

MURIEL GONÇALVES MARTYNYCHEN

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – EVOLUÇÃO
INSTITUCIONAL E FORTALECIMENTO DO MERCADO DE
CAPITAIS NO BRASIL**

**CURITIBA
2003**

MURIEL GONÇALVES MARTYNYCHEN

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – EVOLUÇÃO
INSTITUCIONAL E FORTALECIMENTO DO MERCADO DE
CAPITAIS NO BRASIL**

**Monografia apresentada como
requisito parcial para obtenção do
grau de bacharel em direito no
Curso de Direito da Universidade
Federal do Paraná.**

**Orientador: Professor Edson
Isfer.**

**CURITIBA
2003**

TERMO DE APROVAÇÃO

MURIEL GONÇALVES MARTYNYCHEN

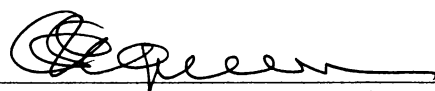
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL E
FORTALECIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em direito,
Setor de Ciências Jurídicas, Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná, pela
seguinte banca examinadora:

Orientador:



Professor Edson Isfer



Professor Carlos Eduardo Manfredini Hapner



Professora Marcia Carla Pereira Ribeiro

CURITIBA
2003

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma breve análise da atuação do Estado na regulação do mercado de capitais, com ênfase na atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Será analisada a importância do mercado de capitais no desenvolvimento da economia brasileira, bem como buscar-se-á demonstrar quais são os fundamentos que levam o Estado a intervir neste mercado. Para delimitar o objeto do presente trabalho, serão apresentadas algumas idéias que constituem o substrato das idéias aqui desenvolvidas, como é o caso da análise das razões política e legislativas que levaram o Estado a intervir mais acentuadamente no mercado de capitais a partir do golpe militar de 1964. Também serão apresentados os fatores históricos imediatos que levaram o Estado brasileiro a adotar o modelo de regulação do mercado de capitais baseado na criação de uma pessoa jurídica de direito público com funções especializadas. Por fim, analisar-se-á a estrutura da Comissão de Valores Mobiliários, acompanhando a ampliação de sua competência ao longo das sucessivas reformas legislativas, abordando-se conjuntamente a ampliação do conceito de Valor Mobiliário. Não será abordada a questão da criminalização de determinadas condutas ilícitas desenvolvidas no mercado de capitais, bem como as minúcias que particularizam o processo administrativo instaurado junto à CVM, por não se enquadrarem especificamente no objeto de estudo da presente monografia. Como conclusão, serão apresentadas as perspectivas para o fortalecimento do Mercado de Capitais no Brasil, bem como as deficiências que ainda devem ser superadas para que o Mercado de Capitais possa se desenvolver saudavelmente.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS NA ECONOMIA BRASILEIRA	1
1.2 PRESSUPOSTOS PARA A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS	3
1.3 PRINCÍPIOS PARA A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS	4
2. A LEI N.º 6.385/76 E A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	7
2.1 A EXPERIÊNCIA REGULATÓRIA NORTE-AMERICANA – A SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC)	7
2.2 ANTECEDENTES HISTÓRICOS – ECONOMIA BRASILEIRA.....	9
2.3 O PAPEL DA CVM NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	14
2.3.1 <i>Função Fiscalizatória e Disciplinatória da CVM.....</i>	<i>16</i>
2.3.2 <i>Função Registrária da CVM.....</i>	<i>17</i>
2.3.3 <i>Função Normativa da CVM.....</i>	<i>18</i>
2.3.4 <i>Função Consultiva da CVM.....</i>	<i>20</i>
2.3.5 <i>Função de Fomento da CVM.....</i>	<i>20</i>
2.4 CRÍTICAS À CONCEPÇÃO ORIGINAL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	22
2.4.1 <i>O conflito de Competências com o Banco Central</i>	<i>23</i>
2.4.2 <i>A Necessidade de Independência em Face do Poder Executivo.....</i>	<i>25</i>
3. ALTERAÇÕES NA CVM ADVINDAS ATRAVÉS DAS REFORMAS OCORRIDAS NO ANO DE 2001	26
3.1 CONTEXTUALIZAÇÃO HISTÓRICA.....	26
3.2 DO VÍCIO DE INICIATIVA DO PROJETO QUE DEU ORIGEM À LEI N.º 10.303/2001	27
3.3 ALTERAÇÕES PROPRIAMENTE DITAS	29
3.3.1 <i>A CVM Enquanto Agência Reguladora Independente</i>	<i>29</i>
3.3.2 <i>Da Nova Formatação Das Competências da CVM e do Conselho Monetário Nacional</i>	<i>32</i>
3.3.3 <i>A Ampliação do Conceito de Valor Mobiliário</i>	<i>34</i>
3.3.4 <i>A Inclusão dos Contratos Derivativos e das Bolsas de Mercadorias e de Futuros sob a Competência da CVM.....</i>	<i>37</i>
4. CONCLUSÃO – QUESTÕES PENDENTES E NOVAS PERSPECTIVAS DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	44
BIBLIOGRAFIA	47

