

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ**

**TIAGO RODRIGO DO NASCIMENTO OLIVEIRA**

**REGULAÇÃO E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)  
NO MERCADO DE CAPITAIS**

**CURITIBA**

**2015**

TIAGO RODRIGO DO NASCIMENTO OLIVEIRA

REGULAÇÃO E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)  
NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de ciências sociais aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira.

CURITIBA

2015

## TERMO DE APROVAÇÃO

TIAGO RODRIGO DO NASCIMENTO OLIVEIRA

REGULAÇÃO E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)  
NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

---

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Economia, UFPR.

---

Prof. Dr. Luiz Vamberto de Santana  
Departamento de Economia, UFPR.

---

Prof. M.e Adilson Antônio Volpi  
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 03 de Dezembro de 2015.

## **AGRADECIMENTOS**

À minha família, em especial minha esposa, que me apoiou nos momentos difíceis vividos ao longo do curso e por toda compreensão nos momentos em que não tinha a minha disponibilidade devido à ocupação com os trabalhos acadêmicos.

Aos meus pais por sempre me apoiarem e financiarem meus estudos.

Ao meu irmão e colegas de classe pelo companheirismo e suporte ao longo desses quatro anos de curso.

Ao Professor Doutor José Guilherme Silva Vieira que, desde o início desse ano nos traz todo o seu conhecimento, enriquecendo não só a mim como a todos os colegas de classe com conhecimento acadêmico, mas também com lições práticas para o mercado financeiro, e orientou o presente trabalho.

## RESUMO

O trabalho tem o intuito de analisar a atuação da Comissão de valores Mobiliários (CVM), como ela atua na regulação no mercado de ações e em alguns casos especiais de ações de empresas.

O trabalho terá como foco analisar como a CVM atua em caso de empresas que apresentam problemas em cumprir as normas determinadas pela própria CVM e quais as medidas que são adotadas por ela nestes casos.

Dentre os tópicos abordados serão abordado alguns casos especiais, algumas ações que ganharam notoriedade nacional e receberam aportes de diversos pequenos investidores que posteriormente viram seus investimentos se reduzirem em proporções gigantescas. Entre os casos especiais serão abordados casos como os das empresas LAEP que tinha como principal ativo as operações oriundas Parmalat (MILK11) e da OGX (OGXP3), empresas que tiveram grande divulgação entre os pequenos investidores e destaque no cenário nacional e que posteriormente se transformaram em “micos”. No primeiro caso a empresa teve suas ações bloqueadas e no segundo as ações valem hoje alguns centavos.

Com o trabalho espera-se detectar se a atuação da CVM cumpriu com a finalidade a que se destina a autarquia e se a autarquia cumpriu com os seus objetivos como disciplinar, normalizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários.

**Palavras-chave:** (CVM), regulação.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>9</b>
2.1 ORIGEM DA REGULAÇÃO .....	10
2.2 POR QUE REGULAR?.....	11
<b>3. AGÊNCIAS REGULADORAS PELO MUNDO .....</b>	<b>13</b>
<b>4. REGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS .....</b>	<b>135</b>
4.1 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) .....	17
4.2 FUNÇÕES DA CVM.....	18
<b>5. O TAMANHO DO MERCADO DA BOLSA DE VALORES.....</b>	<b>21</b>
<b>6. A ATUAÇÃO DA CVM EM CASOS ESPECÍFICOS.....</b>	<b>23</b>
6.1 A ATUAÇÃO DA CVM NO CASO DA PARMALAT (MILK11) .....	23
6.2 A ATUAÇÃO DA CVM NO CASO DA OGX (OGXP3).....	255
<b>7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>266</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O convívio em sociedade desde o primórdio da humanidade é alvo de conflitos, o ser humano com o seu instinto egoísta sempre procurou as situações que melhor o favoreciam.

A figura do Governo além de todas suas outras funções sempre teve como uma de suas principais funções a intermediação desses conflitos, porém posteriormente com o surgimento das empresas, os conflitos entre as empresas e a sociedade passaram também a ser motivo de atenção especial das autoridades governamentais.

Com o crescimento da população e o crescimento das empresas, o surgimento dos monopólios foi observado às necessidades de atuação governamental para gerenciar os potenciais conflitos entre os interesses das empresas e os interesses da população, a procura pela maximização do bem-estar da sociedade é algo que todo bom governo deve buscar.

Com a procura pela maximização do bem-estar observou-se a necessidade da regulação de mercados, o estabelecimento de regras prévias buscando manter os direitos dos agentes que atuavam em determinado mercado, e a procura por garantir os direitos da população foram os fatores motivadores para se iniciar a regulação.

No mercado de capitais também podemos observar que pode se gerar conflitos entre os agentes que nele atuam. Por isso a necessidade da regulação no mercado de capitais é algo notório, o dinheiro seja em qualquer quantia é algo que sempre mexe com os instintos humanos e com o grande volume que está envolvido nesse tipo de mercado é de se esperar que ocorram conflitos.

Este trabalho buscará estudar as características da regulação e as suas motivações com ênfase no mercado de capitais e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no que tange a regulação nessa área.

Analisar as características da regulação, e em especial no mercado mobiliário brasileiro e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) neste contexto.

