸⁷ MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 3 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998, p. 43.

entabulado; e a obrigatoriedade daquilo que fora contratado, ou seja, o contrato, por ser oriundo da livre manifestação entre as partes, se torna lei entre elas, conforme estabelecia o Código Civil Francês de 1804, reforçando o pensamento romano expresso no brocardo latino *pacta sunt servanda*.

Claudio Luiz Bueno de Godoy afirma que a concepção clássica de contrato se pautava em três princípios básicos: (i) princípio da liberdade das partes (ou da autonomia da vontade) – pela liberdade de contratar, do que contratar e de com quem contratar; (ii) princípio da força obrigatória do contrato (*pacta sunt servanda*); e (iii) princípio da relatividade dos seus efeitos – o contrato não prejudica, nem favorece terceiros, além das partes contratantes⁸⁸.

Em tal época de liberalismo econômico e defesa da autonomia da vontade, as leis e o Judiciário tinham como função proteger a vontade das partes e assegurar o cumprimento do quanto estabelecido pelos contratantes⁸⁹, não se vislumbrando maiores interferências no quanto fora estabelecido entre os indivíduos.

Contudo, a partir da revolução industrial e o desenvolvimento social e econômico, tal concepção clássica do contrato entrou em crise, que na lição de Enzo Roppo se caracteriza pelo império dos contratos-modelo, a standardização contratual⁹⁰.

Isso porque, na sociedade massificada e de grandes corporações, com elevado índice de consumo, a base fundante do contrato, qual seja, a autonomia da vontade, teve de ser revisitada.

As grandes empresas, atuando para um sem número de consumidores, com intenções na aquisição dos mesmos produtos e/ou serviços, nas mesmas condições básicas, acabaram, por praticidade, economia e para mitigar riscos, padronizando seus contratos de oferta, com cláusulas básicas e indispensáveis, retirando da relação contratual, portanto, a antiga liberdade plena de escolha das cláusulas do negócio jurídico, surgindo, assim, os denominados contratos de adesão.

O Código de Defesa do Consumidor traz uma conceituação expressa de tal tipo de contrato, dispondo que contrato de adesão é aquele cujas cláusulas tenham

⁸⁸ GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Função Social do Contrato: os novos princípios contratuais*. 4ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2012, p. 27.

⁸⁹ MARQUES, Cláudia Lima. *Op. cit.*, p. 37.

⁹⁰ ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução de Ana Coimbra e Manuel Januário Costa Gomes. Coimbra: Almedina, 1988.

sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo (artigo 54).

Conforme explica Cláudia Lima Marques, no contrato de adesão não há liberdade contratual de definir conjuntamente os termos do contrato, podendo o consumidor somente aceita-lo ou recusá-lo, sendo o que os doutrinadores anglo-americanos denominam contrato em uma “*take-it-or-leave-it basis*”.⁹¹

Diante dessa nova realidade contratual é que surgiu a crise no conceito clássico de contratos, muito bem resumida por Cláudia Lima Marques:

“Com a industrialização e a massificação das relações contratuais, especialmente através da conclusão de contratos de adesão, ficou evidente que o conceito clássico de contrato não mais se adaptava à realidade socioeconômica do séc. XX.

Em muitos casos o acordo de vontades era mais aparente do que real; os contratos pré-redigidos tornaram-se a regra, e deixavam claro o desnível entre os contratantes – um autor efetivo das cláusulas, outro, simples aderente – desmentindo a idéia de que assegurando-se a liberdade contratual, estaríamos assegurando a justiça contratual.

Em outros novos contratos a liberdade de escolha do parceiro ou a própria liberdade de contrair não mais existia (contratos necessários), sendo por vezes a própria manifestação da vontade irrelevante, face ao mandamento imperativo da lei (contratos coativos).

A crise na teoria conceitual do direito era incontestável.”⁹²

Um dos principais setores da economia que passou a se utilizar de contratos massificados foi o setor bancário⁹³. Como via de consequência, o mercado de capitais seguiu a mesma linha, sendo que raro se encontra um contrato de investimento que não seja padronizado ou de simples adesão.

Seja a relação investidor-fundo, investidor-corretor ou investidor-consultor, quase que a totalidade dos contratos que serão submetidos ao investidor serão de adesão, com cláusulas pré-definidas e imutáveis.

⁹¹ MARQUES, Cláudia Lima. *Op, cit.*, p. 55.

⁹² *Ibidem*, p. 86.

⁹³ EFING, Antonio Carlos. *Contratos e procedimentos bancários à luz do código de defesa do consumidor*. 1ª ed., 3ª tir. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000 – (biblioteca de direito do consumidor; v. 12), p. 171.

Como dito, a autonomia da vontade, na teoria clássica dos contratos, se manifestava pela livre escolha do objeto e livre designação das cláusulas, fato afetado pelo surgimento dos contratos de adesão.

A padronização dos contratos, portanto, acabou por retirar de uma das partes contratante, em geral o consumidor, o poder de livremente entabular os meandros do contrato, afastando, por fim, a posição de igualdade entre os contratantes.

Não bastasse, a evolução social no início do século XX gerou uma outra afetação à teoria clássica dos contratos, influenciando diretamente na livre escolha do objeto contratado, passando a limitá-lo através de sua função social.

A realidade hipercomplexa surgida a partir de então refletiu no âmbito dos contratos, que se tornaram cada vez mais especializados, autorregulamentados, produtos de uma sociedade não mais industrial, mas tecnológica e de serviços⁹⁴.

Como destacada Claudio Luiz Bueno de Godoy, o contrato passa a ter uma dimensão social, que ultrapassa a esfera jurídica das partes contratantes e, mais, que resulta de fontes que, a rigor, não se circunscrevem ao quanto declarado no ajuste⁹⁵.

O poder absoluto da autonomia privada, base do Código Napoleônico, que tinha como consequência criar força de lei aos contratos firmados, passou a ser rechaçado pela nova ordem social. Assim, na tentativa de prevalecer o interesse social, inseriu-se no Código Civil de 2002, em seu artigo 421, que a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

A função social do contrato tem como desejo maior conciliar os bens comuns dos contratantes com os da sociedade, não proibindo a liberdade de contratar, mas fazendo com que a liberdade contratual se torne legítima.

As primeiras referências à função social do contrato surgiram no século XIX na Itália, França e Alemanha, correspondendo, respectivamente, ao pensamento de Rudolf von Jhering, Enrico Cimbali, Léon Duguit e Karl Renner⁹⁶.

⁹⁴ GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Op. cit.*, p. 17.

⁹⁵ *Ibidem*, p. 18.

⁹⁶ BRANCO, Gerson Luiz Carlos. *Função social dos contratos: interpretação à luz do Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 41

Contudo, Emilio Betti foi a principal influência do pensamento de Miguel Reale na composição da cláusula geral da função social do contrato, segundo Gerson Luiz Carlos Branco. Nas suas palavras:

“Na definição da ideia de sociabilidade e seu vínculo com o direito contratual, Miguel Reale, cita Emilio Betti para justificar ‘o sentido social do contrato’ e para afirmar que a declaração de vontade enquadra-se ‘como que em sua moldura natural, assumindo, em razão dos objetivos (*vedute*) da consciência social, a sua típica significação e relevo.”⁹⁷

Na concepção de Emilio Betti, conforme expõe Gerson Luiz Carlos Branco, o ato da autonomia privada já tem caráter preceptivo no plano social, o que é recepcionado pelo direito, não obstante corresponda a um pano de fundo que é a valorização da economia como área regulada pelo Estado e não mais como espaço de liberdade pura⁹⁸.

Explica, ainda, que a visão de Emilio Betti é dúplice: valoriza a autonomia privada como dado pré-jurídico e ao mesmo tempo limita a eficácia dessa autonomia no plano jurídico. Afirma que a limitação, que atinge a liberdade de contratar, deve-se à exigência de correspondência a funções socialmente relevantes para que o ordenamento jurídico reconheça e tutele determinado contrato, afastando a concepção de que a vontade é suficiente para formar contratos – não bastaria a declaração de vontade, mas que o contrato tenha causa.

Certo é que, com a passagem do Estado Liberal para o Estado Social, exigiu-se do Estado um papel diverso no campo jurídico – não apenas de proteção do direito (Estado “garantidor”) –, mas sim e também de promoção de objetivos determinados (Estado “dirigista”), que tem como exemplo a edição de leis protetivas como a Consolidação das Leis do Trabalho e o Código Defesa do Consumidor.

Preocupa-se com a igualdade real entre as partes, com o solidarismo que deve presidir suas relações, solidarismo esse que, nas palavras de Antônio Junqueira de Azevedo, “impõe, ao jurista, a proibição de ver o contrato como um átomo, algo que somente interessa às partes, desvinculado de tudo o mais”⁹⁹.

⁹⁷ *Ibidem*, p. 68.

⁹⁸ *Ibidem*, p. 72.

⁹⁹ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – Direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – Função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para o inadimplemento contratual*. Revista dos Tribunais, São Paulo, ano 87, v. 750, abril 1998, p. 113-120, p. 116.

Sobressaem valores impostos pela concepção do Estado Social, de privilégio à igualdade real, ao equilíbrio das partes, tidas como verdadeira posição de cooperação, corolário do solidarismo – erigido em pilar axiológico básico do sistema, por meio das disposições dos artigos 1º, inciso IV e 3º, inciso I, da Constituição Federal –, em que sua autonomia da vontade se vê, na afirmação de Enzo Roppo, relançada em novas bases e para desempenho de um novo papel¹⁰⁰.

Assim, percebe-se direta afetação à teoria clássica dos contratos, sendo que com a evolução da noção de função social do contrato, a liberdade de contratar, que dá sustento à autonomia da vontade, não mais pode ser compreendida de modo absoluto – por exemplo, as cláusulas gerais de contratos estandardizados que impedem a livre fixação do conteúdo contratual, reconhecendo-se, hoje, a existência de um novo princípio dos contratos, o princípio da autonomia privada¹⁰¹.

Para Antônio Junqueira de Azevedo, muito embora vislumbrando já um terceiro paradigma:

“(…) estamos em época de hipercomplexidade, os dados se acrescentam, sem se eliminarem, de tal forma que, aos três princípios que gravitam em volta da autonomia da vontade e, se admitido como princípio, ao da ordem pública, somam-se outros três – os anteriores não devem ser considerados abolidos pelos novos tempos mas, certamente, deve-se dizer que viram seu número aumentado pelos três novos princípios. Quais são esses novos princípios? A boa-fé objetiva, o equilíbrio econômico do contrato e a função social do contrato.”¹⁰²

Para Cláudia Lima Marques, a nova concepção de contrato é uma concepção social deste instrumento jurídico, para a qual não só o momento da manifestação da vontade (consenso) importa, mas onde também e principalmente os efeitos do contrato na sociedade são levados em conta e onde a condição social e econômica das pessoas nele envolvidas ganha em importância¹⁰³.

Essa nova concepção de contrato gera reflexos também no sistema financeiro e no mercado de capitais, sendo que os contratos estabelecidos entre investidores e os demais agentes do mercado, embora de adesão, passam a ser

¹⁰⁰ GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Op. cit.* p. 21.

¹⁰¹ *Ibidem*, p. 28.

¹⁰² AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Op. cit.*, p. 115.

¹⁰³ MARQUES, Claudia Lima. *Op. cit.*, p. 43.

compreendidos através de sua função social, pautando-se na boa-fé e no equilíbrio contratual, restando vedado cláusulas abusivas ou excessivamente onerosas.

Dessa forma, podemos traçar, como consequências da chamada crise dos contratos, ou melhor dizendo, crise da concepção clássica dos contratos, atualmente existir uma limitação da liberdade de contratar, — seja em razão do surgimento de enorme disparidade entre os contratantes, principalmente entre as grandes empresas e seus consumidores, manifestada por meio de contratos de adesão, sem a oportunidade de qualquer negociação prévia, em verdadeiro ato de imposição; seja em razão da função social do contrato, havendo leis que estabelecem formas e cláusulas contratuais obrigatórias, tais como o Código Civil de 2002¹⁰⁴ —, e uma relativização da força obrigatória do contrato, não sendo mais uma lei absoluta entre partes, cabendo sua revisão jurisdicional em caso de abusos ou oneração excessiva.

3.2. A função social, a boa-fé objetiva e a necessidade de equilíbrio nas relações contratuais no mercado de capitais

A função social do contrato é um princípio jurídico, daqueles que são fundamento não só à ordem econômica, no Brasil (artigo 170 da Constituição Federal), como ainda à própria estruturação da República, assentada sobre o valor social da livre iniciativa (artigo 1º, inciso IV, da Constituição Federal); mas, também, e antes, integra os próprios objetivos constitucionais (artigos 1º, inciso III, e 3º, inciso I) de estabelecimento de relações solidárias e de valorização da pessoa humana no trato entre os indivíduos¹⁰⁵.

Como bem destacou Álvaro Villaça de Azevedo, o Código Civil de 2002 retrata boa orientação ao referir-se à função social do contrato, pois que, embora exista este princípio, reconhecido pela doutrina, às vezes, ao aplicar a lei, são feridos valores sociais insubstituíveis, recomendando que o juiz, diante do caso concreto, atenha-se aos fins sociais que a lei se dirige¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Como exemplo de limitação à liberdade de livre estipulação das cláusulas contratuais, podemos citar o seguinte artigo: “Art. 489. Nulo é o contrato de compra e venda, quando se deixa ao arbítrio exclusivo de uma das partes a fixação do preço.”.

¹⁰⁵ GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Op. cit.*, p. 117-118.

¹⁰⁶ AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2004, p. 32.

No Código francês não há qualquer menção à função social do contrato, ou ainda a respeito da função social da propriedade, da qual de se poderia inferir implicitamente aquela. Também não há no direito constitucional francês contemplação direta do princípio da função social, no que se refere à propriedade ou ao contrato. Contudo, sua consagração ocorre de forma indireta através da construção jurisprudencial a respeito da noção de abuso de direito, extraída da aplicação do artigo 4º da Declaração dos Direitos do Homem¹⁰⁷.

Na Alemanha, não há também qualquer referência em seu Código à função social do contrato ou da propriedade. Porém, trata-se de um Código avançado em matéria contratual, vez que contém dispositivos penalizando com a nulidade o ato contrário aos bons costumes ou fruto de lesão (§ 138), vedando o abuso de direito (§ 226) e instituindo a boa-fé objetiva (§§ 157 e 242)¹⁰⁸.

Por outro lado, a Constituição alemã reconhece a função social da propriedade, embora não utilize explicitamente o termo “função social da propriedade”. Com relação à função social do contrato ou livre-iniciativa, não há qualquer referência na Constituição alemã¹⁰⁹.

A Constituição italiana recepcionou o fenômeno da socialização, tanto no que diz respeito à função social da propriedade quanto ao reconhecimento do valor social da livre-iniciativa, mantendo implícita, em nível constitucional, a instituição da função social do contrato¹¹⁰.

No Código Civil italiano, entretanto, há consagração expressa do princípio da função social do contrato, em seu artigo 1.322. Acolhe, também, o princípio da boa-fé objetiva, em seu artigo 1.375, bem como a teoria da imprevisão, no seu artigo 1.467¹¹¹.

No panorama internacional, portanto, mesmo na ausência de disposição expressa nas legislações de determinados países sobre a função social do contrato, trata-se de uma decorrência natural do Estado Social, que é uma realidade internacional e se fundamenta na preponderância do coletivo sobre o individual.

¹⁰⁷ SANTIAGO, Mariana Ribeiro. *O princípio da função social do contrato*. Curitiba: Juruá, 2005, p. 142.

¹⁰⁸ *Ibidem*, p. 144.

¹⁰⁹ *Ibidem*, p. 145.

¹¹⁰ *Ibidem*, p. 147.

¹¹¹ *Ibidem*, p. 147-148.

Orlando Gomes assevera que pelo princípio da função social do contrato, entende-se dever ser o contrato socialmente útil, gerando o interesse público na sua tutela. Conseqüentemente, os contratos que regem interesses sem utilidade social, fúteis ou improdutivos não merecem proteção jurídica¹¹².

Na lição de Álvaro Villaça de Azevedo, o artigo 421, do Código Civil, alarga a capacidade do juiz para proteger o mais fraco na contratação, no caso de estar sofrendo pressões em decorrência da hipossuficiência econômica, o que decorre, por exemplo, da imposição de cláusulas abusivas ou da publicidade enganosa¹¹³.

Como observa Antonio Junqueira de Azevedo, a determinação constitucional do valor social da livre iniciativa impõe, ao jurista, a proibição de ver o contrato como um átomo, algo que somente interessa às partes, desvinculado de tudo o mais, sendo que, qualquer contrato, tem importância para toda a sociedade e essa asserção, por força da Constituição, faz parte do ordenamento positivo brasileiro – de resto, o artigo 170, *caput*, da Constituição Federal de novo salienta o valor geral, para a ordem econômica, da livre iniciativa¹¹⁴.

Para Rogério Ferraz Donnini, a função social do contrato está intimamente ligada à ideia de comutatividade ou justiça comutativa, a partir do momento em que visa impedir a celebração de pactos contrários aos ideais de justiça. A função social do contrato sempre fez parte da teoria contratual e só não foi utilizada porque se acreditava que poderia ser obtida pela simples atuação dos contraentes, o que não aconteceu de fato¹¹⁵.

Conforme expõe Mariana Ribeiro Santiago, além de destacar a preponderância do interesse coletivo na base da função social, Humberto Theodoro Junior exemplifica as possibilidades de desvio da função social do contrato, tais como (i) induzir consumidores a adquirirem produto ou serviço sob influência de propaganda enganosa; (ii) contrato que importe em concorrência desleal, (iii) alugar imóvel em zona residencial, para fins comerciais, dentre outros¹¹⁶.

Giselda Hironaka, contudo, enumera dois problemas no artigo 421 do Código Civil, para que se alcance a perfeita redação e se permita a total consagração do

¹¹² GOMES, Orlando. *Contratos*. 25ª ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 20.

¹¹³ AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Op. cit.*, p. 32.

¹¹⁴ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Op. cit.*, p. 116.

¹¹⁵ DONNINI, Rogério Ferraz. *A Constituição Federal e a concepção social do contrato*. In VIANA, Rui Geraldo Camargo; NERY, Rosa Maria de Andrade (orgs.). *Temas atuais de direito civil na Constituição Federal*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 69-79, p. 73-74.

¹¹⁶ SANTIAGO, Mariana Ribeiro. *Op. cit.*, p. 79-80.

princípio da função social do contrato. Tais problemas são: a menção à liberdade de contratar e a afirmação de que o princípio da função social é a razão do exercício dessa liberdade¹¹⁷.

Melhor técnica, segundo Mariana Ribeiro Santiago com fulcro em Giselda Hironaka, seria a menção à liberdade de contratar, tendo em vista ser esta ilimitada, em decorrência da alta expressão da autonomia privada, emanada do direito de liberdade, fundada na dignidade da pessoa humana e não se refere, todavia, ao conteúdo do contrato¹¹⁸.