1. INTRODUÇÃO

1.1 A Importância do Mercado de Capitais na Economia Brasileira

O primeiro passo para a delimitação do tema desta monografia será apresentação da importância que possui o mercado de capitais para a Economia Brasileira. Trata-se de apresentar a função econômica das negociações envolvendo valores mobiliários, demonstrando de que forma elas influenciam o desempenho da economia e possibilitam uma melhor alocação de recursos na atividade produtiva. O mercado de capitais é um espaço essencialmente concebido para que as empresas possam captar recursos junto a uma massa de investidores, através do surgimento de uma relação que vai além da relação credor/devedor.

Uma empresa possui várias maneiras de financiar um incremento de sua capacidade produtiva. A primeira e mais simples seria a acumulação de poupança para posteriormente alocá-la na expansão de suas atividades produtivas. Entretanto, são poucas as empresas com capacidade financeira para realizar esta operação, sendo que a maioria das empresas inevitavelmente necessita recorrer a capital de terceiros para poder financiar a expansão de suas atividades.

Um dos meios de obter capital de terceiros seria mediante a obtenção de empréstimos junto a instituições financeiras. Ocorre, porém, que não existe no Brasil uma política de juros que incentive a alocação de recursos na atividade produtiva, havendo uma conseqüente elevação das taxas de juros exigidas das empresas que desejam obter empréstimos bancários.¹ Além disso, ano após ano o Estado vem diminuindo a oferta de linhas de créditos, justamente por optar por delegar aos particulares esta atividade de financiar as atividades produtivas.

Considerando esta realidade da economia brasileira, o professor ARNOLDO WALD (1991:5) faz a seguinte ponderação:

É certo que o Brasil não pode ser um exportador de capitais, que investimentos importantes devem ser realizados para modernizar o nosso parque industrial e que se impõe, urgentemente, a criação de oportunidade negociais suscetíveis de encaminhar recursos internos e externos para as empresas em fase de crescimento, especialmente no momento em que desaparecem os recursos públicos. Assim sendo, o mercado acionário tem, atualmente, condições especiais de adquirir novas dimensões,

¹ Em uma análise bem simplificada é possível afirmar que o Estado, ao necessitar de recursos, capta-os junto ao mercado através da emissão de títulos públicos, oferecendo-os com uma elevada taxa de retorno para seus credores. Desta forma, boa parte do crédito disponível é destinado para o financiamento das atividades do Estado, que ao oferecer uma considerável margem de segurança e uma elevada remuneração, desestimula os investidores de aplicar seus recursos disponíveis junto àqueles que buscam desenvolver atividades produtivas.

utilizando a poupança interna e o investimento externo e prestando, pois, relevante contribuição à economia nacional na sua luta pela criação de novas riquezas [...]