Após a apresentação dos aspectos teóricos e a explanação sobre a origem da regulação, o trabalho buscará responder se há necessidade efetiva de se efetuar regulação. Posteriormente será abordado como é efetuada a regulação no mercado mobiliário brasileiro, nas sessões posteriores será caracterizada a CVM e algumas equivalentes pelo mundo.

Também será feita uma abordagem sobre a atuação da CVM em casos específicos de empresas que ganharam grande notoriedade no mercado acionário brasileiro, as empresas LAEP que tinha como principal ativo as operações oriundas

Parmalat (MILK11) e da OGX (OGXP3), que na época de seu auge era presidida por Eike Baptista.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Eizirik (2008), regular determinada atividade significa estabelecer limites à atuação dos agentes econômicos, que não existem quando o mercado é completamente livre. Para o autor, a regulação de determinado mercado ocorre com base no seguinte tripé: (i) elaboração de normas legais ou regulatórias; (ii) registro e fiscalização das entidades reguladas; e (iii) aplicação das normas, podendo resultar em sanções administrativas.

Ou seja, a regulação nada mais é do que estabelecer limites aos participantes do mercado, não os deixando livres para fazer qualquer tipo de atitude. A regulação também tem o intuito de nivelar as condições de um determinado mercado, com a finalidade que agentes não tenham privilégios perante outros participantes do mercado.

Yazbek (2007) define regulação da seguinte forma:

“A expressão regulação engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder executivo, um poder normativo e poder para judicial” (p.184).

O foco do trabalho será a regulação econômica com relação a essa área Yazbek (2007) a define da seguinte forma:

“a regulação financeira, porém, tende a ficar à parte nesta discussão. Com efeito, ao se tratar de regulação das atividades bancárias, securitárias e de mercado de capitais, se está tratando de campos tipicamente explorados por agentes privados e que, desde sempre, foram objetos de regulamentação e de controle pelo Estado”.

A regulação na área financeira existe desde os primórdios da humanidade, pois como bem sabemos o fascínio que o dinheiro exerce sobre os seres humanos é algo único, tal fascínio é capaz de desvirtuar cidadãos honestos e também tanto outros.

Sem nenhum tipo de regulação é impossível imaginar como seria o sistema financeiro, se com a regulação existente já podemos presenciar diversas ilegalidades ocorrendo e situações onde nem sempre a sociedade se beneficia das ações do agente.

## 2.1 ORIGENS DA REGULAÇÃO

A regulação de atividades econômicas é tão velha quanto à existência de sociedades organizadas em Estados. Desde as antigas civilizações de Babilônia, Egito e China até os dias de hoje, parte significativa das normas e leis de cada sociedade visa ordenar a atividade econômica de modo a garantir a prosperidade geral. Na verdade, dificilmente se encontra um mercado funcionando sem alguma base de leis, normas e convenções sociais, que lhe dão sua forma específica e até seu conteúdo.

A forma tomada por essa intervenção tem sofrido alterações ao longo dos tempos. Na França, por exemplo, a tradição centralizadora (mais visível desde Colbert, e reforçada após a Revolução Francesa e Napoleão) levou à noção de *service public*, onde diz que o Estado é o responsável de fornecer este tipo de serviço e é direito do cidadão comum recebe-lo para que seja estabelecido o bem comum. Já nos casos da Grã-Bretanha e em especial no caso dos Estados Unidos, o fato da população não possuir grande confiança na figura do Poder Central levou essas nações à criação de um conceito diferente: o de serviços de utilidade pública, ou *public utilities*.

Estes tipos de serviços podem ser concedidos a empresas privadas, desde que as empresas que irão prestá-los seja alvo de regulação e fiscalização, sempre com o intuito de garantir o bem comum. Tanto no primeiro caso, como no segundo caso, tem-se a ideia que para tais serviços os mecanismos de mercado não são o suficiente para garantir que essas empresas disponibilizem um resultado que agrade tanto o viés econômico, quanto o viés social e o viés político. Nos demais países, a intervenção aproximou-se mais de um ou de outro modelo, frequentemente adotando formas híbridas ou variantes.

Historicamente, nem sempre a regulação de um serviço foi iniciada por pressão dos cidadãos e consumidores em geral. Nos EUA, a regulação dos transportes ferroviários e rodoviários respondeu a interesses das empresas estabelecidas, preocupadas com a entrada de competidores. Seu argumento básico era de que haveria “competição excessiva”, levando a instabilidade, sucatagem de capital e consequentes prejuízos para a sociedade. Assim, enquanto em geral a regulação ou estatização de serviços propunha-se a coibir abusos de monopólios sobre a coletividade, em alguns casos havia preocupação adicional com a estabilidade de um serviço essencial, que poderia estar ameaçada caso os mecanismos de mercado fossem deixados sem controle específico.

Para qualquer tipo de regulação que seja aplicada é necessário seguir uma linha básica para estabelecimento de procedimentos, a regulação então é composta por algumas dimensões e pode ser aplicada de diferentes maneiras.