Conforme explica, a liberdade de contratar implica a liberdade de decidir celebrar ou não o contrato, bem como a liberdade de escolher outro contratante. Por outro lado, a liberdade contratual é a liberdade de determinar o conteúdo do contrato, suas cláusulas, sendo permitida legalmente, inclusive, a criação de contratos atípicos.

Por fim, afirma que a função social do contrato atinge a liberdade contratual, pois o indivíduo não fica limitado no seu direito de celebrar ou não um contrato com pessoa de seu interesse e de sua escolha, mas, uma vez decidido a celebrar esse contrato, deve fazê-lo de forma a não prejudicar a sociedade, respeitando um limite, a função social do negócio, que pode ser ferida através do conteúdo do contrato. A função social apenas limita a liberdade, não a substituiu. Esta é, como já demonstrado no tópico antecedente, uma das vertentes da denominada crise da teoria clássica de contrato.

Cumprido destacar que o conceito de função social abrange um conteúdo genérico “*inter partes*” e um conteúdo genérico “*ultra partes*”.

O contrato tem uma função social projetada, em primeiro lugar, entre as próprias partes contratantes, ainda que, atendendo à promoção de valores constitucionais que, *a priori*, lhe digam respeito, projete-se igualmente sobre o corpo social e a bem do próprio desenvolvimento da sociedade.

A função social, em primeiro lugar, parte da própria relação envolvendo os contraentes, de resto como, igualmente, se dá com a função social da propriedade que, por exemplo, sendo rural, se atende quando seu exercício preserva o bem-

¹¹⁷ HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Função social do contrato*. Estudos Jurídicos, v. 19, n.º 47, 1986, p. 95-111, p. 09.

¹¹⁸ SANTIAGO, Mariana Ribeiro. *Op. cit.*, p. 90-91.

estar também do proprietário, e não só de terceiros (artigo 186, inciso IV, da Constituição Federal).

Daí, inclusive, segundo Claudio Luiz Bueno de Godoy, não se aceder, plenamente, à tese limitativa ou reducionista adotada, por maioria, na interpretação do artigo 421, do novo Código Civil, na Jornada de Direito Civil, realizada no Superior Tribunal de Justiça em 2002, para debate sobre a nova legislação, no sentido de que a função social do contrato “constitui-se em cláusula geral que impõe a revisão do princípio da relatividade dos efeitos do contrato, em relação a terceiros, implicando a tutela externa do crédito”¹¹⁹.

Pondera o autor, afirmando que melhor a conclusão, sobre o mesmo dispositivo, é de que a função social atua sempre quando presente estejam interesses metaindividuais mas, também, interesse individual relativo à dignidade da pessoa humana, ou seja, a função social atuando, primeiro, *inter partes*.

O conteúdo *ultra partes* do princípio significa que produz efeitos sobre terceiros não integrantes da relação contratual, como uma eficácia social do contrato.

Essa face externa da função social do contrato, essa face social, significa flagrante corte no elastério clássico de um dos tradicionais princípios do contrato, o de sua relatividade, de acordo com Claudio Luiz Bueno de Godoy, apontando que haverá situações em que o terceiro acaba se vinculando a uma prestação principal constante de contrato de que não foi parte, como no *bystander* ou na rede de contratos – ou seja, dele poderá exigir a prestação principal ou, por diversos termos, a ele se reconhecerá essa prerrogativa¹²⁰.

Um campo em que especialmente se verificou, nos últimos anos, o fenômeno da erosão do princípio da relatividade dos efeitos dos contratos foi o das relações de massa ou, especificamente, o das relações consumeristas, em que, com frequência, consequências de um ajuste acabam afetando terceiros não consumidores diretos do produto ou serviço, da mesma forma que também afetam quem não é o fornecedor, ao menos direto¹²¹.

A edição do Código de Defesa do Consumidor é evidente exemplo do fenômeno do dirigismo contratual implementado por meio do Estado-legislador,

¹¹⁹ GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. *Op. cit.*, p. 147-148.

¹²⁰ *Ibidem*, p. 148-149.

¹²¹ *Ibidem*, p. 160.

sendo inúmeras as hipóteses de proteção da situação de intrínseca vulnerabilidade do consumidor, garantindo o consumidor diante da situação de lesão ou onerosidade excessiva (artigos 6º, inciso V, e 51, §1º, inciso III), da propaganda abusiva (artigo 37), da oferta imprecisa (artigo 31), da compra a distância (artigo 49), da relação contratual que não seja clara (artigo 46) ou a interpretação que lhe seja favorável (artigo 47).

Como leciona Claudio Luiz Bueno de Godoy, especialmente três situações devem ser referidas como expressão da necessidade de que a dignidade e o solidarismo, portanto, função social do contrato, lhes presidam o elastério, por vezes, justificando a atribuição de efeitos jurídicos que, regra geral, seriam recusados: o dever de contratar, as relações contratuais de fato ou paracontratuais e as cláusulas abusivas.

Com relação às cláusulas abusivas, tais cláusulas carregam consigo danosidade social, revelando situação de desigualdade substancial que precisa ser corrigida, corolário do princípio constitucional da igualdade material e, assim, do próprio solidarismo.

Em se tratando de relação de consumo, essa correção ou tutela, no Brasil, se faz com referência às cláusulas abusivas (artigo 51, do Código de Defesa do Consumidor), cujo controle é efetivado por imperativo primeiro e básico do princípio do equilíbrio contratual, mas também a função social do contrato desempenha um papel, espriando uma eficácia interpretativa, ou negativa, conforme o caso¹²².

Especificamente no âmbito do mercado de capitais, no qual, conforme já discorrido, também impera a massificação dos contratos, a função social destes toma relevo, na medida em que eventuais cláusulas abusivas, onerosas ou em desacordo com determinações contidas em regulamentos e leis poderão ser revistas pelo Poder Judiciário.

Outro princípio surgido a partir da evolução do Estado Social é o da boa-fé objetiva que, segundo Giselda Hironaka enquanto princípio informador da validade e eficácia contratual, visa garantir a estabilidade e a segurança dos negócios jurídicos, tutelando a justa expectativa do contraente que acredita e espera que a

¹²² *Ibidem*, p. 182.

outra parte aja em conformidade com o avençado, cumprindo as obrigações assumidas, devendo estar presente em todas as fases contratuais¹²³.

Para Antonio Junqueira de Azevedo, o princípio da boa-fé possui três funções na fase contratual: *adjuvandi*, que é auxiliar na interpretação do contrato; *supplendi*, que é suprimir eventuais falhas, ou seja, solucionar lacunas do contrato; e *corrighendi*, que é corrigir algo previsto contratualmente que não seja de direito no sentido justo¹²⁴.

No âmbito do mercado de capitais, em que há uma evidente disparidade técnica entre os investidores e os demais agentes, por se tratar de mercado complexo, com regras e dinâmicas específicas, que fogem à compreensão do homem médio, esse princípio é de vital importância na proteção do investidor e, como consequência, na proteção do funcionamento do próprio mercado, uma vez que a confiança é base fundante de tal setor econômico.

Os investidores devem ter a segurança de que aquele que cuidará de seus investimentos atuará com boa-fé e que as disposições constantes dos contratos de adesão firmados não lhe são prejudiciais.

A Comissão de Valores Mobiliários traz o princípio da boa-fé como um norte para a atuação de diversos agentes do mercado, tal como o intermediário (a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários), que deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes, sendo vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes (artigo 30, *caput* e parágrafo único da Instrução Normativa nº 505/2014 da CVM, a qual estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.). Além disso, a referida Instrução prevê que o intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que

¹²³ HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Contrato: estrutura milenar de fundação do direito privado*. Revista do Advogado, São Paulo, n.º 68, 2002, p. 79-86.

¹²⁴ JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. *Insuficiências, deficiências e desatualização do projeto de código civil na questão da boa-fé objetiva nos contratos*. Revista Trimestral de Direito Civil, Rio de Janeiro, v. 1, n. jan/mar. 2000, p. 3-12.

sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses (artigo 31, *caput*).

Também o consultor de valores mobiliários deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade, colocando os interesses de seus clientes acima dos seus (artigo 15 da Instrução Normativa nº 592/2017).

Da mesma forma o agente autônomo de investimento deve agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade todo o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado (artigo 10 da Instrução Normativa nº 497/2011).

Portanto, no mercado de capitais, em que há uma evidente vulnerabilidade dos investidores frente aos demais agentes do mercado, temos que os princípios da função social do contrato e da boa-fé objetiva são fundamentais para garantir um equilíbrio nas relações contratuais nessa seara.

Fernando Estevam Bravin Ruy muito bem destaca que a sociedade de consumo exigiu um outro patamar de atitude estatal em que o agente intermediador do mercado de capitais não é o guru que propicia espetacular rentabilidade para o investidor, mas o fornecedor de serviços, que deve arcar com o ônus de exercer uma atividade por meio da obtenção de remuneração, uma instituição financeira pessoa jurídica; e, do outro lado da relação contratual um investidor que é consumidor, sob o ponto de vista do serviço fornecido¹²⁵.

3.3. A aproximação principiológica entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil: o diálogo das fontes aplicado ao mercado financeiro e de capitais

O Código Civil de 2002 unificou as obrigações civis e empresariais, ou seja, as relações privadas entre “iguais” optando o Brasil por criar um Direito Privado *sui generis*¹²⁶.

¹²⁵ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do Investidor Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 116.

¹²⁶ MARQUES, Cláudia Lima. *Superação das Antinomias pelo Diálogo das Fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002 – reflexões sobre a necessária visão do relacionamento entre o CDC e CC/2002*. In JUNQUEIRA DE

O modelo brasileiro – diferente do existente nos países principais do Direito Comparado romano-germânico, como Itália, Alemanha ou França –, optou por regular de forma especial a relação entre consumidor e fornecedor.

Segundo Cláudia Lima Marques, na pluralidade de leis ou fontes, existentes ou coexistentes no mesmo ordenamento jurídico, ao mesmo tempo, que possuem campos de aplicação pra coincidentes ora não, os critérios tradicionais da solução dos conflitos de leis no tempo (Direito Intertemporal), encontrariam seus limites.

Isto ocorre porque pressupõe a retirada de uma das leis (a anterior, a geral e a de hierarquia inferior) do sistema, daí propor Erik Jayme o caminho do diálogo das fontes, para a superação das eventuais antinomias aparentes existentes entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002.

Antônio Junqueira de Azevedo alertou para este problema antes mesmo da aprovação do Código Civil de 2002, ponderando que introduzir no sistema jurídico brasileiro, já hiper-complexo, uma regulamentação unitária (igual) para as relações civis e comerciais poderia resultar em um retrocesso da proteção dos mais fracos. Segundo o autor, a solução seria a procura de uma igualdade com *aequitas*, a necessária distinção entre o que é igual e o que é diferente, na sociedade pós-moderna atual¹²⁷.

Daí o desafio maior do Direito Privado brasileiro, em face da unificação do regime das obrigações civis e comerciais no Código Civil de 2002, em face do mandamento constitucional de discriminar positivamente e tutelar de forma especial os direitos dos consumidores (artigo 5º, inciso XXXII da Constituição Federal).

Segundo Cláudia Lima Marques, em um só tipo contratual (como o de mandato ou de seguro), podem estar presentes várias naturezas, vários sujeitos de direito, iguais ou diferentes na comparação entre si, daí porque determinar o campo de aplicação do Código Civil de 2002 aos contratos seria tarefa hercúlica, neste sistema jurídico altamente complexo, microcodificado, plural e fluido, pois os papéis que os sujeitos de direito representam no mercado e na sociedade modificam-se de um ato para o outro¹²⁸.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de; TÔRRES, Heleno Taveira; CARBONE, Paolo (coord.) – *Princípios do Novo Código Civil Brasileiro e Outros Temas – Homenagem a Tullio Ascarelli*. – São Paulo, Quartier Latin, 2008, p. 130.

¹²⁷ AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *O Direito pós-moderno e a codificação*. *Revista Direito do Consumidor*. São Paulo, 2002, v. 33, p. 124 e ss.

¹²⁸ MARQUES, Cláudia Lima. *Op. cit.*, p. 132.

A reconstrução do direito privado brasileiro identificou, portanto, três sujeitos: o civil, o empresário e o consumidor, mesmo se os princípios do Código Civil de 2002 e do Código de Defesa do Consumidor são, em geral, os mesmos, de modo que Cláudia Lima Marques apresenta três modelos de coexistência entre o Direito Civil e o Direito do Consumidor nos países da família romano-germânica¹²⁹, destacando que, com relação ao modelo brasileiro, as distinções entre os contratos ou obrigações entre dois civis, dois empresários e entre um empresário e um civil ou consumidor, persistem e ganham força apesar da unificação realizada pelo novo Código Civil.

Segundo Cláudia Lima Marques, se de um lado o Código Civil de 2002 faz uma opção italiana, ou semelhante ao *Codice Civile* 1942, unificando o tratamento das obrigações civis e comerciais e revogando a primeira parte do Código Comercial, por outro, diferente da opção alemã, o direito brasileiro segue trabalhando com um Código central, subsidiário e um micro-código especial prevalente, que define seu próprio campo de aplicação exclusivo¹³⁰.

Entende a autora que se o Código Civil de 2002 modificou o Direito Privado brasileiro, unificando o direito das obrigações, e definiu o empresário (art. 966), a sociedade empresária (art. 982) e o estabelecimento (art. 1.142), não definiu – assim como também não o fez o Código Civil Italiano de 1942 – o elemento unificador do direito privado: a empresa – trata-se de uma opção subjetiva: a definição do papel que o sujeito exerce no mercado, naquele preciso momento e naquele contexto relacional, é que definirão o campo de aplicação das leis e a maneira como elas “dialogam” ou se aplicam, no mesmo tempo, àquela mesma situação jurídica: prioritariamente ou subsidiariamente – e, mais, a finalidade (civil, empresarial ou de consumo) da relação é outro fator a considerar, o que valoriza a teoria finalista de interpretação do Código de Defesa do Consumidor e a definição principal de consumidor do artigo 2º do CDC “consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”.

Entende, ainda, que do domínio desta destinação subjetiva e finalista (relação entre iguais, de finalidade puramente civil ou de finalidade comercial e relação mista entre diferentes ou de consumo), depende a própria compreensão

¹²⁹ *Ibidem*, p. 136-147.

¹³⁰ *Ibidem*, p. 154-155.

sobre a aplicação da nova lei (CC/02) e suas antinomias (reais ou aparentes) ou diálogos como as leis especiais anteriores, como o CDC, definindo, portanto, o modelo brasileiro como *sui generis* no direito comparado: um código para iguais e um código para diferentes.

Analisando o Código de Defesa do Consumidor como sistema, afirma que o CDC brasileiro concentra-se no sujeito de direitos (e não tem atos de consumo), visa proteger este sujeito identificado constitucionalmente como vulnerável e especial, sistematiza suas normas a partir desta ideia básica de proteção de apenas um sujeito “diferente” da sociedade de consumo: o consumidor –, portanto, é Código de Proteção.

Diante disso, Cláudia Lima Marques¹³¹ utiliza a seguinte figura de linguagem para definir o modelo brasileiro: o direito privado brasileiro reconstruído pela constituição de 1988 é semelhante a um edifício – o CC/02 é a base geral e central, é o próprio edifício, em que todos usam o corredor, o elevador, os jardins, é a entrada comum a civis, a empresários e a consumidores em suas relações obrigacionais – já o CDC é um local especial, só para privilegiados, é o como o apartamento de cobertura: lá existem privilégios materiais e processuais para os diferentes, que passam por sua porta e usufruem de seu interior, com piscina, churrasqueira, vista para o rio ou o mar e outras facilidades especiais – na porta da cobertura só entram os convidados: os consumidores, os diferentes, em suas relações mistas com fornecedores – sustentando conceitualmente o privilégio ou como base do CDC, está o CC/02, com seus princípios convergentes (boa-fé, combate ao abuso, à lesão enorme, à onerosidade excessiva etc.), sempre pronto a atuar subsidiariamente – em outras palavras: o fornecedor que entre no apartamento de cobertura para fazer negócios com consumidores sabe que sua boa-fé deve ser qualificada, o que não quer dizer que nos outros andares do edifício não tenham também que agir de boa-fé.

Disso decorre a teoria do diálogo das fontes (“*dialog der quellen*”) do professor alemão Erik Jayme, professor da Universidade de Heidelberg, o qual propõe um novo paradigma de coordenação e coerência restaurada de um sistema legal de fontes plúrimas, ensinando em seu curso que diante do “pluralismo pós-

¹³¹ MARQUES, Cláudia Lima. *Op. cit.*, p. 155.

moderno” de fontes legislativas, a necessidade de coordenação entre as leis no mesmo ordenamento jurídico é exigência de um sistema eficiente e justo.

Ensinava, ainda, que a expressão usada antigamente era a de conflitos de leis no tempo, ou direito intertemporal, a significar que, como haveria “colisão” entre os campos de aplicação dessas leis, por exemplo, uma lei anterior de 1990, como o CDC, ou de 2002, como o CC brasileiro e uma lei posterior, como a lei sobre consórcio, a solução do “conflito” seria a prevalência de uma e a consequente exclusão (ab-rogação, derrogação, revogação) da outra ou outras do sistema – numa visão perfeita e moderna teríamos a tese (lei antiga), a antítese (lei nova) e a síntese (revogação), a trazer clareza ao sistema – os critérios para resolver os conflitos de leis no tempo seriam três: anterioridade, especialidade e hierarquia sendo a hierarquia, segundo Norberto Bobbio, o critério definitivo¹³².

Analisando a complexidade da realidade fática sobre a qual incidem as normas do direito internacional privado, em especial considerando o direito à identidade cultural no contexto da sociedade globalizada, identifica a pluralidade de fontes jurídico-normativas e a necessidade de sua coordenação pelo intérprete.

A teoria de Erik Jayme, em resumo, propõe, no lugar do conflito de leis a visualização da possibilidade de coordenação sistemática destas fontes: o diálogo das fontes – uma coordenação flexível e útil das normas em conflito no sistema a fim de restabelecer a sua coerência – muda-se o paradigma: da retirada simples (revogação) de uma das normas em conflito do sistema jurídico ou do monólogo de uma só norma (a comunicar a solução justa), à convivência destas normas, ao diálogo das normas para alcançar a sua *ratio*, a finalidade visada ou narrada em ambas, sob a luz da Constituição, de seu sistema de valores e dos direitos humanos em geral.

Segundo Cláudia Lima Marques, na sociedade complexa atual, aceite-se ou não a pós-modernidade, com a descodificação, a tópica e a micro-recodificação (como a do CDC) trazendo uma forte pluralidade de leis ou fontes, a doutrina atualizada está a procura de uma harmonia ou coordenação entre estas diversas normas do ordenamento jurídico (concebido como sistema) – é a denominada

¹³² MARQUES, Cláudia Lima (coord.). *Diálogo das Fontes: do conflito à coordenação de normas do direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 27.

“coerência derivada ou restaurada”, que procura uma eficiência não só hierárquica, mas funcional do sistema plural e complexo de nosso direito contemporâneo.