Desta forma, a distribuição de valores mobiliários pode constituir uma excelente alternativa para a obtenção de crédito para o financiamento das atividades produtivas. O investidor não se torna mero credor da companhia – pelo contrário – pois passa a compartilhar os riscos da companhia. Por tal razão, é importante destacar que o mercado de capitais tem por objetivo primordial permitir a captação de recursos para investimentos, permitindo a capitalização das empresas e, assim, possibilitando o desenvolvimento da atividade econômica.² Neste sentido, assim se pronuncia MIGUEL DELMAR DE OLIVEIRA (1980:102):

O mercado bursátil, no seu desenvolvimento, impulsiona um mercado amplo de ações que beneficia empresas, cujos papéis não são negociados nas Bolsas de Valores. Da mesma forma, atraindo para um mercado de ações organizado inúmeros investidores, ele estimula um comportamento extremamente importante para o desenvolvimento econômico: induz as pessoas a participarem, com suas poupanças, dos riscos e dos resultados das atividades produtivas, tornando-as participantes conscientes desse desenvolvimento, ao contrário de uma atitude muito comum nos países menos desenvolvidos, onde elas tendem a atribuir a si apenas o papel de beneficiárias do processo. Quando alguém recebe juros, essa remuneração lhe dá direitos sobre o produto social de um determinado período, sem que necessariamente os recursos por ele emprestados tenham efetivamente contribuído para a formação daquele produto social. Quem empresta dinheiro não assume o risco. Recebe sua remuneração, mesmo que os resultados do tomador sejam negativos. Quem recebe dividendos, ao contrário, só tem direito a participar do produto social se a sua poupança for efetivamente alocada numa atividade realmente produtiva e se ela contribuir para a formação do produto social. Assim, os ganhos líquidos dos investidores do mercado de ações tendem a refletir ganhos efetivos para a comunidade, em termos de maior produção de bens e serviços.

Ou seja, o capital investido em valores mobiliários não se destina à mera especulação financeira, uma vez que o volume de seus negócios reflete diretamente na capacidade de investimentos da economia brasileira.³ O dinheiro investido em ações deverá financiar um incremento do número de postos de trabalho, possibilitando uma maior difusão dos lucros obtidos pelas empresas por entre toda a sociedade. Assim, certamente estará contribuindo para a criação de uma poupança interna no Brasil, que possibilita a diminuição da dependência crônica que o país possui de capitais externos, fator este constitui um dos maiores entraves à promoção do desenvolvimento econômico e social do país.

Promover o desenvolvimento do mercado de capitais, através de uma regulação

² “Em um Estado de Direito Democrático, o mercado de capitais é a primordial via de acesso à poupança pública, seja ela oriunda dos indivíduos, seja originária dos denominados ‘investidores institucionais’ – aquelas entidades que por decisão privada ou por força de lei investem nesse mercado.” (Muniz, 1999:27).

³ “O aumento de investimentos, medida fundamental para a promoção do desenvolvimento econômico, depende necessariamente da formação de poupança, do aperfeiçoamento e expansão dos mercados de capitais, que possibilitará que os recursos sejam alocados junto aos agentes investidores” (Alvarenga, 1997:145).

eficiente e precisa, é uma tarefa permanente do Estado brasileiro, que assim poderá propiciar condições para o crescimento econômico, atentando sempre para os ideais de desconcentração de renda neste país, em prol de toda a população. Será um erro conceber a regulação do mercado como um fim em si mesmo, sem atentar que todo e qualquer agir do Estado deve estar pautado para a realização do interesse público e para a concretização dos ideais traçados em nossa Constituição⁴.

1.2 Pressupostos para a Intervenção do Estado no Mercado de Capitais

Atualmente não se contesta que o Estado deva intervir na economia, apesar de existirem freqüentes discussões sobre a intensidade e os limites que devem ser observados neste agir estatal. O presente trabalho não tem por objetivo estudar profundamente as razões que levam o Estado a intervir na Economia, porém, é preciso destacar que a própria história das sociedades anônimas se confunde com a história da intervenção do Estado na economia.

Afirma-se que as sociedades anônimas têm sua origem na Idade Média, surgindo da necessidade dos detentores do poder estatal de captarem recursos para financiar grandes empreendimentos. Desta forma, as primeiras sociedades anônimas se caracterizavam por apresentar uma origem pública e privada de recursos, constituindo o que hoje chamaríamos de sociedades de economia mista (Coelho, 2001). Portanto, a sociedade anônima surge relacionada diretamente à intervenção do Estado na economia. Ao mesmo tempo em que eram constituídas estas primeiras sociedades, atribuíam-se a elas a exclusividade da exploração desta atividade comercial, caracterizando um ato de *outorga* de uma parcela do poder estatal.