Quatro dimensões básicas compõe qualquer regulação: tipo, escopo, forma e função/objetivo. O tipo está associado à criação de informação e incentivo a ação (positiva) ou ao impedimento e imposição (negativa); o escopo representa à extensão do controle e da supervisão imposta; a forma é caracterizada pelos procedimentos utilizados para desenhar e impor a regulação; e a função é caracterizada pelo objetivo o qual se deseja atingir por meio dela (PINHEIRO; SADDI, 2009).

## 2.2 POR QUE REGULAR?

Uma função governamental central na moderna economia capitalista é promover o bem-estar econômico e social. Especialmente a partir do século XX, dentre os diversos modos pelas quais governantes buscam alcançar tal objetivo, como políticas econômicas, educacionais e de saúde, uma merece especial destaque: a política regulatória (OCDE, 1997).

A primeira grande abordagem econômica da atividade regulatória deriva da escola econômica da “economia do bem estar”, introduzida por Pigou em “The Economics of Welfare” (1920). Ela trata a regulação a partir das premissas de que o governo atua com o objetivo de aumentar o bem-estar da população, portanto, dando origem a uma “teoria de interesse público” (SHLEIFER, 2005).

Esta teoria, amplamente conhecida, defende através de uma análise de oferta e demanda e obviamente em condições perfeitas, o livre mercado iria tratar da melhor alocação dos recursos possíveis. Gerando através desse arranjo o máximo de bem-estar possível para a população.

Obviamente sabemos que nem sempre o livre mercado é capaz de gerar o máximo de bem-estar possível para a população, a partir desta premissa que surge a figura da regulação.

Quando se fala em regulação a primeira pergunta que pode ser ter é se realmente se faz necessário regular. A justificativa mais comum nas teorias econômicas são as famosas falhas de mercado. O mercado sozinho não é capaz de resolver a questão econômica e social ao mesmo tempo fazendo com que seja necessária uma intervenção. Com isso surge a demanda pela regulação, que é aplicada pelo Estado com o intuito de garantir o bem estar da sociedade.

No caso do mercado mobiliário do Brasil, a necessidade da regulação se dá por diversos motivos, mas obviamente um dos motivos que tem um grande destaque na atuação da regulação é a assimetria de informações.

A busca pela assimetria de informações é uma das principais causas da regulação. A busca para que todos tenham acesso à informação de forma simultânea é uma das batalhas mais árduas que se pode ter nesse tipo de mercado,

onde uma informação vale muito dinheiro, quem tem uma informação que possa modificar com as cotações dos valores das ações pode nem sempre querer respeitar o princípio da assimetria de informações.

### 3. AGÊNCIAS REGULADORAS PELO MUNDO

Quando se fala em agências reguladoras pelo mundo, não podemos deixar de citar a Internacional Organization of securities commissions – (IOSCO)<sup>2</sup>. Criada em 1983 a partir de uma associação interamericana fundada em 1978, a IOSCO conta hoje com representantes de mais de 100 países cobrindo quase a totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial. A CVM é membro fundadora Organização Internacional das Comissões de Valores (“IOSCO”), principal organização para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários e de futuros no mundo. Em seus primórdios a IOSCO tinha âmbito interamericano, mas atualmente conta mais de 130 membros em 80 países, os quais são responsáveis por quase toda a capitalização do mercado de valores mobiliários mundial.

A organização possui vários objetivos, dentre eles, é válido destacar alguns como na promoção de altos padrões de regulação, adequados à manutenção de mercados seguros, eficientes e eqüitativos; no intercambio de informações e experiências necessárias ao desenvolvimento de mercados domésticos; na união de esforços para estabelecer padrões internacionais de contabilidade e auditoria e um eficaz sistema de supervisão das transações internacionais nos mercados de capitais; e em garantir a aplicação das normas, bem como na punição de seus infratores.

A IOSCO tem o intuito por meio de suas resoluções, busca homogeneizar padrões regulatórios e estabelecer padrões para que se possa realizar o cumprimento às leis nas diferentes nações pelo mundo.

Dentre todas as agências membras da IOSCO, duas delas merecem destaque especial a *European Securities and Markets Authority* (ESMA), em português, Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados que atua nos mercados mobiliários dos pais que compõem a união europeia e nos Estados Unidos temos a *Securities and Exchange Commission* (SEC), em português, comissão de títulos e câmbio.

A SEC foi estabelecida pelo Congresso dos Estados Unidos em 1934 como uma agência regulatória quasi-judicial independente, durante a Grande Depressão que acompanhou o Crash de 1929. A razão principal para a criação da SEC foi para regular o mercado de ações e prevenir abusos corporativos relacionados com a oferta e a venda de títulos e de relatórios corporativos. À SEC foi dado o poder de licenciar e regulamentar as bolsas de valores, as companhias cujos valores mobiliários são negociados por elas, e as corretoras e concessionárias que conduzem a negociação.

Atualmente, a SEC é responsável pela administração de sete leis principais que regem o setor de valores mobiliários. São elas: Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, Trust Indenture Act of 1939, Investment Company Act of

1940, Investment Advisers Act of 1940, Sarbanes-Oxley Act of 2002 e mais recentemente, Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

A autoridade concedida pelo Congresso permite à SEC conduzir ações de execução civil contra indivíduos ou empresas, se acusadas de terem cometido fraudes contábeis, de fornecerem informações falsas, ou envolverem-se em insider trading ou outras violações da lei de valores mobiliários. A SEC também trabalha com agências de aplicação da lei penal para processar indivíduos e empresas por crimes que incluem uma violação criminal.