A proposição de Erik Jayme repercute no direito brasileiro a partir dos trabalhos da Professora Claudia Lima Marques, em 2003, que toma a ideia-força da solução proposta pelo professor alemão e, a partir dela, desenvolve um método de interpretação fundado na coordenação de diferentes fontes normativas.

Cláudia Lima Marques sustenta que o advento do Código Civil de 2002 não deve servir para afastar a aplicação das normas do Código de Defesa do Consumidor às relações de consumo, identificadas a partir das definições como de consumidor e fornecedor e, da mesma forma, deve ser compreendida a influência do sistema geral do Código Civil pelo direito do consumidor.

Como conclui que o Código Civil de 2002 é *sui generis* no direito comparado, entende Cláudia Lima Marques que o CC/02 realizou a unificação das obrigações civis e comerciais, tornando-se um código “único”, mas não exaustivo, permanecendo a distinção das relações de consumo.

Refletindo sobre quais seriam os diálogos possíveis entre o Código de Defesa do Consumidor e Código Civil, Cláudia Lima Marques desenvolveu o método sustentando serem três os diálogos possíveis entre o Código de Defesa do Consumidor, como lei anterior, especial e hierarquicamente constitucional, e o Código Civil de 2002: (i) diálogo sistemático de coerência; (ii) diálogo sistemático de complementariedade e subsidiariedade; e (iii) diálogo de coordenação e adaptação sistemática¹³³.

No diálogo sistemático de coerência, quando da aplicação simultânea das duas leis, uma lei pode servir de base conceitual para a outra, especialmente se uma lei é geral e a outra especial. Por exemplo, o que é nulidade, o que é pessoa jurídica, o que é prova, decadência, prescrição, se conceitos não definidos no microssistema, terão sua definição atualizada pela entrada em vigor do Código Civil de 2002. Este diálogo é exatamente contraposto, ou no sentido contrário da revogação ou ab-rogação clássicas, em que uma lei era superada e retirada do sistema pela outra.

No diálogo sistemático de complementariedade e subsidiariedade em antinomias aparentes ou reais, quando na aplicação coordenada das duas leis, uma

¹³³ MARQUES, Cláudia Lima. *Op. cit.*, p. 159-160.

lei pode complementar a aplicação da outra, a depender de seu campo de aplicação no caso concreto, a indicar a aplicação complementar tanto de suas normas, quanto de seus princípios, no que couber, no que for necessário ou, subsidiariamente.

O diálogo das influências recíprocas sistemáticas (diálogo de coordenação e adaptação sistemática) ocorrerá como no caso de uma possível redefinição do campo de aplicação de uma lei.

Como explica Cláudia Lima Marques, as definições de consumidor *stricto sensu* e de consumidor equiparado podem sofrer influências finalísticas do novo Código Civil, uma vez que esta lei nova vem justamente para regular as relações entre iguais, dois iguais-consumidores ou dois iguais-fornecedores entre si, no caso de dois fornecedores tratam-se de relações empresariais típicas, em que o destinatário final fático da coisa ou do fazer comercial é um outro empresário ou comerciante), ou como no caso da possível transposição das conquistas do *Richterrecht* (Direito dos Juízes), ou seja, da jurisprudência que, produzida a partir da aplicação das normas de proteção do consumidor, serve igualmente à interpretação das normas civis – como o sentido e efeitos do princípio da boa-fé – é a influência do sistema especial no geral e do geral no especiais, um diálogo de duplo sentido.

O diálogo das fontes é um novo método, um novo paradigma para solução das dificuldades de aplicação do direito atual – e a doutrina (Leonardo Bessa, Flávio Tartuce) e jurisprudência brasileira bem recebeu o método do diálogo das fontes em questões que envolviam o processo civil, o direito civil, o direito ambiental, o direito do consumidor, o direito administrativo e o direito econômico.

Segundo Flávio Tartuce, a primeira tentativa de aplicação do diálogo das fontes se dá com a possibilidade de subsunção concomitante tanto do Código de Defesa do Consumidor quanto do Código Civil a determinadas relações obrigacionais, sobretudo aos contratos, em razão da aproximação principiológica entre os dois sistemas, consolidada pelos princípios sociais contratuais, sobretudo pela boa-fé objetiva e pela função social dos contratos. Com a teoria do diálogo das fontes, “supera-se a ideia de que o Código de Defesa do Consumidor seria um microssistema jurídico totalmente isolado do código civil”¹³⁴.

¹³⁴ TARTUCE, Flávio. *A teoria geral dos contratos de adesão no Código Civil. Visão a partir da teoria do diálogo das fontes*. In: MARQUES, Cláudia Lima (coord.). *Diálogo das Fontes: do conflito à coordenação de normas do direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 208.

No caso, por exemplo, de contrato de adesão (artigos 423 e 424 do Código Civil e 47 do Código de Defesa do Consumidor), que é aquele imposto pelo estipulante, seja ele um órgão público ou privado, geralmente o detentor do domínio ou poderio contratual, gerando uma assimetria negocial, há uma proteção ao aderente pelo Código de Defesa do Consumidor.

Na prática é comum que o contrato de consumo seja de adesão e vice-versa. Mas não necessariamente, pois o contrato pode ser de adesão sem ser de consumo. Cite-se, por exemplo, o contrato de franquia.

O reconhecimento da cláusula abusiva não pode gerar por si só a nulidade de todo contrato de adesão, se for possível corrigi-lo e integrá-lo, pois assim como ocorre nos contratos de consumo, deve se prestigiar a conservação do negócio jurídico.

Outro exemplo, ainda, no caso da teoria da imprevisão que gera um desequilíbrio contratual, o Código Civil prevê a resolução, e o Código de Defesa do Consumidor prevê a revisão, que é direito básico do consumidor (artigo 6º do CDC). Deve-se averiguar a possibilidade de penetração de um instituto no outro para se impor a negociação do contrato.

O Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil tem princípios comuns, como a boa-fé, que é a base do Código de Defesa do Consumidor, e importante princípio do Código Civil (artigos 113, 329 e 422), mas fato é que cada lei tem objetivos específicos.

A solução de antinomias não se pode dar apenas pela especialidade de uma lei, o Código de Defesa do Consumidor, por exemplo, é especial, mas o Código Civil também é especial em várias passagens, como nas relações condominiais e nos contratos em espécie.

Necessário se faz buscar uma interpretação que tenha o resultado como critério, preservando a coerência valorativa e a unidade do sistema como um todo, analisando-se os objetos de cada lei aplicável, e utilizando-se de parâmetros razoáveis.

Na jurisprudência vem sendo aplicado, em especial desde o julgamento da Ação Direito de Inconstitucionalidade n.º 591 (2006) pelo Superior Tribunal de Justiça, que concluiu pela constitucionalidade da aplicação do Código de Defesa do Consumidor a todas as atividades bancárias. Extrai-se do voto do Ministro

Joaquim Barbosa, em relação ao alegado confronto entre lei complementar disciplinadora da estrutura do Sistema Financeiro Nacional e CDC, referiu-se à técnica do diálogo das fontes observando “não há, a priori, por que falar em exclusão formal entre essas espécies normativas, mas, sim, em influências recíprocas, em aplicação conjunta das duas normas ao mesmo tempo e ao mesmo caso, seja complementariamente”.

Na análise de casos concretos envolvendo o mercado financeiro e de capitais, portanto, deve-se aplicar o diálogo das fontes, ou seja, far-se-á uma interpretação sistêmica, aplicando o Código de Defesa do Consumidor quando houver relação de consumo, mas também as disposições do Código Civil no que couber, complementadas pelas regras da regulação específica, especialmente da Comissão de Valores Mobiliários, bem como da autorregulação.

3.4. O contrato no fundo de investimento e a sua natureza jurídica

Como visto, os contratos são a base da sociedade moderna e o mecanismo pelo qual se regem as relações sociais, de modo que, também no âmbito do mercado de capitais, como não poderia ser diferente, existem diversos contratos celebrados entre o investidor e os intermediários financeiros.

Cumprido, portanto, analisar, brevemente, visto não ser o objeto principal do presente estudo, a relação contratual e a natureza jurídica dos fundos de investimento, pois conforme já demonstrado, há evidente relação de consumo.

No caso dos fundos de investimento, há a formação de um contrato bilateral, de adesão, oneroso, que cria direitos e obrigações para ambas as partes contratantes, de modo sinalagmático, inominado e atípico, pois decorre do regulamento do fundo de investimento elaborado pelo administrador.

O contrato é de adesão pois não permite a liberdade contratual, fruto da autonomia da vontade privada, devido à preponderância da vontade de um dos contratantes, que elabora todas as cláusulas e atípico, pois tem características peculiares, verificando-se, contudo, elementos de vários contratos tradicionais, como o mandato, o depósito e a comissão, embora não limitado a um destes.

A própria Instrução Normativa 555/2014 da CVM prevê em seu artigo 25 que todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante formalização de termo de

adesão e ciência de risco, que teve acesso ao inteiro teor do regulamento, da lâmina, se houver; e do formulário de informações complementares (inciso I, a), ou seja, trata-se de evidente contrato de adesão.

Segundo a mencionada Instrução Normativa, o termo de adesão deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres, observar o art. 40, § 1º (as informações sobre os fundos devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; e úteis à avaliação do investimento), e conter as seguintes informações: identificação dos 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo; e aviso de que informações mais detalhadas podem ser obtidas no formulário de informações complementares (§ 1º do artigo 25).

André Gomes de Sousa Alves muito bem discorre sobre a incidência das características dos contratos tradicionais nos contratos de fundos de investimento¹³⁵, a começar pelo mandato, sobre qual afirma que é diferente do contrato resultante do investimento em fundos, visto que há a possibilidade do administrador renunciar à gestão, ou de qualquer condômino exercer individualmente os direitos inerentes aos valores e títulos em copropriedade, bem como a transmissão de posse de bens (recursos) ao administrador conforme estabelecido em regulamento, sendo que o fundo contrai responsabilidades em nome próprio, e não sob responsabilidade dos cotistas, ocorrendo uma outorga de poderes, mas não um mandato com as qualidades descritas pela legislação civil.

Discorre, ainda, que o contrato no fundo de investimento, não se confunde com o depósito, pois não há a possibilidade de existir depósito de coisas incorpóreas, como são os valores mobiliários e outros títulos decorrentes da desmaterialização do crédito financeiro e, que, ao confiarem seu capital ao fundo, os cotistas não buscam unicamente segurança de seu patrimônio, muito menos pretendem apenas colocar um bem em custódia, mas para ser, de fato, administrado.

¹³⁵ ALVES, André Gomes de Sousa. *Os Fundos de Investimento entre a Regulação Social do Mercado e a Proteção Jurídica do Investidor-Consumidor*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba – Mestrado. Área de Concentração: Direito Econômico. João Pessoa, 2011. Disponível em <http://www.ccj.ufpb.br/pos/wp-content/uploads/2013/07/Andre-Gomes-Fundos-de-Investimento-e-Consumidor.pdf>, p. 61-62. Acesso em 15 de maio de 2017.

E, ainda, que os fundos de investimento também não se limitam à custódia de valores, característica principal do depósito irregular ou impróprio. Neste, a propriedade da coisa fungível transfere-se ao depositário, que se obriga a restituir outro tanto, aplicando-se as regras do mútuo. Os fundos repartem seus resultados entre os membros, aplicando recursos de modo diversificado e visando a diminuição dos riscos.

Por fim, analisa que o contrato também não é de comissão, que é aquele por meio do qual o comissário obriga-se a realizar negócios em favor de outro (comitente), segundo instruções deste, mas em nome próprio, obrigando-se, desta forma, o comissário perante terceiros com quem contrata, havendo, contudo, semelhança entre o fundo e o comissário em relação ao fato de ambos agirem em nome próprio, mas que nos fundos de investimento não podem os investidores prestar instruções ao administrador, muito menos há a execução de um ou vários negócios jurídicos determinados, mas uma gestão genérica do patrimônio, bem como que no contrato com o fundo há a transferência de patrimônio do investidor para aquele.

Pontes de Miranda discorre sobre a contratação dos fundos de investimento:

“A relação jurídica entre os clientes de investimento e a sociedade de investimento não é de mediação, nem de intermediação; não se trata de apresentação ou de mandato (intermediariedade), nem de mediação (Tomo XLIII, §§ 4.714-4.721), porque lhe faltam alguns elementos e tem outros a mais. A outorga de poderes, no negócio jurídico entre o cliente e a sociedade de investimento, antecede à atividade, como acontece com o negócio jurídico entre os figurantes do contrato de mediação; mas, naquele, não fica protaída a conclusão dos contratos ou outros negócios jurídicos entre a sociedade de investimento e os terceiros. Os clientes de modo nenhum se põem em contacto com as pessoas com quem a sociedade de investimento trate.”¹³⁶

Entende-se que o fundo representa uma comunhão de recursos aplicados em ativos financeiros diversificados, explicitando a associação de um investidor por meio de um contrato particular de natureza consumerista com a instituição administradora/gestora do fundo.

¹³⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado: parte especial*, v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. p. 296.

Sobre o contrato de fundo de investimento, Fernando Schwarz Gaggini discorre que:

“A instituição administradora se obriga a realizar investimentos de acordo com a lei e com o regulamento do fundo, a administrar o patrimônio com perícia e buscar rentabilidade e segurança para o investimento do cotista, recebendo em troca determinada remuneração por seus serviços. O cotista, por sua vez, paga essa taxa de administração ao administrador e, em troca, recebe a prestação de serviços de gestão do fundo.”¹³⁷

A Instrução Normativa nº 555/2014 da CVM, em seu artigo 3º, traz o conceito legal de fundo de investimento como sendo “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”, sendo que pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo (artigo 4º). O domínio do patrimônio é conjunto, mas a administração e a gestão dos bens são delegadas a administradores profissionais, que não são proprietários.

Em que pese a definição acima, há discussão doutrinária acerca de sua natureza jurídica, em suma entre os que entendem se tratar de uma sociedade ou estrutura associativa, e os que entendem se tratar de condomínio, conforme a legislação específica.

Ricardo de Santos Freitas reconhece que a natureza jurídica do fundo é a da sociedade como conceituada no artigo 981 do Código Civil¹³⁸, com apoio do artigo 983, parágrafo único¹³⁹, afirmando que “o fundo de investimentos constitui

¹³⁷ GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001, p. 17.

¹³⁸ “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.”

¹³⁹ “Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

Parágrafo único. Ressalvam-se as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa, bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo.”

facti species com natureza jurídica de sociedade, inobstante o *nomen iuris* empregado pelo legislador”¹⁴⁰.

Nesse mesmo sentido, Mário Tavernard Martins de Carvalho entende que “a relação entre os cotistas e o administrador denota a efetiva constituição de uma sociedade em comum, não personificada.”¹⁴¹

Fernando Schwarz Gaggini, por sua vez, adepto da teoria condominial do fundo de investimento, conclui “ser o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, uma forma de ‘condomínio’ de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil”¹⁴².

Coaduna com referido entendimento, Ruy Rosado de Aguiar Júnior, o qual conclui que:

“(…) o fundo de investimento em títulos e valores mobiliários constituiu modalidade especial de condomínio, sem personalidade jurídica, integrado por recursos apostos a uma finalidade, administrado por mandatário que goza de posição jurídica diferenciada e responsabilidade própria diante dos investidores, participantes.”¹⁴³

No mesmo sentido, Arnaldo Wald, já havia concluído que:

“Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil, ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado pelo direito brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em Juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer sua atividade por intermédio de seu gestor. Não se trata de contrato de comissão, pois os bens não são adquiridos em nome do gestor e por conta dos condôminos, mas em nome do Fundo e para o mesmo”¹⁴⁴.

¹⁴⁰ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimentos*. São Paulo: Faculdade de Direito da USP, 2004, p. 228.

¹⁴¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimentos*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 199.

¹⁴² GAGGINI, Fernando Shwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001, p. 53.

¹⁴³ AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado. *Aspectos dos fundos de investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012, v. 3, p. 302.

¹⁴⁴ WALD, Arnaldo. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 80, out.- dez./1999, São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 18.

Entende-se, portanto, que os fundos de investimento são verdadeiros condomínios, como define a própria normativa da Comissão de Valores Mobiliários, mas com natureza especialíssima, pois as regras do condomínio civil são inadequadas para a delimitação dos referidos fundos, que se regem de acordo com o disposto nos seus respectivos regulamentos e com as normas legais específicas previstas no ordenamento jurídico, podendo ser considerado como condomínio *sui generis*, conforme entendimento de Arnold Wald.

04. TUTELA JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DISCIPLINADA PELO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR E PELA REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS: PRINCIPAIS DIREITOS PROTETIVOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR-CONSUMIDOR

4.1. A informação adequada e a transparência

Os princípios da informação e da transparência nas relações de consumo são deveres dos fornecedores de produtos e serviços e alçados à prioridade pelo Código de Defesa do Consumidor, tendo posição de destaque no texto legal e aparecendo em vários momentos deste mesmo texto.

O direito à informação ganhou destaque especialmente em razão de que a sociedade de consumo exigiu novos comportamentos do Estado, com a passagem da proteção individualista para a coletiva, contribuindo para proteção jurídica nas relações de investimento financeiro.

Daí porque no Código de Defesa do Consumidor, o direito à informação está previsto em diversos artigos, a começar pelo artigo 6º o qual dispõe como direito básico do consumidor a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços (inciso III).

A informação, segundo o CDC, deve ser precisa e obriga o fornecedor, bem como integra o contrato que vier a ser celebrado (artigo 30), assim como a oferta e a apresentação de produtos ou serviços devem assegurar informações corretas, claras, precisas, ostensivas e em língua portuguesa sobre suas características, qualidades, quantidade, composição, preço, garantia, prazos de validade e origem, entre outros dados, bem como sobre os riscos que apresentam à saúde e segurança dos consumidores (artigo 31).

Nesse passo, a informação adequada no âmbito do mercado de capitais se faz necessária cada vez mais em razão de que, desde a crise de 1929, após o colapso provocado pela quebra da bolsa de valores de Nova Iorque, a proteção dos interesses envolvidos no mercado financeiro e de capitais passou a receber cada vez mais atenção.

No Brasil, houve considerável multiplicação do volume de negócios efetuados no mercado de valores mobiliários, especialmente investimentos em companhias abertas, fundos de investimentos, dentre outros, foram popularizados entre pessoas detentoras de pouco conhecimento acerca da dinâmica regulatória e operacional desse setor da economia.

A informação adequada, portanto, assumiu um papel relevante para assegurar os direitos protetivos do investidor-consumidor por meio da regulação econômica no âmbito do mercado de capitais e da eficiência do sistema de intermediação do mercado de capitais.

Sobre o tema, Nelson Eizirik *[et. al.]* explicam que um dos objetivos fundamentais da regulação é que o mercado funcione com eficiência, e que estudos demonstram que a regulação demanda a prestação de um volume maior de informações do que os emissores de títulos apresentariam num mercado não regulado e, que o aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como na tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia¹⁴⁵.