Com o decorrer do processo histórico, a constituição de uma sociedade anônima deixou de ser considerada como um ato de outorga de poderes estatais, para passar a ser visualizada como um ato de *autorização* pelo Estado. Permanecia a existir, portanto, uma forte restrição na liberdade econômica dos particulares. Mais recentemente, passou-se a tão somente existir uma disciplina normativa regulatória para a constituição de sociedades anônimas, sem que entretanto exista a necessidade de prévia manifestação estatal aprovando a sua constituição.

No Brasil, este regime de regulamentação coexiste com o modelo de autorização. O

⁴ Concordamos plenamente, portanto, com o posicionamento do professor Marçal Justen (Justen, 2002:40-41) para quem “é evidente que a regulação é um instrumento da realização de fins escolhidos pelo Estado. Mais do que isso, é imperioso tomar consciência dessa condição instrumental da atividade regulatória do Estado, sob pena de neutralizar-se eticamente a ação estatal. Isso equivaleria a subordinar a atuação estatal à exclusiva realização de valores econômicos, alterando o núcleo fundamental da Constituição.”

primeiro modelo somente se aplica às sociedades anônimas que sejam constituídas sob a forma fechada, que são vedadas de publicamente captar recursos junto à massa de investidores. Já as companhias abertas necessitam de prévia autorização estatal, a qual é motivada justamente pela possibilidade que estas possuem de amealhar recursos através da captação da poupança popular, emitindo-se valores mobiliários.

A negociação destes títulos funda o mercado de capitais, com o surgimento das bolsas de valores. A intervenção do Estado no mercado de capitais é apenas um corolário da intervenção do Estado na Economia, pois o desenvolvimento equilibrado deste incentiva a criação de poupança interna e permite uma aplicação mais dinâmica e eficiente dos capitais disponíveis na economia.

Justamente por existir esta captação de recursos junto a poupança popular – direcionando-os para um mercado de natureza especulativa – é que a intervenção estatal sobre as companhias abertas é mais acentuada. Ainda assim, experiência histórica já demonstrou que nem mesmo a própria atuação do Estado é garantia de uma adequada tutela da poupança popular, com o que já houve diversas crises que comprometeram a própria existência do mercado de capitais.

O Estado age regulando as condutas dos participantes do mercado de capitais, além de fiscalizar que suas determinações sejam cumpridas (Carvalhosa; Eizirik, 2002). Esta regulação não se limita à mera edição de atos normativos, nem pode apresentar finalidades que sejam conflitantes com os ideais preceituados em nossa ordem jurídica. Para tanto, a regulação do mercado de capitais deve seguir a orientação dada pelo professor Marçal JUSTEN FILHO (2002), envolvendo um conjunto ordenado de políticas públicas, havendo uma simbiose entre a realização de valores econômicos e não econômicos, cujos efeitos não podem ficar adstritos unicamente aos participantes do mercado.

Essas políticas devem englobar tanto medidas de cunho legislativo, bem como atos de natureza administrativa, incentivando práticas privadas desejáveis e reprimindo tendências individuais e coletivas incompatíveis com a realização dos valores tutelados.

1.3 Princípios para a Intervenção do Estado no Mercado de Capitais

O investimento no mercado de capitais não pode prescindir da análise dos riscos envolvidos, pois a distribuição de valores mobiliários possui como característica básica este

compartilhamento da perspectiva de lucro/riscos entre investidores e emissores.⁵ Para tanto, os investidores devem possuir todas as informações possíveis para que possam conscientemente tomar a decisão de investir no mercado de capitais. Desta forma, o Estado intervém no mercado de capitais para garantir que as informações estejam efetivamente disponíveis aos interessados, além de zelar pela fidedignidade destas com relação à realidade das empresas.

O princípio básico da regulação do mercado de capitais é o da total transparência das informações (*full disclosure*), fundada na idéia de que a melhor profilaxia do mercado é constituída pela ampla e completa informação ao público investidor (Carvalhosa; Eizirik, 2002). O investidor deve estar aparelhado com todas as informações para que a opção por determinado investimento reflita uma escolha racional, baseada em indicativos sólidos de retorno do capital investido. O Estado não atua substituindo-se aos particulares nesta atividade de julgar a conveniência de se realizar determinado investimento, mas tão-somente atua de forma a garantir que as informações prestadas aos particulares sejam idôneas para assegurar a racional tomada de decisão.