#### 4. REGULAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BACEN) e a CVM são os principais responsáveis pela regulação das atividades realizadas nos mercados financeiros e de capitais no Brasil, cabendo ao BACEN e CVM monitorar e supervisionar no âmbito de suas respectivas áreas de atuação.

Além da CVM, o BACEN também supervisiona e regula as câmaras de liquidação e compensação da BM&FBOVESPA, assim como as atividades de gerenciamento de risco.

A regulação no mercado de valores mobiliários possui diversas formas, obviamente a CVM possui a forma clássica a de regulação através do Estado, onde a CVM atua com o maior grau de imposição, porém também temos o caso da autorregulação, que por não ser aqui o caso estudado não entraremos em maiores detalhes.

Dentre algumas funções que cabem a CVM podemos citar duas de caráter essencial para o bom andamento do mercado de capitais, proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado<sup>1</sup>.

No Brasil, como todas as tarefas que são feitas pelo estado, a estrutura de regulação do mercado possui uma ampla e complexa estrutura, tornando a regulação do sistema financeiro algo bastante complexo.

O sistema financeiro nacional é composto por vários órgãos, das mais diferentes naturezas, entre eles alguns merecem destaque especial.

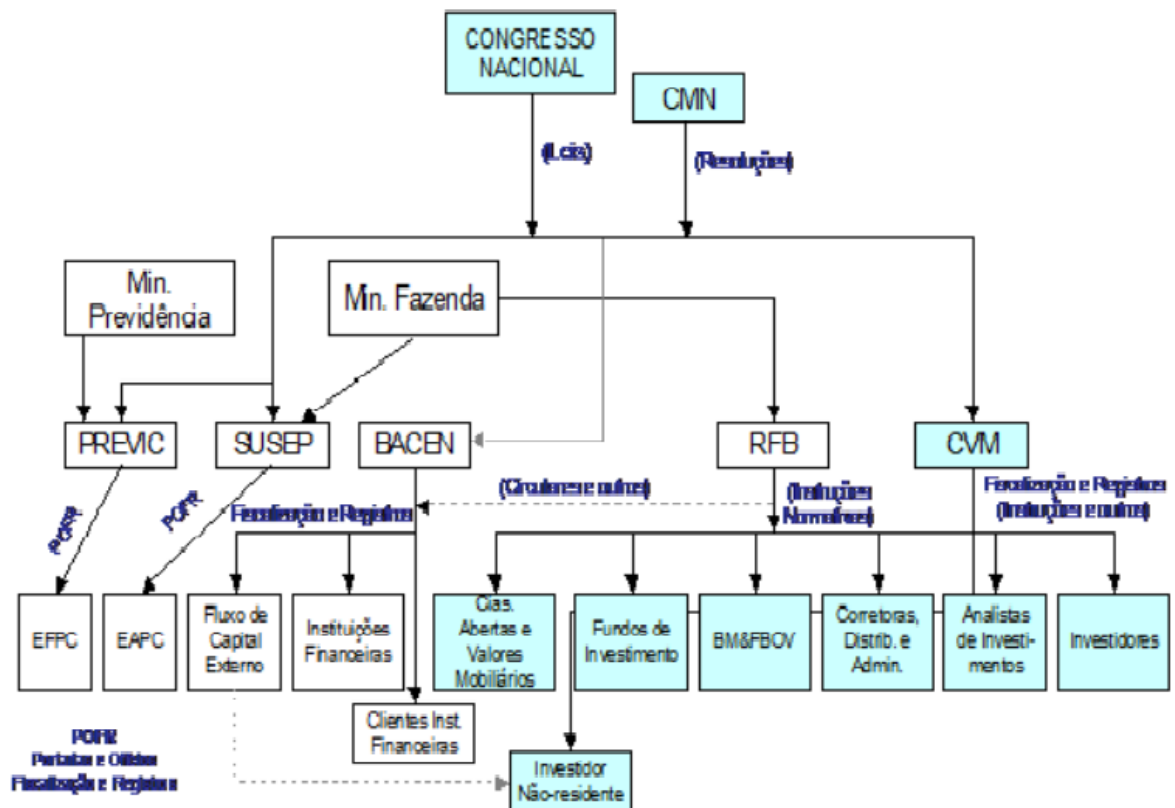
Dentro do sistema financeiro nacional, possuímos o Congresso Nacional, o (CMN), o BACEN além da própria CVM são os organismos que mais merecem destaque em tal sistema.

Para que possamos entender um pouco melhor sobre a grande estrutura de regulamentação que é imposta ao mercado de capitais no Brasil, observemos a figura abaixo.

---

<sup>1</sup> Informações extraídas do website da CVM: [www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)

Figura 1 – Estrutura da Regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro



Fonte: Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2010, Figura 2.1)

A CVM possui apenas um caráter de regulação, ou seja, apenas supervisiona se as leis e resoluções em vigência estão sendo cumpridas, portanto a CVM não é uma entidade de caráter legisladora, cabendo esses papéis a outros órgãos, como por exemplo, ao Congresso Nacional através da criação de leis e do Conselho Monetário Nacional (CMN) através da criação de resoluções.