Contudo, além da informação adequada, aqui entendida como aquela descrita no artigo 31 do CDC, a transparência vem como princípio basilar na relação jurídica de consumo nos investimentos no mercado de capitais, em razão de que o inciso IV do artigo 6º do CDC proíbe o abuso de direito e impõe transparência e boa-fé nos métodos comerciais, na publicidade e nos contratos, atuando como reflexo da boa-fé exigida aos agentes contratuais.

Cláudia Lima Marques discorre que, na formação dos contratos entre consumidores e fornecedores, o princípio da transparência possibilita uma aproximação e uma relação contratual mais sincera e menos danosa entre consumidor e fornecedor, significando uma informação clara e correta sobre o contrato a ser formado, lealdade e respeito, mesmo na fase pré-contratual¹⁴⁶.

A informação é uma proteção da regulação do consumo, e o dever de informar é também uma condição imposta pelo princípio da boa-fé, que não se limita apenas às informações sobre a realização dos serviços de intermediação,

¹⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 18-19.

¹⁴⁶ MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 4.ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 594-595.

pois as informações são sobre os serviços e sobre o que está sendo adquirido ou vendido¹⁴⁷.

Garantir a informação adequada significa proporcionar a transparência tão necessária nas relações de consumo, especialmente nas relações que envolvem investimentos no mercado de capitais.

A regra geral do artigo 6º, inciso III, do Código de Defesa do Consumidor, compõe-se de preceito de informar adequadamente e de forma clara sobre o serviço financeiro que está sendo prestado e sobre o produto vendido, sendo certo que, o agente intermediário no mercado de capitais deve ampliar o seu compromisso de prestar uma informação adequada para uma informação especialmente específica tanto com relação aos serviços que serão prestados, quanto ao próprio investimento.

Em que pese a informação seja uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes econômicos e, se presume, que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, há discrepâncias na sua disponibilidade, envolvendo custos na transação que oneram os agentes econômicos, em razão da obtenção das informações necessárias, o que leva às assimetrias informacionais¹⁴⁸.

Isso porque, conforme explica Otavio Yazbek, as informações não estão sempre disponíveis a todos os agentes, de modo que nos mercados concretos surgem situações em que os agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo, podendo também de dispor de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações¹⁴⁹.

Sobre o dever de informar, a Lei nº 6.385/76 prevê em seu artigo 4º que o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

“(…)

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

(…)

¹⁴⁷ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do Investidor Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 132-133.

¹⁴⁸ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2.^a ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 37-38.

¹⁴⁹ *Ibidem*, p. 39.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

(...)

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

(...)"

As informações, portanto, devem ser equilibradas e de qualidade, de modo a oferecer aos interessados uma correta compreensão do investimento a ser realizado, sendo que toda informação que possa influenciar decisões de investimentos deve ser divulgada imediata, ampla e simultaneamente a todos os interessados.

Ao lado da informação adequada, temos a transparência, que também é a representação do princípio da boa-fé positivada no Código de Defesa do Consumidor, a qual deve garantir a boa e correta conduta dos contratantes, especialmente do fornecedor de serviços financeiros no âmbito do mercado de capitais, que tem como atividade a gestão do patrimônio do consumidor que o escolheu como representante dentro de um sistema complexo de atuação.

Conforme explica Fernando Estevam Bravin Ruy, a transparência como condição protetiva funde-se com o princípio da informação, mas com ele não se confunde:

“O diferencial está no fato de que o Código de Defesa do Consumidor inovou, determinando que o fornecedor, no caso o provedor do serviço do mercado, importe em previamente possibilitar clareza sobre suas atividades, representando condição para a fase pré-contratual, contratual e pós-contratual.

No momento da operação deve ser integralmente cumprido o princípio da informação, ante a prévia e incondicional oferta da transparência não só das regras, que de antemão estão conhecidas, claramente expostas, mas também dos critérios técnicos da sugestão de investimento, bem lançados e bem arrazoados em seus fundamentos.

Portanto, não se trata de fornecer as informações adequadas. Trata-se de que a prestação dos serviços e o que se investe tenham atos que sejam absolutamente transparentes em relação ao investidor-consumidor, pois no mercado há investimentos que oferecem mais riscos, como o mercado de ações em relação ao mercado de renda fixa; justamente por isso, aquele exige maior

transparência e também possibilita melhor oportunidade de ganhos.”¹⁵⁰

Entende-se que o desequilíbrio existente entre os contratantes do mercado de capitais deverá ser atenuado com a maior transparência sobre a realização dos serviços prestados pelos intermediários financeiros e sobre o investimento escolhido.

No âmbito do mercado de capitais no Brasil, instituiu-se o princípio da transparência ou *full disclosure*, que consiste na necessidade de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos, não restringindo-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que condizem à preservação e à otimização do valor da organização. Trata-se de um dos princípios basilares que norteiam a governança corporativa (sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas), além da equidade, da prestação de contas (*accountability*) e da responsabilidade corporativa, de acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)¹⁵¹.

Assim, conforme o artigo 157, §4º, da Lei nº 6404/76, os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da Assembleia-Geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de capitais em vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela Companhia.

O conceito de ato ou fato relevante é determinado na Instrução Normativa n.º 358/2002 da CVM, que em seu artigo 2º prevê:

“Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer

¹⁵⁰ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 145-146.

¹⁵¹ Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso em 30 de setembro de 2017.

outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

Ainda, o parágrafo único do referido artigo traz um rol exemplificativo de fatos potencialmente relevantes, sendo que é de fundamental relevância observar se os fatos podem influenciar na cotação das ações e na intenção dos investidores em negociá-las.

Importante observar, ainda, que o ordenamento jurídico brasileiro adotou uma postura que coloca os administradores das sociedades anônimas em uma posição de confiança perante a sociedade e os acionistas.

O artigo 155 da Lei n.º 6.404/76, seguindo este posicionamento, dispõe que:

“O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação. § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

A Instrução Normativa nº 555/2014 da CVM revela a preocupação do regulador em garantir o cumprimento do dever de informação sobre os fundos de investimentos. O artigo 40 da referida Instrução prevê que “a divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas (...)”.

Deverão disponibilizar os seguintes materiais relacionados a cada fundo nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação: (i) regulamento atualizado; (ii) lâmina de informações essenciais atualizada, se houver; (iii) demonstração de desempenho, nos termos do Anexo 56 da IN; e (iv) formulário de informações complementares.

De acordo, ainda, com o artigo 40 da Instrução Normativa nº 555/2014, as informações devem ser: (i) verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; (ii) escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; e (iii) úteis à avaliação do investimento.

Segundo a mencionada Instrução Normativa, o termo de adesão ao fundo de investimento deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres, observar o artigo 40, § 1º, e conter as seguintes informações: identificação dos 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo; e aviso de que informações mais detalhadas podem ser obtidas no formulário de informações complementares (§ 1º do artigo 25).

O artigo 56 traz outras obrigações de divulgação de informações periódicas e de resultado, como: disponibilizar as informações do fundo, inclusive as relativas à composição da carteira, no mínimo nos termos do artigo 59 no tocante à periodicidade, prazo e teor das informações, de forma equânime entre todos os cotistas (inciso III); e disponibilizar aos cotistas dos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados a demonstração de desempenho do fundo até o último dia útil de fevereiro de cada ano (inciso IV).

Além disso, o artigo 60 prevê, seguindo a Lei nº 6.404/76, que o administrador é obrigado a divulgar imediatamente a todos os cotistas e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao

funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira. O seu parágrafo 1º dispõe que se considera relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas.

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), prevê em seu Código de Regulação e Melhores Práticas para a Atividade de Distribuição de Produtos de Investimento no Varejo, que as instituições participantes da ANBIMA devem observar princípios e regras no desempenho da atividade de distribuição de produtos de investimento no varejo como o de adotar práticas que promovam a transparência na relação com o Investidor (artigo 8º, inciso I).

O mencionado Código da ANBIMA prevê, ainda, que as instituições participantes devem, no que diz respeito à publicidade e divulgação de material técnico de produtos de investimento, buscar transparência e clareza das informações, fazendo uso de linguagem adequada ao público-alvo, no intuito de embasar a decisão do Investidor (artigo 12, inciso II).

Além disso, a ANBIMA certifica os profissionais do mercado financeiro brasileiro, com a finalidade de capacitar pessoal que mantém contato, presencial ou à distância, com os investidores na comercialização de produtos de investimentos, o que também demonstra a necessidade da capacitação técnica para se atender ao princípio da informação adequada.

Para os intermediários das operações no mercado de capitais, há também um programa de qualificação operacional pela BM&FBOVESPA¹⁵². O roteiro básico do Programa de Qualificação Operacional (PQO) compreende uma série de requisitos e práticas operacionais, baseadas nas regras do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários e das normas de autorregulação da BM&FBOVESPA, e aborda temas como: *suitability*; supervisão de operações e ofertas; prevenção à lavagem de dinheiro; segurança da informação.

O roteiro específico do Programa reúne requisitos que refletem o posicionamento estratégico e a complexidade do negócio e dos serviços prestados pelas corretoras e bancos que atuam nos mercados administrados pela

¹⁵² BMF&BOVESPA. Programa de Qualificação Profissional. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acesso em 01 de novembro de 2017.

BM&FBOVESPA e que são usados como base para a concessão de cinco diferentes Selos de Qualificação que certifica a qualidade dos serviços oferecidos, que variam conforme a especialização dos participantes: *Execution Broker* (prestação de serviços de execução de negócios para os investidores institucionais nos ambientes de negociação da BM&FBOVESPA), *Retail Broker* (prestação de serviços de atendimento consultivo e de assessoria financeira, prospecção de clientes e execução de ordens e distribuição de produtos da BM&FBOVESPA para os investidores pessoas físicas e jurídicas não financeiras), *Agro Broker* (prestação de serviços de atendimento consultivo e de assessoria financeira, prospecção de clientes e execução de ordens e distribuição de derivativos de commodities agropecuárias da BM&FBOVESPA), *Carrying Broker* (prestação de serviços de gerenciamento de risco, liquidação, administração de colaterais, consolidação de posições e serviços de custódia para os investidores institucionais e pessoas jurídicas não financeiras) e *Nonresident Investor Broker* (prospecção de clientes, prestação de serviços de atendimento consultivo, execução de ordens e distribuição de produtos da BM&FBOVESPA para investidores não residentes no país)¹⁵³.

Para os agentes autônomos de investimentos, a ANCORD¹⁵⁴ (Associação Nacional dos Corretores e Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias) é reconhecida pela CVM como entidade acreditadora, por ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na Instrução Normativa nº 497/2011, que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e, por possuir estrutura de autorregulação com capacidade técnica e independência, que inclui: existência de código de conduta, fiscalização do cumprimento deste código pelos agentes autônomos acreditados, realização de exame de qualificação técnica, instituição de programa de educação continuada, e sanção das infrações ao código de conduta profissional.

A iniciativa da ANBIMA está em linha com as Resoluções 3.158 e 3.309 do Conselho Monetário Nacional, que instituiu exames de certificação destinados a

¹⁵³ BMF&BOVESPA – Programa de Qualificação Profissional e Roteiro Específico do Programa de Qualificação Operacional. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acesso em 01 de novembro de 2017.

¹⁵⁴ ANCORD – <http://www.ancord.org.br/ancord/institucional/>. Acesso em 01 de novembro de 2017.

e elevar o nível de conhecimento e qualidade do mercado de produtos de investimento.

As principais certificações da ANBIMA são as seguintes: CPA-10 (Certificação Profissional ANBIMA - Série 10): voltada para gerentes de agências bancárias que atuam na prospecção ou venda de produtos de investimento diretamente para o público); CPA-20 (Certificação Profissional ANBIMA – Série 20): voltada para profissionais que atendem investidores qualificados; CGA (Certificação de Gestores de Investidores): voltada para o profissional que desempenha atividade de gestão remunerada de recursos de terceiros, possuindo poderes para tomar decisões de investimentos; CEA (Certificação de Especialista em Investimentos ANBIMA): voltada para profissionais que assessoram investidores em seu planejamento de investimentos, atuando em agências bancárias ou plataformas de investimentos, sem possuir carteira de clientes – o especialista de investimento atua diretamente junto aos clientes ou gerentes de contas, faz suas recomendações para destino de recursos em produtos dos mercados financeiros, de capitais e de previsão complementar aberta de acordo com o perfil do investidor detectado no processo de *suitability*, o qual será explicado mais adiante¹⁵⁵.

Além disso, a CVM alerta que, antes de investir ou sempre que o investidor-consumidor receber uma oferta de investimento, deve-se verificar se a pessoa ofertante está autorizada a oferecer títulos ou valores mobiliários ao público, bem como se esses investimentos, de fato, existem¹⁵⁶.

A informação adequada, contudo, não se restringe apenas ao conteúdo da informação, vez que, conforme assevera Karina Nunes Fritz, poucos contratos são tão complexos quanto os bancários e financeiros, e a experiência mostra que mesmo entre os profissionais da área, poucos são aqueles que conhecem a gama dos complexos instrumentos financeiros disponíveis no mercado, e que nem mesmo o advogado-padrão domina a área, que requer conhecimento e prática especializados, o que por si só sinaliza o inconveniente de se presumir que o

¹⁵⁵ ANBIMA. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/educar/educar.htm. Acesso em 15 de outubro de 2017.

¹⁵⁶ Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor da CVM/DPDC, p. 01. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/BoletimConsumidorInvestidor-1.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2017.

investidor comum, isto é, o consumidor-padrão conhece exatamente os riscos envolvidos em operações financeiras¹⁵⁷.

E complementa, asseverando que a isso se acresça o fato de que nessa seara nem sempre o problema é falta de informação, em grande parte disponibilizada até na *internet*, mas sim de falta de compreensão das informações disponibilizadas, cuja apreensão cognitiva pelo investidor-consumidor é reduzida diante da complexidade das operações, o que, no caso brasileiro, agrava-se ainda mais diante do alto grau de inexperiência do investidor, em sua maioria meros poupadores, bem como que, atualmente já se fala até em *information overkill*, ou seja, em excesso de informação, o que dificulta o processamento racional da informação pelos investidores-consumidores, sendo um problema geral de mercado.

Destaque-se, ainda, a atuação da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) que é um órgão internacional que reúne os reguladores de valores mobiliários do mundo e é reconhecido como padrão global para o setor de valores mobiliários, para um mercado mais transparente e protetivo ao investidor. A IOSCO desenvolve, implementa e promove a adesão a padrões reconhecidos internacionalmente para a regulamentação de valores mobiliários.

Os Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários da IOSCO, se baseiam em três fundamentos da regulamentação de valores mobiliários: proteger os investidores (clientes ou outros consumidores de serviços financeiros); garantir que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e a redução do risco sistêmico¹⁵⁸.

A informação é tão fundamental que o uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), ou seja, a manipulação de mercado, por meio da utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento o agente e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para o agente ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, é considerado crime contra o Sistema Financeiro Nacional, conforme artigo 27-D da Lei nº 6.385/76.

¹⁵⁷ FRITZ, Karina Nunes. *A responsabilidade dos bancos por falhas na informação em investimentos de capital: uma análise comparada com o direito alemão*. Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 8/2016 | p. 167 - 200 | Jul - Set / 2016, Revista dos Tribunais Online: Thomson Reuters, p. 11.

¹⁵⁸ IOSCO. Disponível em http://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards. Acesso em 20 de outubro de 2017.

Siegfried Kümpel discorre que a confiança dos investidores assenta especialmente na sua expectativa (digna de proteção) de serem tratados igualmente, o que pressupõe que os investidores estejam protegidos principalmente contra a utilização de informações privilegiadas por um *insider*, sendo que tais operações são vistas pelos investidores como ofensa ao princípio de que lhes deve ser oferecida a mais ampla igualdade de oportunidades possível, sendo certo que, investidores que se sentem tratados de maneira desleal em um mercado, afastam-se dele e desviam seus capitais de investimento para outros mercados¹⁵⁹.

Diante disso, as informações adequadas e a transparência no mercado de capitais devem assegurar o total conhecimento pelo investidor-consumidor do serviço fornecido e do investimento realizado, sejam os serviços de consultoria profissional, intermediação ou administração/gestão de capital, ou seja o objeto do investimento.

4.2. A liberdade de escolha e a igualdade nas contratações, a noção de risco e do investimento realizado

O artigo 6º, inciso II, do Código de Defesa do Consumidor prevê a regra da liberdade de escolha e a igualdade nas contratações, de modo que a escolha do investimento representa a liberdade de realizar a operação de investimento sem a interferência do intermediador ou do administrador do fundo de investimento, bem como em igualdade a todas as outras contratações.

A igualdade na contratação, por sua vez, garante que a todos os investidores deveram ser atendidos sem discriminação, seja econômica, seja por outros fatores pessoais que possam distinguir os investidores-consumidores e deverão ter acesso às mesmas informações e às mesmas condições contratuais de acordo com o seu perfil e com o investimento pretendido, de modo que não haverá diferenciações.

A liberdade de escolha é um dos principais princípios do mercado de capitais, visto que, embora o investidor receba as orientações obrigatórias e indicações – o que poderá ser realizado apenas por profissionais habilitados e conforme análise do perfil do investidor e do investimento pretendido, afastando-se

¹⁵⁹ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 26-27.

qualquer preferência pessoal do consultor ou objetivo de metas (conflito de interesses) – caberá ao investidor-consumidor o exercício de seu poder de escolha.

A orientação sobre a compra e venda de ativos no mercado de capitais, portanto, deve ter caráter meramente informativo, refletindo apenas o momento da análise e as condições apresentadas pelo investidor-consumidor, a fim de informar ampla e corretamente sobre os produtos mais adequados ao investidor-consumidor.

Com essa proteção, estando o investidor-consumidor devidamente informado e orientado por profissionais habilitados (certificados) sobre as condições da aquisição de valores mobiliários ou sobre o fundo de investimentos, e isso inclui a leitura do prospecto e do regulamento do fundo de investimento –, a responsabilidade sobre a tomada de decisão é do investidor-consumidor.

Contudo, caso as informações prestadas estejam obscuras, incorretas e/ou insuficientes, bem como o consultor de investimentos se utilizar de alguma manobra em seu próprio benefício ou do intermediador e/ou gestor – que se confundem as vezes nas figuras de grandes instituições financeiras –, indicando produtos não confiáveis, a sua responsabilidade será integral.

O princípio da liberdade de escolha, portanto, possui estreita relação com a informação adequada e a transparência, bem como com a igualdade na contratação, com a necessidade de ao investidor-consumidor ser proporcionado o máximo de conhecimento sobre o investimento a ser realizado, cabendo ao fornecedor do serviço prestar-lhe todas as informações e orientações necessárias sem, contudo, tolher a sua liberdade de escolha sobre a operação.

A noção dos riscos sobre o capital investido também integra os princípios da informação adequada e da transparência que devem garantir a melhor escolha pelo investidor-consumidor, de modo que o intermediador deve informar sobre os parâmetros de prejuízos com que o investidor poderá arcar.

É cediço que a evolução tecnológica proporcionou a melhoria da qualidade de vida das pessoas, mas paradoxalmente condenou a população humana a um potencial danoso de expressiva abrangência.