Deste princípio decorre que esta ampla divulgação de informações deve ocorrer de forma simultânea a todos os participantes do mercado. Trata-se de evitar que determinados agentes – possuidores de informações privilegiadas em virtude de sua posição dentro da estrutura do emitente dos valores mobiliários negociados – ajam de forma não equitativa, negociando com estes títulos antes de serem divulgados ao público em geral informações que alterarão a cotação de tais papéis. Do princípio da *full disclosure* extrai-se o princípio da vedação do *insider trading*, que é justamente esta negociação não equitativa de valores mobiliários em virtude de informações privilegiadas não repassadas ao público investidor.

A finalidade da regulação do mercado de capitais essencialmente não se distingue da regulação estatal de qualquer outro mercado. Afinal, a aplicação destes princípios visa essencialmente a afastar as próprias deficiências do mercado livre, visando a uma organização que apresente o máximo de eficiência no modo pelo qual os recursos são alocados, para a obtenção do máximo de retorno operacional (Eizirik, 1997). Pretende-se, portanto, que processo de alocação de recursos no mercado de capitais se dê ao custo mais baixo possível,

⁵ “Quem compra ações corre vários riscos. Riscos de que o negócio da empresa emissora não andem tão bem quanto se esperava. Risco de que o mercado de ações entre em uma fase recessiva, prejudicando o preço do papel mesmo que a empresa vá bem, risco de que, embora o mercado esteja em alta e muito dinâmico, e a empresa esteja indo bem, o preço de suas ações esteja caindo, além de outros riscos comuns a qualquer investimento.” (Oliveira, 1980:140).

respeitando-se os imperativos do interesse público que devem pautar esta atividade de captação da poupança popular.

Partindo desta premissa, Nelson EIZIRIK (1977) apresenta os seguintes objetivos que devem ser almeçados quando da regulação do mercado de capitais:

- a) Eficiência na determinação do valor dos títulos negociados. A regulação do mercado de capitais deve possibilitar uma ampla capacidade de reação das cotações dos títulos às novas informações disponíveis. O ideal será alcançado quando a cotação do título conseguir refletir toda a informação publicamente disponível, o que pressupõem uma eficiente política de *disclosure* e de fiscalização da veracidade das informações divulgadas.
- b) Eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado. Trata-se de reduzir os custos para a viabilização das operações com valores mobiliários, que reduzem a atratividade desta modalidade de investimento. Este objetivo abrange também uma política fiscal que incentive o mercado de capitais, ou, pelo menos, não o desestimule.
- c) Equidade nas relações do investidor com seu agente financeiro. Trata-se essencialmente de afastar as hipóteses de conflitos de interesses. É necessário que a regulamentação evite que surjam situações em que o intermediário financeiro tenha, em determinada transação, interesses potencialmente contrários aos de seu cliente.
- d) Fortalecimento da confiança do público investidor no mercado de capitais. Este é um pressuposto para que o investidor sinta-se motivado a investir seus recursos no mercado de capitais, de forma que necessita acreditar na fidedignidade das informações prestadas e corretamente ponderar os riscos envolvidos nesta operação.

Logo, todas as ações do Estado no sentido de regular o mercado de capitais devem ser pautadas por estes princípios e por estes objetivos supra delineados. O mercado de capitais não pode prescindir da confiança de que as normas estabelecidas serão cumpridas, devendo haver uma constante análise se os escopos que fundam a intervenção do Estado estão sendo observados na prática diária do mercado, sob pena de se tornar sem sentido todo esse sistema regulatório.