Nem todas as atividades que são realizadas nos mercados de capitais ficam a cargo de serem supervisionadas pela CVM, como bem citam Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2010).

“alguns grupos específicos de investidores, também são reguladas (i) pelo Banco Central – regula os investidores não residentes no país; (ii) pela PREVIC (Superintendência Nacional de Previdência Complementar) – regula as entidades de previdência fechadas; (iii) pela SUSEP (Superintendência de Seguros Privados) – regula as entidades de previdência abertas, seguradoras e sociedades de capitalização; e, finalmente, (iv) pela Receita Federal do Brasil, que fiscaliza a tributação das operações”.

A CVM, portanto é o principal órgão fiscalizador do mercado de capitais, mas não atua sozinha na área, e a cooperação e integração com os outros organismos é fundamental para uma maior eficiência em seu trabalho.

#### 4.1 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385, de 07.12.1976, o art. 5º que tratava sobre a instituição da CVM se resumia ao seguinte: “é instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda”.

Com a atualização da lei pela redação dada pela Lei nº 10411, de 26.2.2002, o mesmo art. 5º agora diz: “é instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotado de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

E para fazer com que os negócios realizados sejam seguros, assegurando a todas às pessoas que investem a garantia de que ninguém será beneficiado e outros serão lesados financeiramente; de que as empresas honrem seus compromissos, de forma geral, que o mercado, seus agentes e investidores estarão de acordo com as leis que o regulamentam é que o Estado age de forma regulatória com seu órgão específico, chamado Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para que se atue conforme as regras, as normas, as leis estabelecidas com a finalidade regulamentatória e fiscalizatória das atividades do mercado de valores mobiliários.

A CVM é uma dos principais órgãos que participam de um processo de abertura de capital, pois compete a ela liberar o registro para emissões de títulos para a empresa.

Lima, Galardi, Neubauer (2006, p. 12) descrevem que a CVM é ligada ao Ministério da Fazenda, —uma autarquia vinculada ao Governo Federal e seu principal objetivo é o fortalecimento do mercado acionário. É administrada por um presidente e quatro diretores, todos nomeados pelo Presidente da República.

A CVM está inserida dentro do sistema financeiro nacional, na Figura 1, a seguir, se pode ter uma visualização da estrutura do Sistema Financeiro Nacional.

Figura 2 – Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Bráulio Wilker Silva

## 4.2 FUNÇÕES DA CVM

A CVM possui diversas funções conforme a lei que a criou, entre elas estão o desenvolvimento do mercado, através da estimulação de formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais conforme Lei 6.385/76, art. 4º, incisos I e II.

A CVM visa ainda à eficiência e funcionamento do mercado através da regulação dos mercados da bolsa e de balcão; visa também a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII).

Nos incisos IV e V trata da questão da proteção aos investidores, onde é citado que uma das atribuições é proteger os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informação relevante não divulgada no mercado

de valores mobiliários. Além disso, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado.

Ainda na mesma lei, já no art. 8º incisos I e II trata da questão do acesso à informação adequada onde diz que uma das funções da CVM é assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, regulamentando a Lei e administrando o sistema de registro de emissores, de distribuição e de agentes regulados. Vemos a importância desse inciso ao citar (DEN HERTOOG, 1999; 2010). “A assimetria de informações é uma falha de mercado que ocorre no mercado informacional e se reflete no mercado de bens e serviços, resultando em possibilidade de comportamentos oportunistas a partir dos processos de “seleção adversa” e “risco moral””.

Por fim, ainda no art. 8º, incisos III e V, e art.11 trata da questão da fiscalização e punição, onde diz que a CVM deve fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados, e impor penalidades aos infratores das Leis 6.404/76 e 6.385/76, das normas da própria CVM ou de leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar.

Uma das atribuições e com certeza e de maior importância e repercussão das ações da CVM é autorizar o registro das companhias que pretendem realizar os lançamentos de suas ações no mercado de capitais brasileiro, com o intuito de captação de dinheiro para que a empresa possa realizar investimentos. As ações que são emitidas são participações no capital das companhias abertas, cujo preço vai se modificando conforme o valor da empresa no mercado.

As ações de uma empresa podem ser definidas por valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Elas representam uma fração mínima do capital dessas empresas. Ao comprar uma ação, os investidores se tornam sócios dessa empresa, com o intuito de receber futuros dividendos e valorização dessas ações através do crescimento patrimonial da empresa.

As sociedades anônimas emitem ações e as ofertam a investidores (instituições financeiras ou não, ou mesmo pessoas físicas) por meio de ofertas públicas ou privadas. Na oferta pública, o esforço de venda é antecedido pelo registro do processo junto à CVM, dando assim garantias aos investidores de que os requisitos de abertura de informações foram atendidos (isso inclui folhetos, prospectos, publicações etc).

Mellagi Filho, Ishikawa (2000, p. 121), —relatam Companhia aberta é aquela que, por meio de registro apropriado junto à CVM, está autorizada a ter seus valores mobiliários negociados com o público, tanto em bolsas de valores, quanto no mercado de balcão, organizado ou não”.