Nesse contexto em que a exposição a situações de risco se amplia e se generaliza de forma dramática, o sociólogo alemão Ulrich Beck, em 1986, em sua

obra clássica “Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade”, propôs a substituição do conceito de sociedade de classes pelo conceito sociedade de risco.

Ulrich Beck propugna que a modernização deve acontecer de forma reflexiva em razão de que a modernização, em especial a decorrente do desenvolvimento científico e industrial gera um conjunto de riscos e perigos que, pela dificuldade de seu cálculo, impossibilita uma compensação para os que tenham sido afetados por tais problemas¹⁶⁰.

Para o referido autor, na sociedade contemporânea os riscos atingem os grupos sociais de modo tão intenso e indiscriminado que não se pode falar de uma sociedade que distribui seus bens, mas sim de uma sociedade que reparte seus males e danos. O mencionado sociólogo uniu a incerteza e o medo, típicos de uma sociedade tecnológica, ao universo jurídico, não mais sob os cânones clássicos do risco securitário (com suas origens nas Grandes Navegações) ou da atividade de risco (muito conhecido na Responsabilidade Civil)¹⁶¹.

A Comissão de Valores Mobiliários considera o risco como sendo a possibilidade de não se atingir o retorno esperado do investimento, e que diversos fatores podem concorrer para isso, incluindo mudanças na política, na economia, nas regras de tributação, etc¹⁶².

No caso de um fundo de investimento, o principal risco é aquele inerente aos ativos que compõem a carteira, sendo os três riscos principais: o risco de mercado (decorre das oscilações nos preços dos títulos que compõem a carteira do fundo – dificuldade de estimar o valor de resgate ou de venda das cotas), o risco de crédito (se refere à certeza sobre a liquidação do título na data de vencimento – risco de que o tomador dos recursos não honre a obrigação ou o empreendimento não renda o esperado) e o risco de liquidez (no caso dos ativos, o risco de liquidez consiste na eventual dificuldade que o administrador possa encontrar para vender os ativos que compõem a carteira do fundo, ficando impossibilitado de atender aos

¹⁶⁰ LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da precaução e evolução da responsabilidade civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 36.

¹⁶¹ LOPEZ, Teresa Ancona; LEMOS, Patrícia Fava Iglecias; RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz (coords.). *Sociedade de Risco e Direito Privado: desafios normativos, consumeristas e ambientais*. Apresentação. – São Paulo: Altas, 2013, p. xiii-xiv.

¹⁶² *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 113. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2017.

pedidos de resgate do investimento; no caso das cotas, o risco de liquidez decorre da dificuldade, no fundo fechado, do investidor encontrar um comprador para as suas cotas, forçando-o a vender por um valor mais baixo que o esperado, caso sua necessidade de recursos seja imediata¹⁶³.

Por estes motivos, segundo a CVM, é importante que o investidor se mantenha informado sobre os ativos que compõem a carteira do fundo, sobre as restrições ao resgate e sobre o mercado para a negociação de cotas de fundos fechados, tanto na hora de investir quanto periodicamente, para decidir se permanecerá ou não com o investimento.

A CVM ressalta, ainda, que os investimentos em cotas de fundos não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), porém, há segregação entre as atividades do fundo e de seu administrador.

Portanto, o patrimônio do fundo de investimento não se confunde nem se comunica com o da instituição administradora, daí porque se uma instituição financeira falir, os ativos dos fundos que estão sob a sua administração não são afetados, com exceção dos títulos e valores mobiliários de emissão do próprio banco que por ventura façam parte da carteira do fundo.

Nesse sentido, a Instrução Normativa 555/2014 da CVM prevê em seu artigo 25 que todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante formalização de termo de adesão e ciência de risco, que: teve acesso ao inteiro teor do regulamento, da lâmina, se houver; e do formulário de informações complementares (inciso I, alínea a); e que (ii) tem ciência dos fatores de risco relativos ao fundo; de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo; de que a concessão de registro para a venda de cotas do fundo não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços; e se for o caso, de que as estratégias de investimento do fundo podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e a consequente

¹⁶³ *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. Comissão de Valores Mobiliários. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 113-114. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2017.

obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo (inciso II, alíneas “a”, “b”, “c”, “d”).

Segundo a mencionada Instrução Normativa, o termo de adesão deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres, observar o artigo 40, § 1º (as informações sobre os fundos devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; e úteis à avaliação do investimento), e conter as seguintes informações: identificação dos 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo; e aviso de que informações mais detalhadas podem ser obtidas no formulário de informações complementares (§ 1º do artigo 25).

Contudo, tal previsão não pode eximir o intermediário financeiro ou qualquer outro agente envolvido, de qualquer responsabilidade pela falha nos serviços prestados no que tange a não observância dos princípios que tutelam o investidor-consumidor, pois, para que o investidor-consumidor exerça de forma consciente e plena a sua liberdade de escolha e tenha real noção do investimento e dos seus riscos, necessita que na fase pré-contratual, e mesmo durante a execução do contrato de adesão, os agentes tenham cumprido com os seus deveres de informação adequada, transparência e boa-fé.

A declaração do investidor-consumidor de que tem noção dos riscos envolvidos na aplicação financeira em um fundo de investimento não substituiu o dever de informar, ou seja, de esclarecer, exaustivamente, sobre o investimento desejado pelo investidor-consumidor, e não afasta a possibilidade de reparação por eventuais danos causados.

Além disso, a Comissão de Valores Mobiliários, em parceria com a Secretaria Nacional do Consumidor (SENACON), do Ministério da Justiça, por meio do Departamento de Proteção e Defesa do Consumidor (DPDC)¹⁶⁴, que tem como objetivo principal a colaboração das duas entidades na proteção e orientação aos investidores, orienta por meio do Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor que, antes de investir é necessário ter em mente que há risco em qualquer investimento e que quanto maior a rentabilidade maior o risco. Não se trata da

¹⁶⁴ Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor da CVM/DPDC, p. 01 – Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/BoletimConsumidorInvestidor-1.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2017.

possibilidade de ser enganado ou cair em algum golpe financeiro, mas dos riscos naturais do mercado financeiro.

Informa, também, que é importante se ter uma avaliação realista da situação financeira atual do investidor-consumidor e dos objetivos pretendido, com a escolha do tipo de investimento que corresponde às suas necessidades, informando-se sobre as suas características e, principalmente, sobre as oportunidades e riscos envolvidos.

A CVM alerta, ainda, que antes de investir ou sempre que o investidor-consumidor receber uma oferta de investimento, deve-se verificar se a pessoa está autorizada a oferecer títulos ou valores mobiliários ao público, bem como se esses investimentos, de fato, existem.

Cumpramos ressaltar que a IOSCO, nos seus Objetivos e Princípios da Regulação de Valores Mobiliários¹⁶⁵, enfatiza que o regulador (no nosso caso a CVM) deve ter um processo adequado para monitorar, mitigar e administrar o risco sistêmico (princípio nº 6), bem como que os intermediários de valores mobiliários no mercado devem ter procedimentos adequados para lidar com falhas e minimizar danos e a perda a investidores, contendo o risco sistêmico (princípio nº 32).

Importante destacar que o Código de Defesa do Consumidor proíbe operações condicionadas ou vinculadas à realização de outras (artigo 6º, inciso II), portanto, não poderão ser ofertados pelos intermediários produtos de investimentos sob a imposição de aquisição de outros produtos, sejam eles de investimentos, sejam eles de outra natureza.

Portanto, conforme explica Fernando Estevam Bravin Ruy, embora não se tenha certeza com relação aos resultados dos investimentos, o que se tutela ao investidor-consumidor é a certeza sobre o conhecimento do risco potencialmente existente, ou seja, a mensuração do estado de incerteza¹⁶⁶.

Diante disso, entendemos no mesmo sentido que o autor¹⁶⁷, que embora a incerteza represente significativo aspecto de análise das operações do mercado financeiro, permanecerão nos intermediários financeiros, abrangendo os consultores de investimentos, as responsabilidades de associarem à operação as

¹⁶⁵ Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2017.

¹⁶⁶ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 139.

¹⁶⁷ *Ibidem*, p. 139 e 142.

probabilidades das ocorrências que podem gerar prejuízos e os valores, ou seja, o conhecimento sobre a probabilidade de perda e o seu custo, bem como sobre todos os dados técnicos e jurídicos relacionados com o investimento indicado, ônus estes das instituições responsáveis por obter a vantagem econômica sobre a operação de compra e venda de valores mobiliários ou de quotas de fundos de investimento.

4.3. A proibição de publicidade enganosa e abusiva e de garantia de rendimento

A publicidade tem como missão trabalhar a mente, os aspectos psicológicos do consumidor com fim de realizar a compra, atuando no campo individual e no coletivo, na massa, a qual apresenta reações particulares diferentes do indivíduo isolado¹⁶⁸.

O mercado de capitais, assim como no mercado de consumo em geral, atrai os investidores também por meio da publicidade, a qual, se exercida corretamente, proporciona benefícios aos consumidores que terão a seu dispor ofertas que conterão as informações necessárias para o exercício de seu poder de escolha do melhor investimento a ser realizado.

José Geraldo Brito Filomeno explica que “a oferta é gênero, de que a publicidade é espécie”, sendo que “a oferta de produtos e serviços se refere a toda e qualquer manifestação do anunciante-fornecedor, como objetivo de propor sua colocação no mercado”. A publicidade, segundo o autor, é a “mensagem estratégica e tecnicamente elaborada por profissionais especificamente treinados e preparados para tanto, e veiculados igualmente por meios de comunicação de massa mais sofisticados”¹⁶⁹.

As finalidades da publicidade, ainda para o referido autor, são as de tornar o produto ou serviço conhecido do público-alvo-potencial-consumidor, bem como de tentar convencer esse público a comprar o produto ou serviço anunciados¹⁷⁰.

¹⁶⁸ SILVA, Marcus Vinicius Fernandes Andrade da. *O Direito do Consumidor e a Publicidade*. São Paulo: MP, 2008, p. 89.

¹⁶⁹ FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de Direitos do Consumidor*. 8ª ed. – São Paulo: Atlas, 2005, p. 176.

¹⁷⁰ *Ibidem*, p. 176.

O Código de Defesa do Consumidor não definiu o que é publicidade¹⁷¹, mas a publicidade é citada em diversos artigos (30, 35, 36, 37 e 38), como o artigo 30, o qual prevê que toda informação ou publicidade “obriga o fornecedor que a fizer veicular ou dela se utilizar e integra o contrato que vier a ser celebrado” (princípio da vinculação), sendo proibida a publicidade enganosa e a abusiva (artigo 37, *caput*)

Contudo, o CDC definiu que é enganosa qualquer modalidade de informação ou comunicação de caráter publicitário capaz de induzir em erro o consumidor a respeito da natureza, características, qualidade, quantidade, propriedades, origem, preço e quaisquer outros dados sobre produtos e serviços (§ 1º, artigo 37). Para o CDC, a publicidade é enganosa por omissão, quando deixar de informar sobre dado essencial do produto ou serviço (§ 3º, artigo 37).

Por outro lado, será abusiva, dentre outras (o rol não é taxativo), a publicidade discriminatória de qualquer natureza, a que incite à violência, explore o medo ou a superstição, se aproveite da deficiência de julgamento e experiência da criança, desrespeite valores ambientais, ou que seja capaz de induzir o consumidor a se comportar de forma prejudicial ou perigosa à sua saúde ou segurança (§ 2º, artigo 37).

Nesse passo, a mensagem transmitida pela publicidade deve ser verdadeira e completa, ou seja, transparente nos termos do parágrafo único do artigo 36 do CDC, bem como identificável, ou seja, não poderá estar oculta ou dissimulada – embora sejam aceitos o *merchandising* e o *teaser*, desde que não violem o princípio da identificação ou identidade¹⁷². A mensagem não poderá, ainda, violar valores do meio social e do momento cultural em que está inserida e levar o consumidor a situações de perigo.

¹⁷¹ “Os termos publicidade e propaganda são utilizados indistintamente no Brasil. Não foi esse, contudo, o caminho adotado pelo Código de Defesa do Consumidor. Não se confundem publicidade e propaganda, embora, no dia-dia do mercado, os dois termos sejam utilizados um pelo outro. A publicidade tem um objetivo comercial, enquanto a propaganda visa a um fim ideológico, religioso, filosófico, político, econômico ou social. Fora isso, a publicidade, além de paga, identifica seu patrocinador, o que nem sempre ocorre com a propaganda. O Código de Defesa do Consumidor não cuida de propaganda. Seu objetivo é só, e tão só, a publicidade.” In BENJAMIN, Antônio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe – *Manual de direito do consumidor*. 4ª ed. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 243.

¹⁷² A esse respeito vide José Geraldo Brito Filomeno. *Op. cit.*, p. 180-181.

O artigo 35 do CDC¹⁷³, portanto, oferece a sanção civil cabível quando o fornecedor de produtos e serviços recusar o cumprimento à oferta, apresentação ou publicidade bem como caso o anunciante tenha infringido o artigo 31 do CDC no que concerne à informação adequada (correta, clara, precisa, ostensiva e em língua portuguesa), impondo, ainda, o artigo 38, a inversão do ônus obrigatória (“o ônus da prova da veracidade e correção da informação ou comunicação publicitária cabe a quem as patrocina”).

O Código de Defesa do Consumidor impõe, ainda, que os malefícios do desvio publicitário sejam corrigidos através da contrapropaganda, a fim de que o impacto sobre os consumidores seja aniquilado (artigo 56, inciso XII)¹⁷⁴.

O Código de Defesa do Consumidor estabelece o controle estatal e ampara a autorregulação ou o controle privado da publicidade, como exemplo, por meio do Conselho Nacional de Autorregulamentação Publicitária (CONAR).

No mercado de capitais, especialmente, tudo que for anunciado deverá ser cumprido, visto que a informação veiculada pela publicidade integra o contrato, e o objeto de interesse do investidor-consumidor é gerar lucro para a sua poupança pessoal, de modo que o descumprimento da publicidade gerará no mínimo o retorno do capital investido, além dos eventuais termos de lucros consignados na publicidade¹⁷⁵.

Disso decorre a proibição de garantia de rendimento quando da oferta do investimento, seja por meios de comunicação, seja pelo próprio consultor de investimentos pois, com exceção das aplicações que por sua natureza garantem rendimentos mínimos por um determinado período, caberá ao intermediário financeiro deixar claro no momento de ingresso do investidor em uma aplicação em renda variável, que esta não conta com a garantia de rendimento¹⁷⁶.

¹⁷³ “Art. 35. Se o fornecedor de produtos ou serviços recusar cumprimento à oferta, apresentação ou publicidade, o consumidor poderá, alternativamente e à sua livre escolha: I - exigir o cumprimento forçado da obrigação, nos termos da oferta, apresentação ou publicidade; II - aceitar outro produto ou prestação de serviço equivalente; III - rescindir o contrato, com direito à restituição de quantia eventualmente antecipada, monetariamente atualizada, e a perdas e danos.”

¹⁷⁴ BENJAMIN, Antônio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Op. cit.*, p. 248.

¹⁷⁵ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 160

¹⁷⁶ Contudo, segundo Fernando Estevam Bravin Ruy, a contratação de investimentos sob juros pré-fixados, de fundos de investimentos com garantia em um determinado indexador, devidamente regulados e autorizados pela CVM, representa um aspecto contratual legal. *Ibidem*, p. 155.

Nesse sentido, a IN 555/2014 da CVM prevê que as informações sobre o fundo de investimento “não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor” (§ 2º do artigo 40). Além disso, as “informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes e ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas” (§ 3º do artigo 40).

Com relação a divulgação de informação, a mencionada Instrução dispõe que, caso apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM pode exigir: a cessação da divulgação da informação; e a veiculação, com igual destaque e pelo mesmo veículo utilizado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM (§ 4º, incisos I e II do artigo 40).

A responsabilidade de não garantir rendimento e de divulgação de informações corretas e claras é do intermediário financeiro, o qual deverá, inclusive, realizar as avaliações necessárias sobre o perfil do investidor-consumidor, os objetivos a serem alcançados e os riscos a serem assumidos, personalizando os serviços de acordo com o perfil analisado (conforme adiante será exposto).

As informações da publicidade são vinculativas, e aquela que de certa forma detenha qualidade de enganosa, estará voltada para termos que alimentem a intenção da obtenção do lucro desejado.

A publicidade serve para informar adequadamente e o investidor-consumidor deverá ser protegido da publicidade enganosa e abusiva, embora, como bem destaca Fernando Estevam Bravin Ruy, legal na oferta de produtos voltados aos fundos de investimentos e valores mobiliários, bem como nos serviços de intermediação e consultoria de investimentos, sua presença no mercado financeiro representa uma certeza de que somente o seu controle e sua devida regulamentação, atendidos os princípios da vinculação, identidade da mensagem, transparência, veracidade, ônus da prova a cargo do fornecedor, correção do desvio e não permissão de abusos, preservarão a sua finalidade¹⁷⁷.

¹⁷⁷ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 161-162.

4.4. A adequação do investimento ao perfil do investidor (*suitability*)

Como visto, em razão das assimetrias informacionais e dos conflitos de interesses entre os intermediários financeiros e o investidor-consumidor no mercado financeiro e de capitais, necessária a proteção aos investidores a partir da regulação financeira.

Contudo, investidores institucionais, que operam regularmente nos mercados e cuja capacidade técnica é avaliada por autoridades de regulação e supervisão, tem, via de regra, conforme entende a CVM, maior capacidade de avaliar eventuais assimetrias e conflitos de interesses que investidores individuais de varejo.

Diante disso, e seguindo a experiência internacional, como a difundida pela IOSCO¹⁷⁸, a CVM verificou a necessidade de categorização dos investidores na regulação, conferindo diferentes níveis de proteção conforme seu status em relação às condições financeiras e conhecimento de mercado.

A CVM, portanto, editou a Instrução Normativa nº 539 de 13/11/2013, que trata do dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (*suitability*) na esfera dos valores mobiliários, a qual foi alterada pela Instrução Normativa nº 554 de 17/12/14.

O termo "*suitability*" significa o dever de verificação de adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, em linha com a boa fé e mediante a observância pelos intermediários do mercado de capitais dos requisitos estabelecidos pela regulamentação.

A regra consolidou os procedimentos a serem observados para esta verificação por parte das pessoas habilitadas a atuarem como integrantes do sistema de distribuição e consultores de valores mobiliários, determinando que os agentes mencionados não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem verificar sua adequação ao perfil do cliente.

A avaliação deve ser individualizada, independente da forma pela qual a recomendação/venda/prestação de serviço é realizada, se mediante contato

¹⁷⁸ Os Princípios e Objetivos para Regulação do Mercado de Valores Mobiliários da IOSCO estabelecem, no Princípio nº 26, que a regulação do mercado de valores mobiliários dos países deve exigir a divulgação das informações necessárias para avaliar a adequação de um investimento coletivo para um investidor particular (*suitability*). Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em 30 de setembro de 2017.

pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação oral, escrita, eletrônica ou através da internet.