2. A LEI N.º 6.385/76 E A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1 A Experiência Regulatória Norte-Americana – A *Securities and Exchange Commission* (SEC)

O modelo norte-americano de regulação do mercado de capitais influenciou sobremaneira o modelo adotado no Brasil. O mercado norte-americano de valores mobiliários passou a ser regulado mais cuidadosamente após o *crash* de 1929, dando ensejo à criação de uma minuciosa legislação acerca do mercado de valores mobiliários.⁶

Até este momento, o modelo regulatório do mercado de capitais era regido pelo princípio do *caveat emptor* (acautele-se o comprador) (Carvalhosa; Eizirik, 2002), de forma que o Estado se abstinha de exercitar qualquer forma de regulação sobre as atividades das bolsas de valores, que eram vistas como sendo meros clubes privados de investimentos. Prevalcia, portanto, a idéia de que a autoregumentação era suficiente para garantir o bom funcionamento do mercado de capitais. Entretanto, este modelo autoregulatório mostrou-se falho ao não conseguir afastar o conflito de interesses entre os membros dos conselhos das bolsas, simultaneamente reguladores e regulados. Da mesma forma, não existia uma eficaz fiscalização e aplicação de sanções àqueles que desrespeitavam as regras de conduta dos participantes do mercado.

Em 1933, dentro do contexto político do *New Deal*, foi editado o *Securities Act*, que visava a possibilitar que os investidores tivessem amplo acesso às informações necessárias para a negociação de títulos, buscando evitar fraudes e manipulações. No ano seguinte seria editada a *Security Exchange Act*, que ampliou a incidência do *disclosure* também para o mercado secundário, além de haver criado a *Securities and Exchange Commission* (SEC) (Eizirik, 1977).

Assim, houve uma ruptura do modelo liberal tradicional de não intervenção nos negócios entre particulares, uma vez que a ingerência do Estado no mercado de capitais certamente constitui um cerceamento da autonomia da vontade de seus participantes. Isto reflete a constatação de que a autoregulação do mercado de capitais não é capaz de isoladamente garantir a observância de práticas equitativas que venham a garantir a

continuidade de suas atividades. O professor RUBENS REQUIÃO (1975:101) sintetiza esta mudança de paradigma, ao afirmar que “a plena liberdade do mercado leva, pelo excesso do arbítrio do capitalismo, a situações insuportáveis de abusos e de opressões aos direitos e interesses individuais, que o Estado tem por obrigação coibir.”

JUSTEN FILHO (2002), analisando o histórico do surgimento das agências administrativas no Direito norte-americano, descreve que durante os anos 30 e 40 foram criadas diversas agências reguladoras. Estas agências, dentre as quais deve ser incluída a *SEC*, tinham competência preponderantemente econômica e sua criação se orientava ao suprimento dos defeitos de funcionamento das forças de mercado. Tratava-se de ação governamental motivada pela crise de 1929, que buscava a superação das falhas e insuficiências do mercado, produzindo o controle do poder econômico.

A *SEC* foi concebida como uma agência reguladora independente, sendo seus cinco membros nomeados pelo Presidente, para cumprirem um mandato de cinco anos. LUISS LOSS (1985), professor da Universidade de Havard, afirma que a constituição desta agência deu ensejo a várias discussões no âmbito do direito constitucional e processual em seu país. Isto porque a atuação desta desafiava a tradicional doutrina de Montesquieu, ao exercer conjuntamente as três funções governamentais: legislativa, executiva e judiciária.

Este modelo adotado no direito americano revelou-se bastante eficaz, pois propiciou um considerável incremento da confiabilidade das atividades desenvolvidas no seu mercado de capitais, tornando-se um paradigma de intervenção estatal bem sucedida. Este modelo não apresentaria grandes transformações até o início do século XXI, quando foi então editada a *Sarbanes Oxley Act* em julho de 2002.

A edição desta lei reflete a preocupação do investidor norte-americano, uma vez que os escândalos envolvendo fraudes contábeis nos demonstrativos das empresas ENRON e WORLDCOM abalaram a credibilidade das informações prestadas pelos órgãos de administração das companhias abertas. Esta nova lei busca justamente impor uma maior transparência a estas companhias, criando novas obrigações para os conselheiros, diretores e auditores, da mesma forma que impõe restrições às operações envolvendo estas pessoas e a companhia, imputando maiores responsabilidades pela fidedignidade das informações

⁶ Curiosamente, será somente entre os anos 60 e 70 que os demais países passariam a demonstrar interesse sobre a legislação norte-americana sobre valores mobiliários. (Lima, 1999).