Mellagi Filho, Ishikawa (2000, p. 122) e ainda diz,

“que a CVM afirmava ser atribuição explícita o estímulo ao desenvolvimento do mercado de ações. Em termos ideais, a abertura do capital seria uma forma de financiamento alternativa à dos empréstimos bancários que permitiria maior base de captação de recursos para a empresa. A concentração de renda no país, porém, tem dificultado essa perspectiva”.

Obviamente a abertura de capital é um meio de financiamento mais em conta para as empresas, excluindo-se os custos para realizar a abertura de capital, a captação do dinheiro recebido na abertura de capital é o meio mais barato que uma empresa pode encontrar para se financiar, infelizmente no Brasil o mercado ainda não possui o tamanho que um país como o Brasil deveria ter.

## 5. O TAMANHO DO MERCADO DA BOLSA DE VALORES

Quando falamos da atuação da CVM, e por ser uma autarquia com função reguladora, é normal imaginar que sua atuação tenha fim para maximizar o bem-estar da população. Porém quando falamos em população, devemos procurar quantas pessoas e o percentual da população que está de fato envolvida com o mercado de capitais.

Os anos 2000 foram anos que pode ser observado um crescimento explosivo no número investidores na bolsa de valores brasileiro, no ano de 2002 o número era pouco significativo 85249 pessoas físicas estavam registradas na bolsa, o ápice desse número foi atingido no ano de 2010 com 610915<sup>2</sup>.

Um crescimento espetacular de mais de 700% em apenas nove anos, muitos fatores podem ser utilizados para explicar tal crescimento, a melhora do nível de renda de maneira geral no Brasil, a ascensão de algumas pessoas à classe média que puderam fazer poupança e adentrar neste mercado, o incentivo por parte do governo permitindo que trabalhadores pudessem utilizar o FGTS para compra de ações contribuíram para popularizar o mercado acionário brasileiro.

Outro motivo que com certeza ajudou a explicar o crescimento e posteriormente o decréscimo de investidores é o momento econômico em que passa o país, de 2000 até 2010, apesar da crise financeira de 2008 o Brasil conseguiu apresentar taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) bastante elevadas, o que contribuía para a empolgação dos investidores, a sensação de ganhos fáceis, justificado pela valorização de praticamente todas as ações da bolsa neste contribuíram para um cenário favorável para a Bolsa.

Outro fator contribuinte para o crescimento de pessoas investindo na bolsa é quando ocorrem os Initial Public Offering (IPO), ou em português, oferta pública inicial, durante os anos de bonança do mercado brasileiro podemos observar uma série de levantamentos de capital através desse método.

O evento do IPO sempre atrai a atenção das pessoas e da mídia dando mais visibilidade para o mercado. Quando os IPOs são de empresas conhecidas e de empresas que possuem produtos muito populares a atração das pessoas é maior ainda.

Porém os anos de bonança do crescimento Brasileiro ficaram para trás, os IPOs já não são mais frequentes, o crescimento do PIB já vem se arrastando desde

---

<sup>2</sup> Informações extraídas do website da BM&FBOVESPA: <http://www.bmfbovespa.com.br/>

2011 e conseqüentemente o desempenho das ações das empresas vem diminuindo, o que já acarreta em reflexo no número de investidores na bolsa, do seu pico em 2010 para outubro de 2015, última atualização fornecida pela BM&FBovespa, o número de investidores já caiu para 557806.

Abaixo na tabela 1 podemos ver o número de investidores por sexo entre os anos 2002 e 2015.

Tabela 1: Distribuição da participação de homens e mulheres no total de investidores pessoa física.

Ano	Homens		Mulheres		Total PF
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd
2002	70.219	82,37%	15.030	17,63%	85.249
2003	69.753	81,60%	15.725	18,40%	85.478
2004	94.434	80,77%	22.480	19,23%	116.914
2005	122.220	78,76%	32.963	21,24%	155.183
2006	171.717	78,18%	47.917	21,82%	219.634
2007	344.171	75,38%	112.386	24,62%	456.557
2008	411.098	76,63%	125.385	23,37%	536.483
2009	416.302	75,37%	136.062	24,63%	552.364
2010	459.644	75,24%	151.271	24,76%	610.915
2011	437.287	74,98%	145.915	25,02%	583.202
2012	438.601	74,70%	148.564	25,30%	587.165
2013	440.727	74,79%	148.549	25,21%	589.276
2014	426.322	75,57%	137.794	24,43%	564.116
2015*	424.681	76,13%	133.125	23,87%	557.806

\*Posição de Outubro/2015.

Fonte: Site BM&FBovespa

Apesar da redução do número de investidores que podemos observar nos últimos anos, o número de pessoas no mercado é um número grande, obviamente que quando levamos em consideração o total da população brasileira podemos observar que esse número passa a não ser tão considerável assim, ainda mais quando compararmos com outros países.

Para se ter uma ideia de como o número de brasileiros investido na bolsa é pequeno a população carcerária brasileira é maior do que aqueles que investem na bolsa, no ano de 2015 a população carcerária brasileira atingiu o número de 607.731<sup>3</sup> contra os 557.806 de habitantes que investem na bolsa.