A Instrução Normativa nº 554/2014 eliminou as regras que exigem investimento ou valor unitário mínimo nos valores mobiliários regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários e introduziu um novo regime de classificação dos investidores no país, atualizando e aprimorando o conceito de "investidor qualificado" e criando a categoria "investidor profissional", dividindo os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os demais investidores (investidores de varejo).

A Comissão de Valores Mobiliários entende que esta categorização tem como objetivo impedir que investidores pouco sofisticados, isto é, com conhecimento restrito do mercado de capitais e capacidade limitada de precificar valores mobiliários complexos ou pouco transparentes, adquiram valores mobiliários em situação de significativa assimetria informacional¹⁷⁹.

Entende a Autarquia, que investidores institucionais, que atuam cotidianamente nos mercados e com capacidade técnica avaliada pelos reguladores, naturalmente se encaixam na categoria investidores profissionais (instituições financeiras, companhias de seguro e as entidades abertas ou fechadas de previdência complementar), assim como os fundos de investimento, cujas decisões de investimento são tomadas por administradores que têm qualificação suficiente, verificada pela Comissão de Valores de Mobiliários.

O órgão regulador parte do princípio que os investidores com capacidade financeira privilegiada possuem, geralmente, experiência em investimentos financeiros e se dedicam a cuidar das suas aplicações, bem como têm acesso aos prestadores de serviços de maior sofisticação do mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, como já exposto no presente estudo, a Instrução Normativa nº 554/2014 categorizou os investidores em profissionais ou qualificados.

¹⁷⁹ Conforme Informe de Legislação da ANBIMA. Disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm. Acesso em 30 de setembro de 2017.

Os investidores profissionais ou qualificados deverão atestar por escrito a sua condição de investidor profissional ou de investidor qualificado – Anexos 9-A¹⁸⁰ e 9-B¹⁸¹ da Instrução Normativa.

Além disso, o artigo 9º prevê que não se aplica a obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação ao perfil do cliente quando:

“I – o cliente for investidor qualificado, com exceção das pessoas naturais mencionadas no inciso IV do art. 9º-A e nos incisos II e III do art. 9º-B; II – o cliente for pessoa jurídica de direito público; ou III – o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteiras de valores mobiliários autorizado pela CVM; ou IV – o cliente já tiver o seu perfil definido por um consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM e esteja implementando a recomendação por ele fornecida.

§ 1º Na hipótese do inciso IV, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição devem exigir do cliente a avaliação de seu perfil feita pelo consultor de valores mobiliários.

§ 2º A dispensa prevista no inciso IV não se estende aos casos em que os produtos, serviços e operações comandados pelo cliente não se relacionem diretamente à implementação de recomendações do consultor por ele contratado.”

O estabelecimento de regras de investimento mínimo em produtos específicos implica na proibição da aquisição e/ou negociação de determinados

¹⁸⁰ “ANEXO 9-A DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR PROFISSIONAL

Ao assinar este termo, afirmo minha condição de investidor profissional e declaro possuir conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos demais investidores.

Como investidor profissional, atesto ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores profissionais.

Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

Data e local,

[Inserir nome]”

¹⁸¹ “ANEXO 9-B DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR QUALIFICADO

Ao assinar este termo, afirmo minha condição de investidor qualificado e declaro possuir conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos investidores que não sejam qualificados.

Como investidor qualificado, atesto ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores qualificados.

Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Data e local,

[Inserir nome]”

produtos por investidores com capacidade financeira limitada, bem como na diferenciação das informações divulgadas sobre produtos destinados a investidores de maior sofisticação, criando diferentes regimes informacionais.

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução Normativa nº 554/2014, buscou criar um arcabouço mais genérico de proteção ao investidor, associado diretamente ao seu objeto alvo e eliminou as regras que exigem investimento mínimo para aplicação em valores mobiliários, visando um regime único de proteção, centrado não nos produtos, mas na sofisticação do investidor, alinhado com o desenvolvimento das práticas de *suitability*¹⁸².

Nesse sentido, Arnold Wald sobre a regulamentação do investidor qualificado:

“O principal fundamento das normas regulamentares expedidas pela CVM é o entendimento de que o investidor qualificado, em razão da sua experiência técnica, volume de patrimônio ou composição de sua carteira, é capaz de avaliar adequadamente os riscos envolvidos em cada espécie de investimento e de decidir pela sua conveniência ou não. Para tal perfil de investidor, a proteção estatal é menor. Assim, tendo em vista o nível de sofisticação e informação dos investidores, o órgão regulador disciplina de forma diferenciada alguns aspectos relacionados a exigências de *disclosure*, a prática de certos atos e de procedimentos.

(...)

Ademais, o objetivo da diferenciação entre investidores qualificados e investidores comuns visa sempre a garantir maior proteção aos últimos, havendo, inclusive, operações que não estão autorizadas a realizar. Efetivamente, há determinadas operações do mercado financeiro e de capitais que são restritas aos investidores qualificados, tendo em vista os riscos envolvidos.”¹⁸³

O estabelecimento de regras de investimento mínimo em produtos específicos implica na proibição da aquisição e/ou negociação de determinados produtos por investidores com capacidade financeira limitada, bem como na diferenciação das informações divulgadas sobre produtos destinados a investidores de maior sofisticação, criando diferentes regimes informacionais.

¹⁸² Conforme Informe de Legislação da ANBIMA. Disponível em http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm. Acesso em 30 de setembro de 2017.

¹⁸³ WALD, Arnoldo. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 32. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 15 e ss.

A mencionada normativa prevê a classificação do cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas (artigo 3º), devendo ser observados os objetivos de investimento do cliente, sua situação financeira e se o mesmo possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto ou serviço (artigo 2º, incisos I, II e III), bem como considerados, no mínimo (i) os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes; (ii) o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto; (iii) a existência de garantias; e (iv) os prazos de carência (artigo 4º, parágrafo único, incisos I, II, III e IV).

A Instrução Normativa nº 544/2014 prevê, ainda, que caso o cliente deseje realizar um investimento não adequado ao seu perfil, poderá efetivá-lo mediante a declaração expressa de ciência de inadequação do seu perfil ao investimento desejado (artigo 6º, inciso II).

Nesse mesmo sentido, o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento também prevê o dever de verificação da adequação dos investimentos recomendados pelas instituições participantes que atuem na distribuição de cotas de fundos de investimento, as quais deverão adotar procedimentos formais de verificação da adequação (artigo 40, *caput*), com responsabilidade não delegável e integral pela aplicação do processo de *suitability* (parágrafo único do artigo 40).

A imposição regulatória de adequação do investimento ao perfil do cliente demonstra a preocupação com a correta análise pelos intermediários do perfil do investidor-consumidor, a fim de que sejam fornecidas as informações adequadas e adquirido o investimento mais apropriado, diferenciando os investidores conforme o seu grau de instrução sobre o mercado de capitais.

Contudo, observe-se que o atendimento da adequação do perfil do investidor ao investimento pretendido e a consequente diferenciação na quantidade e qualidade das informações prestadas com base na categoria do investidor não pode violar os direitos protetivos do investidor-consumidor.

Como exposto anteriormente, com relação aos investidores profissionais, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e aos investidores qualificados, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), que atestem por escrito sua

condição de investidor profissional e de investidor qualificado, respectivamente, possuem relação de consumo com os intermediários financeiros, de modo que tal classificação não exime o intermediário financeiro da responsabilidade pelo não atendimento dos princípios consumeristas e da regulação e da autorregulação, visto que o valor do investimento realizado não pode servir pura e simplesmente para descaracterizar a vulnerabilidade/hipossuficiência do investidor-consumidor.

4.5. A reparação individual e coletiva por danos materiais e morais

A efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, um dos direitos básicos do consumidor, previsto no artigo 6º, inciso VI, do Código de Defesa do Consumidor, resulta da necessidade de reparação patrimonial dos prejuízos sofridos pelo consumidor que adquira produtos ou obtenha serviços defeituosos ou impróprios.

No âmbito do mercado de capitais, a garantia de prevenção e reparação e danos não é diferente quando se trata da relação estabelecida entre o investidor-consumidor e os intermediários financeiros, fornecedores de serviços.

Os contratos de fundos de investimento e os contratos celebrados com as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, são contratos de adesão e de risco, pois, geralmente, dependem de eventos futuros e incertos como a oscilação de preços das ações nas bolsas de valores.

O risco, inerente a esses contratos, contudo, não isenta a responsabilidade objetiva consumerista dos intermediários financeiros, que apenas contam com essa natureza dos contratos, mas dela não podem se valer para justificar qualquer má-prestação dos serviços por ausência de cumprimento de seus deveres no limite e em observância às normas consumeristas e às do mercado de capitais.

No caso dos fundos de investimento, por exemplo, apenas a valorização ou desvalorização das cotas, dentro da relação de causalidade natural do mercado, não será de responsabilidade do administrador. Contudo, evidente que as regras de responsabilidade civil do Código de Defesa do Consumidor, quando aplicadas a outros setores e em casos de baixa complexidade reiterados, ficam distantes das complexas regras, regulamentações e relações jurídicas no âmbito do fornecimento

dos serviços dos agentes de intermediação no mercado de capitais, especialmente dos administradores/gestores de fundos de investimento.

Isso porque, os serviços oferecidos pelos administradores/gestores dos fundos de investimento são especialíssimos e a responsabilidade pelas informações prestadas e pelas escolhas feitas é de difícil aferição, daí porque necessitam de proteção especial.

Como exposto no presente estudo, os investidores subscrevem termos de adesão aos fundos de investimento, como também, quando aplicável, atestam sua categoria de investidor (profissional ou qualificado), bem como manifestando ciência sobre as possibilidades de perda de capital.

Todavia, como assevera Fernando Estevam Bravin Ruy, a atividade de risco financeiro que envolve a análise dos fundos de investimento não pode limitar-se ao aspecto do estrito cumprimento do termo de adesão ao regulamento do fundo, sendo que a responsabilidade dos administradores de fundos de investimento existe, devendo ser observada atendendo as particularidades do sistema como um todo e as características próprias do sistema consumerista¹⁸⁴.

O mencionado autor assevera, ainda, que não se podem arrazoar considerações radicais de que a responsabilidade do administrador do fundo de investimento está limitada a perdas fora do grau do risco expressamente contido no compromisso firmado no regulamento do fundo e formalizado nas suas cláusulas gerais, sendo impróprio o entendimento de que o administrador seja responsável exclusivamente pelas perdas nos casos em que restar a comprovação de operação não prevista no regulamento. E muito bem conclui que:

“Podem ocorrer operações tecnicamente previstas no regulamento do fundo de investimento, mas se apreciadas quanto à oportunidade do investimento, elas poderiam ser flagrantemente desaconselhadas, surgindo desse fato a responsabilidade de indenizar.

Obviamente não se exigirá que toda posição tomada pelo gestor seja vencedora, mas o amplo espectro de atuação e liberdade, sempre dados ao administrador dos fundos de investimentos nos regulamentos, ao mesmo tempo em que aparentemente o liberta de responsabilidades contratuais, insere-o como responsável substancialmente na relação de consumo, voltada para a

¹⁸⁴ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 166-167.

responsabilidade pelo fundamento da má prestação dos serviços de administração.”¹⁸⁵

O Código de Defesa do Consumidor prevê não só a reparação por danos materiais, mas também por danos morais, quando há a ocorrência de violação aos bens imateriais do consumidor, pois, conforme esclarece Rui Stoco, a responsabilidade dita contratual, em razão do inadimplemento de cláusula, ou da avença como um tudo, o inadimplemento tanto poderá obrigar-se a reparar o dano patrimonial, quanto, eventualmente, ser compelido a compor o dano moral¹⁸⁶.

Para Sérgio Cavalieri Filho, “o dano moral, à luz da Constituição vigente, nada mais é do que a agressão à dignidade humana”, contudo, entende que:

“(…) só deve ser reputado como dano moral a dor, vexame, sofrimento ou humilhação que, fugindo à normalidade, interfira intensamente no comportamento psicológico do indivíduo, causando aflições ou angústia e desequilíbrio em seu bem-estar. Mero dissabor, aborrecimento, mágoa, irritação ou sensibilidade exarcebada estão fora da órbita do dano moral, porquanto, além de fazerem parte da normalidade do nosso dia a dia, no trabalho, no trânsito, entre os amigos e até no ambiente familiar, tais situações não intensas e duradouras, a ponto de romper o equilíbrio psicológico do indivíduo. Se assim não se entender, acabaremos por banalizar o dano moral, ensejando ações judiciais em busca de indenizações pelos mais triviais aborrecimentos.”¹⁸⁷

Sérgio Cavalieri Filho conclui que o mero inadimplemento contratual, mora ou prejuízo econômico não configuram, por si só, dano moral, porque não agridem a dignidade humana.

A responsabilidade objetiva será aplicada quando desrespeitadas as normas consumeristas, em atenção, inclusive no quanto disposto na regulamentação e autorregulação, de modo que os intermediários financeiros em relações de compra e venda de valores mobiliários, como por meio das corretoras, ou os administradores/gestores no caso dos fundos de investimento, responderão, independentemente da existência de negligência, imprudência ou imperícia, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos ao

¹⁸⁵ *Ibidem*, p. 167.

¹⁸⁶ STOCO, Rui. *Tratado de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 1.678-1.680.

¹⁸⁷ CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 5ª ed. – São Paulo: Malheiros, 2004, p. 98.

fornecimento dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre os riscos e demais aspectos dos fundos de investimento e outros valores mobiliários, nos termos do artigo 14 do Código de Defesa do Consumidor.

Destaque-se que a Instrução Normativa nº 555/2014 da CVM, que trata dos fundos de investimento, prevê a possibilidade de contratação de terceiros habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração do fundo (artigo 79), mas prevê que os contratos firmados referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do artigo 78¹⁸⁸, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM (parágrafo 2º do artigo 79).

A Instrução Normativa, ainda, prevê que o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM, independente da responsabilidade solidária a que se refere o parágrafo 2º (parágrafo 3º do artigo 79).

No caso dos gestores dos fundos de investimento, também há responsabilidade solidária pelos atos de gestão compartilhada, nos casos de contratação de mais de um gestor (artigo 78, parágrafo 5º, inciso I, alínea a)

O Código de Defesa do Consumidor prevê, ainda, a tutela coletiva do consumidor, quando se tratar de (i) interesses ou direitos difusos, que são os transindividuais, de natureza indivisível, e de que são titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato; (ii) interesses ou direitos coletivos, assim entendidos, os transindividuais, de natureza indivisível de que seja

¹⁸⁸ “Art. 78. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

(...)

§ 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados:

I – gestão da carteira do fundo;

(..)

III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;

(...)

V – escrituração da emissão e resgate de cotas;”

titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base; (iii) interesses ou direitos individuais homogêneos, que são os decorrentes de origem comum, conforme parágrafo único, incisos I, II e III do artigo 81.

A Lei nº 7.347/1985, a qual disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico, consolidou a proteção em um único procedimento aos interesses difusos, aos direitos coletivos e aos interesses individuais homogêneos.

A ação civil pública representa um instrumento eficaz para apurar a responsabilidade por danos causados aos investidores-consumidores no mercado de valores mobiliários, nos casos previstos pela Lei nº 7.913/1989, a qual dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, conferindo uma eficaz forma de proteção jurídica de natureza coletiva, independentemente da vinculação da relação consumerista.

Conforme artigo 1º da mencionada Lei, sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários, 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 eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; (ii) compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; (iii) omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa, sendo que as importâncias decorrentes da condenação, na ação de que trata esta Lei, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo, que ficarão depositadas em conta remunerada, à disposição do juízo,

até que o investidor, convocado mediante edital, habilite-se ao recebimento da parcela que lhe couber (artigo 2º).

Sobre a ação coletiva de que trata tal norma, Lionel Zaclis conclui que:

“Embora os interesses ou direitos que a Lei 7.913/89 visa, declaradamente, a proteger sejam privativos dos investidores, o certo é que ela, da maneira como estruturada, ostenta as características de uma *public action*, tendo em vista o subjacente interesse social no correto funcionamento do mercado e, por conseguinte, no efetivo cumprimento das normas jurídicas que o disciplinam, e, bem assim, a circunstância de que os interesses em jogo dizem respeito a uma massa de investidores de valores unitários inexpressivos, interesses esses que se consideram difusos, qualificados pelas notas de indivisibilidade do objeto e de indeterminação dos titulares, características presentes até o momento do trânsito em julgado da sentença coletiva, de modo análogo ao que ocorre com a sentença a que alude o art. 95 do CDC.”¹⁸⁹

Sobre essa questão, Fernando Estevam Bravin Ruy muito bem discorre asseverando que os interesses do investidor-consumidor por vezes se homogeneízam, ou seja, os investidores de encontram em uma mesma situação fática em razão das práticas ilícitas de intermediários, especialmente no que tange à proteção contratual, à oferta, ao direito de informação, à publicidade, às práticas abusivas do seu artigo 39, o que se dá também quando o investidor preenche contrato de adesão que contraria o direito material consumerista, como as cláusulas abusivas do artigo 51 do Código de Defesa do Consumidor, merecendo a proteção da tutela coletiva¹⁹⁰.

Portanto, segundo o mencionado autor, haverá proteção instrumental coletiva para o investidor-consumidor quando essa determinada categoria, grupo ou classe, esteja numa relação jurídica de um contrato com cláusulas de adesão, quando para um determinado número indivisível de investidores que contratam um agente financeiro, seja pessoa física ou jurídica vulnerável, forem previstas cláusulas como as vedações dos incisos I, V, VII, VIII e IX, do artigo 51, do Código de Defesa do Consumidor, daí porque, embora apenas um investidor-consumidor assine o contrato de adesão e seja violado em seu direito, têm os entes do artigo 82 do Código de Defesa do Consumidor, inclusive pelo Ministério Público,

¹⁸⁹ ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 197.

¹⁹⁰ RUY, Fernando Estevam Bravin. *Op. cit.*, p. 203.

legitimidade para a propositura de ação civil pública, uma vez que o mencionado contrato, mesmo que não seja assinado por outro investidor, ainda assim poderá sê-lo¹⁹¹.

¹⁹¹ *Ibidem*, p. 203-204.

5. OS DESAFIOS DA PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS

5.1. As proposições do Superior Tribunal de Justiça sobre o investidor-consumidor no mercado de capitais

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça sobre a relação entre os investidores e os intermediários financeiros do mercado de capitais têm admitido tratar-se de uma relação de consumo.

O Superior Tribunal de Justiça, como já exposto, após uma longa discussão acerca da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor nas relações contratuais com as instituições financeiras, pacificou seu entendimento por meio da edição da Súmula nº 297: “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”.

Não obstante, permaneceu a dúvida acerca da aplicabilidade para as relações jurídicas no mercado de capitais, sendo certo que há divergência na doutrina quanto a essa aplicabilidade.

O Tribunal Superior, contudo, tratou de sanar a questão, aplicando referida Súmula, por analogia, nas relações de aplicação em fundos de investimento e nas relações de compra e venda de ativos financeiros por meio das corretoras/distribuidoras de valores mobiliários.