prestadas às autoridades e ao público investidor.⁷

Esta lei reafirma o modelo de regulação baseado em uma autoridade reguladora independente, haja vista que a sua regulamentação e implementação foram atribuídas à SEC. VITAL MOREIRA (2002) entende que a *Sarbanes Oxley Act* de 2002 constitui um verdadeiro marco na regulação econômica dos Estados Unidos, confirmando de forma veemente a necessidade de intervenção estatal para o adequado funcionamento do mercado de capitais: “A ‘mão invisível’ do mercado carece da mão visível da regulação pública.”⁸

2.2 Antecedentes Históricos – Economia Brasileira

A análise da regulação do mercado de capitais brasileiro será feita a partir de um breve histórico do seu desenvolvimento, apresentando-se primeiramente alguns dos aspectos que envolveram a reestruturação do setor financeiro nos primeiros anos do Regime Militar instaurado em 1964⁹. Será neste momento que surgirá o embrião do atual modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro, através da criação do Banco Central do Brasil, ente que originalmente exercia as funções hoje atribuídas à Comissão de Valores Mobiliários.

Estas reformas desenvolvidas no início do governo militar tinham por objetivo ampliar o mercado financeiro, pretendendo-se incrementar a taxa de poupança nacional, ao mesmo tempo em que almejava direcionar o fluxo de recursos financeiros para atividades produtivas. Com este objetivo, foram criadas novas instituições financeiras e novos instrumentos de crédito, bem como buscou-se fortalecer as instituições já existentes (Oliveira, 1980).

A reforma do sistema financeiro envolvia a disponibilização e a disciplina do crédito destinado à habitação (com o que foi criado o Sistema Financeiro da Habitação através da lei n.º 4.380/64), a alteração do modelo bancário brasileiro (que se deu através da Lei de Reforma Bancária – lei n.º 4.595/64 –, extinguindo-se a Superintendência da Moeda e do Crédito e criando-se o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil) e a reforma do mercado de capitais (através da lei n.º 4.728/65). Todas estas leis foram criadas no curto

⁷ “ O escopo da lei é amplo; os padrões impostos são altos e rígidos, e as penalidades, extremamente severas.” (Schroeder, 2002).

⁸ A importância desta lei fica ainda mais evidente quando é contrastada pela plataforma política que elegeu o atual presidente dos Estados Unidos, uma vez que estava baseada justamente na redução da intervenção do Estado na economia, premissa que teve de ser revista pela força dos fatos.

⁹ “A reorganização do sistema financeiro é parte de um programa geral de modernização, que abrangeria, ainda, o sistema tributário, cambial, correção monetária, etc.” (Paulin, 2002).

período entre agosto de 1964 e julho de 1965.¹⁰

O modelo de organização do sistema financeiro nacional estabelecido pela lei n.º 4.595/64 foi inspirado no modelo anglo-saxão, em que havia a especialização das funções de cada uma das instituições financeiras.¹¹ Neste modelo traçado pelos ideólogos do regime militar, caberia ao Conselho Monetário Nacional a função de regular o sistema financeiro nacional, tendo o Banco Central a função de regulamentar estas normativas e fiscalizar o sistema bancário, emitir papel moeda e ser um gestor do crédito no Brasil.¹²

Houve a segmentação do sistema financeiro nacional, que pode ser dividido nos seguintes subsistemas: a) mercado de crédito; c) mercado monetário (*open market*); d) mercado cambial; e) mercado de capitais (mercado de valores mobiliários) (Eizirik, 1992b).

Em apertada síntese, é possível afirmar que no mercado de crédito predominam as operações de financiamento a médio e curto prazo para consumo corrente, de bens de consumo e de capital de giro para as empresas, intermediadas por instituições financeiras supervisionadas pelo Banco Central. No mercado monetário são efetuadas operações de curto e curtíssimo prazo, com títulos públicos ou privados, de forma que o Banco Central atua sobre a liquidez da economia, alterando a quantidade de meios de pagamento em circulação no mercado. No mercado cambial são realizadas operações de curto prazo, de compra e venda de moedas estrangeiras, com intermediação de instituições autorizadas. No mercado de capitais se realizam operações que não são de natureza creditícia, mas sim que visam a canalizar recursos para empresas através da captação de capital de risco.

É possível afirmar que a lei n.º 4.728/65 estabelece o marco inicial do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, representando o compromisso do então governo militar na instituição de um mercado de capitais forte, que seria uma das ferramentas para o crescimento econômico e para o controle da inflação. Esta lei não pretendia coibir determinadas práticas de mercado, mas sim fortalecê-lo, tornando-o uma ferramenta para o desenvolvimento (Oliveira, 1980).