<sup>3</sup> Fonte: Informações extraídas do site do Ministério da Justiça: <http://justica.gov.br/>

## 6. A ATUAÇÃO DA CVM EM CASOS ESPECÍFICOS

Como vimos ao longo deste trabalho a CVM possui diversas funções no mercado de capitais no âmbito da fiscalização e da normatização das ações, porém agora iremos analisar a forma de atuação direta da CVM nas questões onde ocorre maior apelo popular, casos onde o patrimônio dos investidores se reduz de forma drástica devido à queda no valor da cotação das empresas. Para esta sessão iremos estudar o caso de duas empresas em especial, a Parmalat, (MILK11) e OGX (OGXP3) empresa que era presidida por Eike Baptista.

Quando ocorrem casos como o da Parmalat e da OGX, muitos dos sócios minoritários esperam que a CVM de alguma forma atue para que eles possam recuperar o dinheiro que foi investido nas ações da empresa de volta. Porém infelizmente esse não é o intuito da atuação da CVM.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não tem poder para prender os empresários que desrespeitam as leis em vigor. Porém, ela consegue atingi-los de uma forma com que pessoas deste tipo geralmente se preocupam mais, que é o lado financeiro. A CVM se utiliza de um termo de compromisso, através dele pessoas acusadas de infringirem as leis se comprometem a pagar pesadas multas para encerrar os processos administrativos.

Um caso famoso com relação ao termo de compromisso foi o dos controladores da Ambev, Marcel Herrmann Telles, Jorge Paulo Lemann e Carlos Alberto da Veiga Sicupira, que em 2009 aceitaram cada um deles a pagar o valor de R\$ 5 milhões.

Eles foram acusados de abuso de poder de controle, por terem desvirtuado objetivos do plano de opção de compra de ações da Ambev, com isso eles aumentaram suas participações na companhia em detrimento dos acionistas minoritários.

### 6.1 A ATUAÇÃO DA CVM NO CASO DA PARMALAT (MILK11)

O caso Parmalat no Brasil que é até hoje considerado o maior escândalo no mercado de capitais brasileiro, é também um dos casos mais complexos já vistos.

A empresa LAEP Investments Ltd. Tinha como único ativo suas operações oriundas da antiga Parmalat no Brasil, que foi adquirida em maio 2006 e se encontrava em recuperação judicial, porém o que mais chama atenção não é o seu ativo e sim sua composição societária. A empresa era listada em Luxemburgo, sendo este considerado seu principal mercado acionário, porém nenhuma ação foi vendida neste mercado acionário.

A empresa tinha como seu controlador Marcus Elias e um de seus principais diretores Andrea Ventura, tinha sua sede era em Bermudas, mas tinha todas as suas operações realizadas no Brasil, e também único lugar em que suas ações eram comercializadas através de um programa chamado de BDRs (sigla em inglês para Depósito Brasileiro de Recibos de Ações).

A empresa Laep fez várias manobras no mercado brasileiro, porém a principal era a emissão de novas ações para pagamento de dívidas, o que obviamente diluía a participação dos acionistas minoritários, já que eles só emitiam ações Classe A o que pode ser comparadas com as ações preferencias do dia de hoje, que não davam direito a voto.

Após várias notificações da CVM para um melhor esclarecimento a respeito dessas emissões, a empresa sempre emitia uma nota padrão, dizendo que por ser uma empresa sediada em Bermudas, não era sujeita a legislação local. Portanto não precisava comunicar diversos fatos relevantes que se caso fosse listada no Brasil seria obrigatório.

Após vários eventos de emissão de ações para pagamento de dívidas e novos investimentos, o mercado começou a monitorar a empresa de forma mais criteriosa e após os novos investimentos se transformarem em investimentos infrutíferos, a empresa tentou entrar em novos ramos de atuação e sempre com a estratégia de emissão de ações, porém a desconfiança do mercado e os fracos resultados apresentados pela companhia começaram a causar um efeito nas ações da empresa.

Após a justiça de Bermudas decretar a falência da LAEP devido a cobrança de credores e o não pagamento das dívidas, ocorreu a suspensão da negociação dos BDRs na bolsa com um valor muito abaixo do valor que haviam sido lançados o que acarretou em uma enxurrada de processos pelos acionistas minoritários.

A CVM abriu diversos processos contra a companhia e seus diretores, no caso da LAEP que somente teve o fim do seu processo 7 anos após sua abertura, o processo se iniciou em 2005 e teve parecer final em 2012. Foram aplicados ao total, multas no valor de 3,4 milhões de reais. Este valor foi dividido em 16 multas de 200 mil que foram aplicadas a ex-conselheiros de administração da companhia. Andrea Ventura foi ainda condenado a pagar uma segunda multa de mesmo valor por não observar os princípios de contabilidade ao elaborar as demonstrações financeiras da empresa, ele era responsável por elaborar os balanços da empresa.

## 6.2 A ATUAÇÃO DA CVM NO CASO DA OGX (OGXP3)

A OGX era uma empresa pré-operacional na época do seu IPO, que iria atuar no ramo de extração de petróleo, mesmo sem extrair nenhum barril de petróleo a empresa atraiu grande atenção de investidores nacionais e estrangeiros elevando o valor de suas ações.