Nesse sentido, importante destacar o acórdão de relatoria do Ministro Antonio Carlos Ferreira, no Recurso Especial nº 656.932/SP¹⁹², no qual destaca

¹⁹² Ementa: “CIVIL. RECURSO ESPECIAL. APLICAÇÃO FINANCEIRA. FUNDO DE INVESTIMENTO. VARIAÇÃO CAMBIAL OCORRIDA EM 1999. PERDA DE TODO O VALOR APLICADO. CLÁUSULA STOP LOSS. INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E MORAIS. CDC. RELAÇÃO DE CONSUMO. DESCUMPRIMENTO CONTRATUAL. MERO DISSABOR.

1. Por estar caracterizada relação de consumo, incidem as regras do CDC aos contratos relativos a aplicações em fundos de investimento celebrados entre instituições financeiras e seus clientes. Enunciado n. 297 da Súmula do STJ.

2. O risco faz parte do contrato de aplicação em fundos de investimento, podendo a instituição financeira, entretanto, criar mecanismos ou oferecer garantias próprias para reduzir ou afastar a possibilidade de prejuízos decorrentes das variações observadas no mercado financeiro.

3. Embora nem a sentença nem o acórdão esmiúcem, em seus respectivos textos, os contratos de investimento celebrados, ficou suficientemente claro ter sido pactuado o mecanismo stop loss, o qual, conforme o próprio nome indica, fixa o ponto de encerramento de uma operação com o propósito de "parar" ou até de evitar determinada "perda". Do não acionamento do referido mecanismo pela instituição financeira na forma contratada, segundo as instâncias ordinárias, é que teria havido o prejuízo. Alterar tal conclusão é inviável em recurso especial, ante as vedações contidas nos enunciados n. 5 e 7 da Súmula do STJ.

estar caracterizada relação de consumo nos contratos de aplicações em fundos de investimento celebrados entre instituições financeiras e seus clientes, nos termos da Súmula nº 297 do STJ.

Trata-se de ação em que uma gerente de uma instituição bancária teria recomendado para dois clientes a aplicação em três fundos de investimento do Banco, tendo sido assegurado nos materiais de propaganda de respectivos investimentos que as aplicações eram sólidas e com possibilidade de perda limitada até determinado patamar, havendo cláusula *stop loss* (o mecanismo *stop loss* fixa o ponto de encerramento de uma operação com o propósito de “parar” ou até de evitar determinada “perda”), bem como a possibilidade de resgate das aplicações no mesmo dia do pedido.

Ocorre que, no início de 1999, constatada uma alteração significativa nas taxas de câmbio, acarretando consequências para os investimentos realizados, os clientes teriam solicitado o imediato resgate dos valores aplicados, para minimizar seus prejuízos, sendo que o Banco alterou o procedimento, permitindo o resgate apenas no quinto dia após a solicitação, o que fez com que os clientes perdessem todo o capital investido e mais, tornando-se devedores da instituição bancária.

Diante de tal situação fática, o Superior Tribunal de Justiça, acompanhando o entendimento do Tribunal Ordinário, reconheceu haver relação de consumo, na qual pessoas físicas, destinatários finais, contrataram o serviço da instituição financeira para investir suas economias.

Ainda, em que pese reconhecer a possibilidade de perdas decorrente do investimento no mercado de capitais, o acórdão destaca o dever das prestadoras de serviço em informar adequadamente o grau de risco da aplicação, sendo que as propagandas e os prospectos entregues ao público e aos investidores vinculam e obrigam a instituição, nos termos do artigo 30 do Código de Defesa do Consumidor.

4. Mesmo que o pacto do *stop loss* refira-se, segundo o recorrente, tão somente a um regime de metas estabelecido no contrato quanto ao limite de perdas, a motivação fático-probatória adotada nas instâncias ordinárias demonstra ter havido, no mínimo, grave defeito na publicidade e nas informações relacionadas aos riscos dos investimentos, induzindo os investidores a erro, o que impõe a responsabilidade civil da instituição financeira. Precedentes.

5. O simples descumprimento contratual, por si, não é capaz de gerar danos morais, sendo necessária a existência de um plus, uma consequência fática capaz, essa sim, de acarretar dor e sofrimento indenizável pela sua gravidade.

6. Recurso especial conhecido e parcialmente provido.”

(REsp 656.932/SP, Rel. Ministro Antonio Carlos Ferreira, Quarta Turma, julgado em 24/04/2014, DJe 02/06/2014).

Portanto, no caso analisado, tendo sido pactuada a cláusula *stop loss*, mas não efetivada pela instituição prestadora do serviço e, por tal fato, ter ocorrido grave prejuízo aos investidores, restou configurado o defeito na prestação do serviço e seu nexos com os danos sofridos pelo consumidor. Ademais, ocorreu grave defeito na publicidade e informações disponibilizadas aos investidores, induzindo-os a erro, o que também gera uma responsabilidade civil por parte do prestador de serviço.

Desta forma, o Superior Tribunal de Justiça manteve o entendimento do juízo de piso, que determinou à instituição financeira a recompor o patrimônio dos investidores, restituindo-lhes os valores que tinham aplicado antes dos fatos *sub judice*, mas afastou a aplicação de danos morais, com base no entendimento pacificado da Corte de que o mero inadimplemento contratual não acarreta dano moral.

Em outro julgado, a Corte Superior ratificou seu entendimento acerca da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações investidor-fundo de investimento.

O Ministro Marco Aurélio Bellizze, em acórdão de sua lavra no julgamento do Agravo Regimental em Agravo em Recurso Especial nº 658.608/ES¹⁹³, reforça a

¹⁹³ Ementa: “AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. DIREITO PROCESSUAL CIVIL E BANCÁRIO. CONTRATOS CELEBRADOS ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E CLIENTES QUE APLICAM RECURSOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO. APLICAÇÃO DO CDC. ENUNCIADO N. 297 DA SÚMULA DO STJ. PERDAS DECORRENTES DE MÁ-GESTÃO DE RECURSOS APLICADOS EM FUNDOS DE RENDA FIXA. DEVER DE INDENIZAR. ENUNCIADO N. 7 DA SÚMULA DO STJ. AGRAVO IMPROVIDO. AUSÊNCIA DE ARGUMENTOS APTOS A INFIRMAR OS FUNDAMENTOS DA DECISÃO AGRAVADA. AGRAVO REGIMENTAL IMPROVIDO.

1. O Código de Defesa do Consumidor é aplicável aos contratos celebrados entre as instituições financeiras e seus clientes, visando a aplicações em fundos de investimento, na linha do enunciado n. 297 da Súmula do STJ. Precedentes.

2. Há responsabilidade da instituição financeira nas hipóteses em que a má-gestão do capital do investidor ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, § 1º, II, do CDC, consubstanciada, por exemplo, por arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, ainda que se trate de aplicações de risco. Precedente. Com maior razão, o mesmo entendimento deve ser aplicado nos casos em que o investidor optou por fundos de renda fixa, que se definem como modalidades de investimento de baixo risco.

3. O entendimento expresso no enunciado n. 7 da Súmula do STJ apenas pode ser afastado nas hipóteses em que o recurso especial veicula questões eminentemente jurídicas, sem impugnar o quadro fático delineado pelas instâncias ordinárias no acórdão recorrido.

4. Se o agravante não traz argumentos aptos a infirmar os fundamentos da decisão agravada, deve-se negar provimento ao agravo regimental.

5. Agravo regimental a que se nega provimento.”

(STJ, AgRg no AREsp 658.608/ES, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 04/08/2015, DJe 17/08/2015).

aplicabilidade da Súmula nº 297 do Superior Tribunal de Justiça para as relações havidas entre os investidores e as instituições financeiras, destacando a má-gestão de fundo de investimento como causa passível de responsabilização civil, ultrapassando a razoabilidade prevista no artigo 14, parágrafo 1º, inciso II, do CDC.

Importante destacar que o caso em comento envolvia investimento realizado por pessoa jurídica, qual seja, o Instituto de Previdência dos Servidores Públicos de Domingos Martins – IPASDM, em fundos de investimento de renda fixa e considerados de baixo risco, tratando-se de aplicação superior a R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais), mas nem por isso referido Instituto foi considerado investidor qualificado ou experiente em aplicações financeiras, nem se deixou de aplicar as disposições do Código de Defesa do Consumidor, de acordo, inclusive, com o entendimento exposto no presente estudo acerca da possibilidade de reconhecimento de relação de consumo ainda que o investidor seja pessoa jurídica ou seja classificado como investidor profissional ou qualificado (em algumas das hipóteses), nos termos da Instrução Normativa nº 544/2014.

A Ministra Nancy Andrighi, em recente julgado, no Recurso Especial nº 1.599.535¹⁹⁴, por sua vez, destaca que o Superior Tribunal de Justiça tem adotado a teoria finalista acerca da definição de consumidor, sendo este tão somente o destinatário final do produto ou serviço ofertado. Contudo, tal entendimento vem sendo mitigado em casos de comprovada vulnerabilidade da parte envolvida, ainda que seja pessoa jurídica, no que se tem denominado de finalismo aprofundado, sendo considerada a vulnerabilidade sobre os seguintes aspectos: técnica; jurídica ou científica; fática ou socioeconômica; e informacional.

¹⁹⁴ Ementa: “CONSUMIDOR E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. CORRETAGEM DE VALORES E TÍTULOS MOBILIÁRIOS. OMISSÃO, CONTRADIÇÃO OU OBSCURIDADE. NÃO OCORRÊNCIA. RELAÇÃO DE CONSUMO. INCIDÊNCIA DO CDC.

- Recurso especial interposto em 16/12/2015 e distribuído a este gabinete em 25/08/2016.

- Cinge-se a controvérsia à incidência do CDC aos contratos de corretagem de valores e títulos mobiliários.

- Na ausência de contradição, omissão ou obscuridade, não existe violação ao art. 535, II, do CPC/73.

- O valor operação comercial envolvida em um determinado contrato é incapaz de retirar do cidadão a natureza de consumidor a ele conferida pela legislação consumerista.

- É incabível retirar a condição de consumidor de uma determinada pessoa em razão da presunção de seu nível de discernimento comparado ao da média dos consumidores.

- Impõe-se reconhecer a relação de consumo existente entre o contratante que visa a atender necessidades próprias e as sociedades que prestam de forma habitual e profissional o serviço de corretagem de valores e títulos mobiliários.

- Recurso especial conhecido e provido”.

(STJ, REsp 1599535/RS, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 14/03/2017, DJe 21/03/2017).

No caso analisado pela Relatora, tratava-se da contratação de serviços para a realização de investimentos em nome do recorrente. Para ilustração, os nomes dos contratos celebrados com a recorrida são: (i) Contrato de Intermediação de Operações nos Mercados Administrados pela Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F; e (ii) Contrato para Realização de Operações nos Mercados Administrados por Bolsas de Valores e/ou Entidade do Mercado de Balcão Organizado.

Portanto, evidente tratar-se de atividade de corretagem de valores e títulos mobiliários, havendo de um lado um investidor e do outro um intermediário financeiro do mercado de capitais.

Ao analisar se mencionada relação era regida pelas regras contidas no Código de Defesa do Consumidor, entendeu a 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça que a atividade de corretagem de títulos de valores mobiliários, em que pese as diversas regras específicas de regulação, mantém a natureza de uma prestação de serviço a um consumidor final.

Ainda, o acórdão adentra na discussão acerca do valor envolvido na operação e se este seria capaz de alterar a condição de vulnerabilidade da parte contratante, concluindo que o simples valor do contrato, por si só, é incapaz de retirar do cidadão a natureza de consumidor, sendo o Código de Defesa do Consumidor aplicável das relações mais simples até o consumo de alto padrão, entendimento compartilhado no presente estudo.

Diante das premissas postas, concluiu pelo reconhecimento da existência de relação de consumo entre o investidor pessoa natural e aqueles que prestam de forma habitual e profissional o serviço de corretagem de valores e títulos mobiliários.

Não obstante o reconhecimento da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações entre investidor e as instituições financeiras do mercado de capitais, o Superior Tribunal de Justiça em nenhum momento afasta o risco do negócio, aplicando a responsabilização tão somente quando há um nexo causal entre uma falha na prestação do serviço e os prejuízos suportados pelo investidor. Eventuais prejuízos inerentes à natureza jurídica do investimento, não são capazes de gerar responsabilização dos prestadores de serviço.

Nesse sentido, o Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, em acórdão de sua lavra¹⁹⁵, esclarece que as instituições bancárias, quando prestando serviço de aconselhamento financeiro, somente respondem por eventuais prejuízos advindos de investimentos malsucedidos, sobretudo daqueles em que o elevado grau de risco é perfeitamente identificável segundo a compreensão do homem médio, se a prestação do serviço for defeituosa, justamente por se tratar de obrigação de meio, e não de resultado.

Dessa forma, o Superior Tribunal de Justiça, conforme consta do julgamento do Recurso Especial nº 1131073/MG¹⁹⁶, aplica o princípio da boa-fé e seus deveres anexos na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de fornecedores de serviços bancários, exigindo-se dos fornecedores informações adequadas, suficientes e específicas sobre o serviço que está sendo prestado com o patrimônio daquele que o escolheu como parceiro, sendo que qualquer falha na prestação de tal serviço, seja má-gestão, seja vícios na publicidade ou fornecimento de informações, poderá acarretar a reparação de danos, desde que comprovado o

¹⁹⁵ Ementa: "RECURSO ESPECIAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO EXTERIOR. CASO "MADOFF". INSTITUIÇÃO BANCÁRIA. ASSESSORAMENTO FINANCEIRO. RESPONSABILIDADE OBJETIVA. OBRIGAÇÃO DE MEIO. VÍCIO NO SERVIÇO. INEXISTÊNCIA.

1. Hipótese em que a parte autora busca a reparação dos prejuízos sofridos em decorrência da aplicação em fundo de investimento no exterior atingido por uma das maiores fraudes já praticadas no mercado financeiro norte-americano (caso "Madoff").

2. As instituições bancárias respondem objetivamente pelos danos causados por vício na prestação de serviços, ressalvada a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro, incumbindo-lhes, na prestação de serviço de assessoramento financeiro, apresentar informações precisas e transparentes acerca dos riscos aos quais seus clientes serão submetidos.

3. A aferição do dever de apresentar informações precisas e transparentes acerca dos riscos do negócio pode variar conforme a natureza da operação e a condição do operador, exigindo-se menor rigor se se fizerem presentes a notoriedade do risco e a reduzida vulnerabilidade do investidor.

4. Os deveres jurídicos impostos aos administradores dos fundos de investimento não se confundem com a responsabilidade da instituição financeira que os recomenda a seus clientes como possíveis fontes de lucro.

5. Eventuais prejuízos decorrentes de aplicações mal sucedidas somente comprometem as instituições financeiras que os recomendam como forma de investimento se não forem adotadas cautelas mínimas necessárias à elucidação da álea natural do negócio jurídico, sobretudo daqueles em que o elevado grau de risco é perfeitamente identificável segundo a compreensão do homem-médio, justamente por se tratar de obrigação de meio, e não de resultado.

6. Causa do insucesso do empreendimento diretamente atrelada a um dos maiores golpes já aplicados no mercado financeiro norte-americano, que surpreendeu milhares de outros investidores do mercado financeiro no mundo todo.

7. Recurso especial não provido."

(REsp 1606775/SP, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 06/12/2016, DJe 15/12/2016)

¹⁹⁶ STJ, REsp 1131073/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 05/04/2011, DJe 13/06/2011.

nexo causal com o prejuízo sofrido e não se tratar de fato inerente ao negócio jurídico entabulado.

Sobre as questões trazidas no presente estudo, portanto, o Superior Tribunal de Justiça, na solução de casos concretos, vem desenvolvendo papel importante na construção da teoria da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações entre investidor e instituições financeiras no mercado de capitais, reconhecendo o investidor como consumidor e em quais hipóteses.

5.2. Breves considerações sobre as dificuldades e desafios na efetivação das normas protetivas do investidor-consumidor

A regulação do mercado de capitais vem atendendo a demanda pela maior proteção do investidor, aprimorando as informações disponibilizadas no setor e as normativas para os mais diversos tipos de investimentos, em especial no que tange aos fundos de investimento, de modo que o mercado vem sendo corretamente regulado e fiscalizado, especialmente pela Comissão de Valores Mobiliários.

A necessidade de um mercado de capitais mais transparente e de veiculação de informações adequadas, claras e precisas sobre os tipos de investimentos, os mecanismos das operações e, especialmente sobre os riscos envolvidos, que possibilitem maior acesso dos consumidores a esse mercado e maior segurança nas contratações, é de conhecimento dos órgãos de fiscalização e da autorregulação, mas ainda carece o mercado de efetividade na proteção do investidor-consumidor.

A proteção do investidor-consumidor, em que pese entendimentos contrários, que se dá por meio do Código de Defesa do Consumidor, complementada pela regulação específica do mercado de capitais, confere uma gama de direitos ao investidor que possibilitam a denúncia de abusos e de não observância dos princípios consumeristas, bem como da função social do contrato, da boa-fé objetiva, dentre outros.

A posição do investidor como consumidor é uma forma de perquirição de equilíbrio e justiça, ou seja, de realização da isonomia e da dignidade garantidas em sede de eficácia constitucional, daí porque direitos à proteção contratual, à simetria informacional, à transparência da relação e à proibição de práticas

comerciais abusivas e enganosas, são, portanto, alçados a instrumentos reais de efetividade e eficácia da proteção do investidor-consumidor no mercado de capitais. A violação de tais direitos provocará situações de responsabilidade objetiva e de dever de indenizar pelos intermediários financeiros.

Verifica-se, contudo, que a regulação do mercado de capitais, por meio das Leis 6.385/1976 e da Lei nº 6.404/176, bem como por meio das inúmeras normativas da Comissão de Valores Mobiliários, embora busquem atender a demanda de proteção do investidor, entende-se que ainda não garantem efetividade para a segurança do investidor-consumidor em realizar aplicações para obter rendimentos.

As normativas são esparsas e de conteúdo de difícil entendimento para um investidor-consumidor que não detenha conhecimentos técnicos sobre o mercado de capitais, assim como as diversas modalidades de investimentos e de operações, bem como a existência de diversos intermediários financeiros envolvidos, com poucas previsões expressas de assunção de responsabilidades pelos serviços prestados, dificultam a noção dos deveres e direitos de cada uma das partes envolvidas. A própria discussão sobre a aplicabilidade das normas de direito do consumidor às relações contratuais de investimentos, demonstram a dificuldade do mercado em garantir a melhor proteção ao investidor.

Esforços são empregados pelos órgãos reguladores em manter o mercado cada vez mais informado, não só em razão das normas expedidas, mas também por meio de boletins e conteúdos informáticos encontrados nos sítios da *internet* da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, bem como da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), mas ainda assim não são suficientes para garantir a necessária e efetiva proteção do investidor no mercado de capitais.

A implementação das normas sobre os investidores e sobre os intermediários financeiros, o *enforcement* público e privado das regras contratuais estabelecidas pelas partes, deve ser então garantido de modo a promover a clara, esmerada e transparente disponibilização de informações aos investidores e de proteção dos riscos envolvidos nas operações no mercado de capitais.