O próprio governo brasileiro era um entusiasta da empresa, o governo brasileiro via com bons olhos uma empresa nacional atuando no ramo e dividindo com a PETROBRAS a responsabilidade de manter certa soberania nacional dos poços de petróleo brasileiro.

Com a crise de 2008 e principalmente após seus projetos entrarem em operação, foi verificado que vários daqueles projetos megalomaniacos não iriam se confirmar, e muitos dos poços adquiridos pela companhia não eram sequer viáveis economicamente.

Após a derrocada das ações da OGX na bolsa e toda a crise de confiança que se instalou em todo o grupo EBX e os projetos inviáveis da empresa OGX, a OGX após números pífios em seus três poços declarou recuperação judicial em 2013.

A derrocada do valor das ações e o processo de recuperação judicial, além de várias denúncias, como utilização de informações privilegiadas, insider trading, não divulgação de informações através de fato relevante, levaram a CVM abrir diversos processos contra os diretores e conselheiros da OGX e a Eike Baptista.

No caso da OGX foram abertos ao todo 17 processos contra os diretores e conselheiros da empresa, sendo que 10 deles ainda não foram julgados.

Em um dos processos já julgados a CVM condenou Eike Baptista a um pagamento de multa no valor de R\$ 300 mil, além de Eike outros seis conselheiros e diretores da OGX foram condenados a pagarem multas, as multas variaram entre R\$ 200 mil e R\$ 400 mil.

Estas multas se decorreram de um processo, onde os diretores e conselheiros foram acusado de vazamento de informações ao mercado.

No ultimo processo que foi julgado dos que tramitam na CVM, o empresário Eike Baptista foi condenado a ficar cinco anos sem exercer cargo administrativo ou de conselheiro fiscal de companhias abertas por cinco anos. Este processo foi aberto devido ao fato de Eike através de outras empresas de sua propriedade ter votado na aprovação das suas próprias contas da OGX referentes ao ano de 2013, prática obviamente ilegal.

## 7. CONCLUSÃO

Como foi visto, é indubitável a necessidade da regulação em nossa sociedade, e em especial no âmbito do mercado financeiro.

Com a popularização dos investimentos através da bolsa de valores, cada vez mais, uma maior parcela da população terá acesso a esse tipo de mercado. Infelizmente no Brasil a sociedade em geral possui um baixo grau de instrução financeira.

Com mais pessoas investindo na bolsa e essas pessoas tendo um baixo grau de conhecimento sobre finanças ocorre uma grande chance dessas pessoas se aventurarem em um mundo onde a rentabilidade é incerta e exige certo grau de conhecimento para que você não veja seu patrimônio ser reduzido drasticamente.

A atuação da CVM neste cenário é de fundamental importância, tendo em vista que cabe a ela não só regular o mercado existente, porém também através de multas e suas decisões de caráter administrativo vir a coibir uma possível intenção de má fé de futuros agentes do mercado que possam vir a prejudicar os pequenos investidores.

Entretanto cabe salientar que apesar dos anseios dos pequenos investidores quando ocorrem drásticas quedas nas cotações dos valores da ação, mesmo por questões de má gestão, não cabe a CVM a aplicação de multas junto às empresas para caráter de reparação de acionistas minoritários.

Portanto a melhor maneira de um pequeno investidor resguardar seu patrimônio é através de estudos para que possa investir seu dinheiro de forma consciente, através de investimento em empresas boas e que possam de fato trazer retorno para o mesmo, e que eles não esperem que em caso de queda na cotação das ações a CVM poderá intervir para futuras reparações.

## REFERÊNCIAS

BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: Acesso em 16 outubro. 2015;

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 461, de 08 de agosto de 2008. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: Acesso em 02 outubro de 2015;

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 483, de 06 de julho de 2010. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: . Acesso em 02 nov. 2015;

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2010;

DEN HERTOOG, J. **General Theories of Regulation**. In: BOUCKAERT, B.; DE GEEST, G. (ed.). *Encyclopedia of Law & Economics*. Northampton: Edward Elgar Publishing, p. 223-270, 1999.

IOSCO - International Organization of Securities Commissions. **Model for Effective SelfRegulation** [on line] 2015. Disponível em: . Acesso em 20 nov. 2015;

LIMA, Iran Siqueira. GALARDI, Ney. NEUBAUER, Ingrid. **Fundamentos dos investimentos financeiros**. São Paulo: Atlas, 2006

MELLAGI FILHO, Armando. ISHIKAWA, Sergio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **The OECD Report on Regulatory Reform: Synthesis**. Paris: OCDE, 1997.

PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. **Direito, Economia e Mercados**. São Paulo: Elsevier Editora, 2006.

SCHLEIFER, A. **Understanding Regulation**. *European Financial Management*, v. 11, n. 4, p. 439-451, 2005.

Site oficial da BM&FBOVESPA. <http://www.bmfbovespa.com.br/>. Acesso em 14 de novembro.

Site oficial da CVM. [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em 28 de outubro.

Site oficial do Ministério da Justiça: <http://justica.gov.br/>. Acesso em 16 de novembro.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. 2<sup>a</sup> reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.