Não basta que o investidor-consumidor seja informado e ateste sua ciência dos riscos envolvidos nas aplicações financeiras no mercado de capitais, pois,

embora o risco seja inerente a esses negócios jurídicos, essa condição não retira a qualidade de consumidor do investidor tampouco sua vulnerabilidade.

O modelo de autorregulação construído pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) complementa as atividades dos órgãos reguladores, em consonância com os compromissos com seus sócios (instituições financeiras atuantes no mercado de capitais) e a sociedade brasileira, contribuindo para o desenvolvimento sustentável dos mercados financeiro e de capitais e fomentando a qualificação profissional e a educação dos investidores.

Incrementar a preparação e o conhecimento dos investidores está a favor da tendência para um mercado mais seguro e sólido, ainda com uma maior sofisticação e democratização das alternativas de investimentos para diferentes públicos.

Contudo, deve-se atentar que a ANBIMA é uma associação composta por diversos dos intermediários financeiros que atuam no mercado de capitais e por isso, pode ocorrer conflito entre a proteção do investidor e os interesses econômicos dos intermediários financeiros.

Entende-se que uma das medidas regulatórias de maior importância seria de proteção dos interesses patrimoniais dos investidores com a criação efetiva de sistemas de indenização de investidores diretamente pelos intermediários financeiros, por meio da identificação objetiva das responsabilidades incidentes. Cabe, ainda, analisar se não seria correto a responsabilidade solidária dos agentes reguladores nos casos em que houve negligência na fiscalização das informações e práticas levadas ao mercado de capitais por meio dos agentes financeiros, bem como das agências de classificação de risco.

Por essas questões, entende-se que, embora a regulação e a autorregulação empreguem esforços na proteção do investidor-consumidor, o desenvolvimento de novas pesquisas e estudos poderão levar à conclusão da necessidade de expedição de uma normativa ou lei geral que contenha diretrizes de base do funcionamento do mercado de capitais, dos principais tipos de investimentos existentes, como se operam, os direitos protetivos dos investidores, os deveres das partes envolvidas e as responsabilidades incidentes para cada um dos intermediários financeiros envolvidos em cada tipo de operação, mesmo que

isso acarrete no aumento de custos de transação e outros para os intermediários financeiros, pois de outro lado será garantida a segurança jurídica no mercado de capitais.

CONCLUSÃO

Conclui-se, de toda a pesquisa empreendida e de todo o exposto na presente dissertação, que há hipóteses em que o investidor é consumidor na acepção do artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor, vez que os serviços que adquire como destinatário final no mercado de capitais está compreendido no gênero “serviço financeiro”.

Entende-se, ainda, que embora os investidores profissionais e qualificados elencados na Instrução Normativa da CVM nº 555/2014, em regra, não sejam consumidores, quando se tratar das hipóteses de investidores denominados profissionais, as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio (inciso IV, artigo 9-A da IN nº 555/2014 da CVM); e os denominados qualificados, as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio (inciso II, do artigo 9º-B da IN nº 555/2014 da CVM), estes sim devem ser considerados consumidores, vez que o valor aplicado não lhes retira a condição de vulnerabilidade em todas as suas vertentes e de hipossuficiência frente aos intermediários financeiros.

No caso dos fundos de investimentos, especificamente, ainda que o investidor seja um cotista do fundo, conclui-se que se trata de investidor-consumidor, vez que está em uma posição de vulnerabilidade frente a especificidade dos serviços prestados pelos intermediários financeiros, como também em virtude da atuação dos intermediários financeiros como fornecedores de serviços (distribuidoras, administradores e gestores dos fundos de investimento), incidindo todas as normas protetivas do Código de Defesa do Consumidor. No mesmo sentido, se entende sobre a relação entre investidor-consumidor e as corretoras de valores mobiliários na compra e venda ações e outros ativos.

Acerca da proteção jurídica do investidor-consumidor no mercado de capitais, em especial, nas aplicações em fundos de investimentos vem sendo delimitada e garantida pelos órgãos reguladores, bem como pela autorregulação, mas a proteção efetiva de seus direitos ocorre pela aplicação dos direitos do consumidor na relação jurídica no mercado de capitais.

A defesa do consumidor como princípio de desenvolvimento econômico, deve ser atendida pela ordem econômica e as funções dos diversos agentes econômicos atuantes no mercado de capitais são bem definidas pela legislação incidente, bem como a Comissão de Valores Mobiliários define categorias de investidores conforme a sofisticação do investidor, alinhado com o desenvolvimento das práticas de *suitability*, implicando na proibição da aquisição e/ou negociação de determinados produtos por investidores com capacidade financeira limitada, bem como na diferenciação das informações divulgadas sobre produtos destinados a investidores de maior sofisticação, criando diferentes regimes informacionais, categorizando os tipos de investidores de modo que a aplicação do Código de Defesa do Consumidor não independe, na sua totalidade, de tal classificação.

A esfera jurídico-contratual aplicada ao investidor no mercado de capitais é a dos contratos de adesão, com incidência de todos os princípios gerais contratuais, como a função social do contrato e a boa-fé objetiva, ou seja, incide tanto as normas de Direito Civil, como as Direito do Consumidor, com a possibilidade de aplicação da teoria do diálogo das fontes para a solução de casos concretos, em razão da incidência das normas específicas do mercado de capitais. No caso dos fundos de investimento verificou-se que se trata de um contrato de adesão com natureza jurídica de condomínio especial.

A tutela jurídica do investidor-consumidor ocorre, principalmente, pela necessidade de observância dos direitos à informação adequada prestada e veiculada e à transparência, à liberdade de escolha, à noção de risco e do investimento realizado, à proibição de publicidade enganosa e abusiva e a de garantia de rendimento do investimento realizado, à adequação dos investimentos ao perfil do investidor, bem como à efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, individual e coletivamente.

A complexidade do mercado de capitais e a especificidade da matéria dificultam a correta e justa aplicação dos direitos dos investidores nos casos

concretos pelo Poder Judiciário, bem como a aferição de prejuízos materiais e morais, especialmente em razão da dificuldade das provas que devem ser realizadas para constatar o atendimento ou não pelo intermediário financeiro dos princípios básicos de tutela do investidor-consumidor como também se as eventuais perdas patrimoniais sofridas ocorreram por má-prestação dos serviços pelo fornecedor.

Os esforços dos órgãos reguladores e da autorregulação em tornar o mercado de capitais cada vez mais transparente e educar os profissionais habilitados e os investidores, demonstram a disposição dos agentes em garantir um mercado mais eficiente e seguro para os investidores. Contudo, os desafios ainda são muitos e a legislação esparsa dificulta uma melhor compreensão dos deveres, dos direitos e das responsabilidades incidentes nas relações contratuais no mercado de capitais no Brasil pelo investidor-consumidor.

Ao proteger o investidor-consumidor, entendendo ele como vulnerável frente aos complexos problemas e riscos do mercado de capitais, resguardados os limites de tal proteção e com a continuidade do empenho dos órgãos de regulação e autorregulação, bem como dos intermediários financeiros em agir ética e legalmente, refletirão no aumento da confiança do investidor no mercado de capitais, possibilitando seu desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado. *Aspectos dos fundos de investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012, v. 3.

ALVES, André Gomes de Sousa. *Os Fundos de Investimento entre a Regulação Social do Mercado e a Proteção Jurídica do Investidor-Consumidor*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba – Mestrado. Área de Concentração: Direito Econômico. João Pessoa, 2011. Disponível em <http://www.ccj.ufpb.br/pos/wp-content/uploads/2013/07/Andre-Gomes-Fundos-de-Investimento-e-Consumidor.pdf>.

ALVIM, Arruda [et al.]. *Código do Consumidor comentado*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS – <http://www.ancord.org.br>.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 7ª ed. – São Paulo: Atlas, 2007.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – www.anbima.com.br.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos*. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2004.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *O Direito pós-moderno e a codificação*. *Revista Direito do Consumidor*, São Paulo, 2002, v. 33, p. 124 e ss.

_____. *Insuficiências, deficiências e desatualização do projeto de código civil na questão da boa-fé objetiva nos contratos*. Revista Trimestral de Direito Civil, Rio de Janeiro, v. 1, n. jan/mar. 2000, p. 03-12.

_____; TÔRRES, Heleno Taveira; CARBONE, Paolo (coord.) – *Princípios do Novo Código Civil Brasileiro e Outros Temas – Homenagem a Tullio Ascarelli*. – São Paulo, Quartier Latin, 2008.

_____. *Princípios do novo direito contratual e desregulamentação do mercado – Direito de exclusividade nas relações contratuais de fornecimento – Função social do contrato e responsabilidade aquiliana do terceiro que contribui para o inadimplemento contratual*. Revista dos Tribunais, São Paulo, ano 87, v. 750, abril 1998, p. 113-120.

BM&FBOVESPA – www.bmfbovespa.com.br.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – www.bcb.gov.br.

BENJAMIN, Antônio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; e BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 4ª ed. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

_____. *O conceito jurídico de consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 75/43, jul.-set./2010), p. 935-954.

BESSA, Leonardo Roscoe. *Fornecedor equiparado*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista do Direito do Consumidor, RDC 61/126, jan.mar/2007), p. 1.011-1029.

BOURGOIGNIE, Thierry. *O conceito jurídico de consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista do Direito do Consumidor, RDC 2/7, abr.-jun./1992), p. 1.055-1.106.

BRANCO, Gerson Luiz Carlos. *Função social dos contratos: interpretação à luz do Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2009.

CAGGJANO, Mônica Herman Salem. *Código do Consumidor – aspectos constitucionais*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista dos Tribunais, RT 666/58, abr./1191), p. 363-389.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimentos*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 5ª ed. – São Paulo: Malheiros, 2004.

COELHO, Fábio Ulhôa. *A responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras*. In *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Roberto Quiroga Mosquera (coordenador). – São Paulo: Dialética, 1999, p. 83-112.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – www.cvm.gov.br.

_____. *Fundos de investimento*, Cadernos CVM, 3. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>.

_____. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>.

_____. *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 304. Disponível em http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf.

COMPARATO, Fábio Konder. *A proteção ao consumidor na Constituição brasileira de 1988*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Mercantil, RDM 80/66, out.-dez./1990), p. 175-176.

DALL'AGNOL Jr., Antônio Janyr. *Direito do consumidor e serviços bancários e financeiros – aplicação do CDC nas atividades bancárias*. Revista do Direito do Consumidor, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 27, jul./set. 1996, p. 07-17.

DE LUCCA, Newton. *Direito do Consumidor – Teoria Geral da Relação Jurídica de Consumo*. 2ª ed. – São Paulo: Quartier Latin, 2008.

_____. *As bolsas de valores e os valores mobiliários*. Revista do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, n. 35, São Paulo, jul. 1998, p. 19-38.

_____. *A responsabilidade civil dos administradores das instituições financeiras*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 26, n. 67, p. 32-38, jul.-set. 1987.

DONNINI, Rogério Ferraz. *A Constituição Federal e a concepção social do contrato*. In VIANA, Rui Geraldo Camargo; NERY, Rosa Maria de Andrade (orgs.). *Temas atuais de direito civil na Constituição Federal*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000, p. 69-79.

EFING, Antonio Carlos. *Contratos e procedimentos bancários à luz do código de defesa do consumidor*. 1ª ed., 3ª tir. – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000 – (biblioteca de direito do consumidor; v. 12).

_____. *Responsabilidade civil do agente bancário e financeiro, segundo as normas do Código de Defesa do Consumidor*. Revista de Direito do Consumidor, São Paulo, n. 18, abr.-jun./1996, p.105-124.

_____. *Sistema financeiro e o Código do Consumidor: análise conceitual quanto à incidência das normas do sistema de defesa do consumidor aos contratos bancários e financeiros*. Revista de Direito do Consumidor, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, n. 17, jan.-mar./1996, p. 65-84.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 2. ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de Direitos do Consumidor*. 8ª ed. – São Paulo: Atlas, 2005.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 19ª ed. – Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*. In Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. Roberto Quiroga Mosquera (coordenador). – São Paulo: Dialética, 1999.

FRITZ, Karina Nunes. *A responsabilidade dos bancos por falhas na informação em investimentos de capital: uma análise comparada com o direito alemão*. Revista de Direito Civil Contemporâneo, vol. 8/2016 | p. 167 - 200 | Jul - Set / 2016, Revista dos Tribunais Online: Thomson Reuters.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001.

GODOY, Claudio Luiz Bueno de. *Função Social do Contrato: os novos princípios contratuais*. 4ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2012.

GOMES, Orlando. *Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

_____. *Contratos*. 25ª ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. *Os direitos dos consumidores*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Vulnerabilidade do Consumidor e Modelos de Proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 77/19, jan.-març./2011), p. 1.001-1.008.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 13ª ed. – São Paulo: Malheiros, 2008.

GRINOVER, Ada Pellegrini; BENJAMIN, Antonio Herman de Vasconcellos e; FINK, Daniel Roberto; FILOMENO, José Geraldo Brito; WATANABE, Kazuo; JÚNIOR, Nelson Nery; DENARI, Zelmo. *Código de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto*. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2011.

HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Função social do contrato*. Estudos Jurídicos. Estudos Jurídicos, v. 19, n.º 47, 1986, p. 95-111.

_____. *Contrato: estrutura milenar de fundação do direito privado*. Revista do Advogado, São Paulo, n.º 68, 2002, p. 79-86.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – Objetivos e Princípios do Regulamento de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. *A proteção do consumidor no direito bancário e no direito do mercado de capitais*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 52/319, out.-dez./2004), p. 853-884.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *A responsabilidade do fabricante pelo fato do produto*. São Paulo: Saraiva, 1987.

LIMA, Cíntia Rosa Pereira de. *Da aplicação do Código De Defesa do Consumidor às Instituições Financeiras*. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, vol. 101, jan./dez., 2006, p. 653-696.

_____. *A inversão do ônus da prova no Código de Defesa do Consumidor*. Revista de Direito do Consumidor, São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 47, 2003, p. 200-231.

LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípio da precaução e evolução da responsabilidade Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

_____; LEMOS, Patrícia Fava Iglecias; RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz (coords.). *Sociedade de Risco e Direito Privado: desafios normativos, consumeristas e ambientais*. Apresentação. – São Paulo: Altas, 2013.

MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. 2ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

_____. *Privacidade, Mercado e Informação*, in *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, vol. 31, 1999, p. 13-24.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Manual do Consumidor em Juízo*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

MARINS, James, [et al.]. *Código do Consumidor comentado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 4.ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

_____. *Contratos no código de defesa do consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 3 ed.. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998.

_____. coordenação. *Diálogo das Fontes: do conflito à coordenação de normas do direito brasileiro*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

_____. *Superação das Antinomias pelo Diálogo das Fontes: o modelo brasileiro de coexistência entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil de 2002 – reflexões sobre a necessária visão do relacionamento entre o CDC e CC/2002*. In JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio; TÔRRES, Heleno Taveira; CARBONE,

Paolo (coord.) – Princípios do Novo Código Civil Brasileiro e Outros Temas – Homenagem a Tullio Ascarelli. – São Paulo: Quartier Latin, 2008.

_____; ALMEIDA, João Batista de; PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos (coord.). *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Bancos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

_____. *Proteção contratual do CDC a contratos interempresariais, inclusive bancários*. Revista de Direito do Consumidor, São Paulo, v. 18, p. 94-104, abr./jun. de 1996.

_____. et al.. *Código do Consumidor comentado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991.

MIRAGEM, Bruno. *O direito do consumidor como direito fundamental*. In Cláudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: vulnerabilidade do consumidor e modelos de proteção* (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. II) – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito do Consumidor, RDC 43/111, jul.-set./2002).

MOSQUEIRA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. In Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

NERY JÚNIOR, Nelson. *Constituição Federal comentada e legislação constitucional*. 4ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

NUNES, Luis Antonio Rizzatto. *Curso de direito do consumidor*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

PASQUALOTTO, Adalberto. *Conceitos fundamentais do Código de Defesa do Consumidor*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista dos Tribunais, RT 666/48, abr./1991), p. 61-73.

PETTER, Lafayette Josué. *Princípios Constitucionais da Ordem Econômica: o significado e o alcance do art. 170 da Constituição Federal*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Defesa da Concorrência e Bem-Estar do Consumidor*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2010.

_____. *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos serviços bancários*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, RDB 38/75, out.-dez./2007), p. 805-834.

_____. *Aplicação do Código de Defesa dos Consumidores aos administradores de fundos de investimento*. *Revista de Direito do Consumidor*, v. 16, n. 61, jan.-mar./2007, São Paulo : Revista dos Tribunais, p. 190-202.

_____. *Comentário Doutrinário*. 3.1. Contrato Bancário (Recurso Especial n. 656.932-SP (2004/0011451-0)). *Revista do Superior Tribunal de Justiça*, vol. 240, Tomo 1, ano 27, outubro/novembro/dezembro de 2015, Brasília: STJ, p. 301-329.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado: parte especial*, v. 51, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

PORTAL DO INVESTIDOR – www.portaldoinvestidor.gov.br.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. *O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil*. In Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. Roberto Quiroga Mosquera (coordenador). – São Paulo: Dialética, 1999, p. 129-135.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2003.

ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Tradução de Ana Coimbra e Manuel Januário Costa Gomes. Coimbra: Almedina, 1988.

RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do Investidor Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Responsabilidade Civil no Código do Consumidor e a defesa do fornecedor*. 3 ed. – São Paulo: Saraiva, 2010.

SANTIAGO, Mariana Ribeiro. *O princípio da função social do contrato*. Curitiba: Juruá, 2005.

SILVA, Marcus Vinicius Fernandes Andrade da. *O Direito do Consumidor e a Publicidade*. São Paulo: MP, 2008.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo da Economia*. 3ª ed. – São Paulo: Lumen Juris, 2003.

SOUZA, Washington Peluso Albino de. *Considerações a respeito do CDC*. In Claudia Lima Marques e Bruno Miragem (organizadores). *Direito do Consumidor: Fundamentos do Direito do Consumidor (Coleção doutrinas essenciais, direito do consumidor, vol. I)* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011 (original em Revista de Direito Civil, RDCiv 58/98, out.-dez./1991), p. 475-498.

STOCO, Rui. *Tratado de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA – www.stj.jus.br.

TARTUCE, Flávio. *A teoria geral dos contratos de adesão no Código Civil. Visão a partir da teoria do diálogo das fontes*. In: MARQUES, Claudia Lima (coord.). *Diálogo das Fontes: do conflito à coordenação de normas do direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

TURCZYN, Sidnei. *O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

WALD, Arnoldo. *Alguns aspectos jurídicos da globalização financeira*. In *Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais*. Roberto Quiroga Mosquera (coordenador). – São Paulo: Dialética, 1999, p. 09-18.

_____. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 80, out.- dez./1999 – São Paulo: Revista dos Tribunais.

_____. *O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras*. *Revista dos Tribunais*, v. 666, abr. 1991, São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 07-17.

_____. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 32. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2.^a ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais.* – São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.