Roberto CAMPOS (1994), então ministro do planejamento, descreve esta lei como

¹⁰ Para uma análise mais detalhada destas reformas empreendidas nos primeiros anos do governo militar, sob a perspectiva de um de seus principais atores, indica-se a leitura da obra autobiográfica de Roberto Campos – então ministro do Planejamento – em que são apresentados os bastidores e as discussões envolvendo este momento político e as reformas desenvolvidas (Campos, 1994).

¹¹ Este sistema seria alterado primeiramente em 1968, com a criação dos chamados conglomerados financeiros, e mais recentemente, em 1988, com a oficialização dos chamados “bancos múltiplos”. (Campos, 1994).

sendo um instrumento complexo, extremamente sofisticado para a época. Esta lei veio a regular mais especificamente as atribuições do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, organizando o sistema de distribuição de valores mobiliários, substituindo os corretores de fundos por sociedades corretoras e criando os fundos de investimento. Não obstante, neste mesmo diploma normativo é que surge a exigência de prévio registro de toda e qualquer emissão pública de valores mobiliários, bem como é criada a alienação fiduciária em garantia, além de existir dispositivos que visavam à simplificação da incidência do imposto de renda sobre os rendimentos advindos dos títulos e valores mobiliários, dentre outras disposições.

Atribuiu-se, portanto, uma nova função ao Banco Central, que passou acumular também a função de ser o responsável pela regulamentação e fiscalização das atividades desenvolvidas no mercado de capitais brasileiro. É importante destacar que desde o momento da criação desta autarquia sempre se propugnou que o Banco Central tivesse sua atuação limitada apenas à atividade de regulação da moeda, que não deveria ser cumulada com as funções de fiscalização das instituições financeiras e de fomentar o crescimento econômico (Campos, 1994). O desenrolar do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro veio a confirmar a infelicidade de se atribuir ao Banco Central estas funções, que seriam determinantes para a ocorrência da crise no mercado de capitais brasileiro ocorrida no ano de 1971.

As reformas propostas pelo governo militar foram bem acolhidas pelos investidores, que passaram a investir no mercado de capitais tão logo que apareceram os primeiros sinais de reaquecimento da economia. Destaque-se também que a criação dos bancos de investimento, impulsionados pelos fundos criados pelo decreto-lei n.º 157/67, obtiveram uma excelente acolhida junto à massa de investidores¹³. Miguel Delmar de OLIVEIRA (1980:101) sintetiza com bastante clareza este cenário:

O excelente desempenho da economia a partir de 1968, com taxas oscilando em torno de 10% ao ano se fez acompanhar da confiança na sustentação do crescimento econômico, na política econômica e na ação do Governo. Estávamos vivendo o 'milagre brasileiro'. O Tesouro Nacional superava suas dificuldades financeiras, a taxa de inflação declinava, as exportações e as reservas monetárias cresciam

¹² “... conquanto não se possa desprezar o caráter antidemocrático e reacionário da política imposta pelo golpe, é certo que as alterações implementadas neste período, especialmente de caráter legislativo, evidenciaram-se eficientes.” (Paulin, 2002: 84).

¹³ Estes fundos podiam ser formados por uma dedução de 10% (dez por cento) do imposto de renda devido pelas pessoas físicas e até 05% das pessoas jurídicas, que seriam depositados em bancos de investimentos à escolha do contribuinte, devendo ser destinados à compra de ações. (Campos, 1994).

rapidamente, o País recuperando a confiança nos meios financeiros internacionais. Estes fatos descortinavam para os investidores novas oportunidades de ganhos com investimentos em ações. A extinção do mercado não formalizado de dinheiro (agiotagem), com a obrigatoriedade de registro de notas promissórias para efeito legal e executivo, e a paralisação total do mercado negro do dólar em face da instituição da taxa flexível de câmbio, através do sistema de minidesvalorizações, desestimulando definitivamente a especulação cambial, liberaram recursos que, certamente, seriam bem abrigados no mercado acionário pelo anonimato (para fins de imposto de renda – ações ao portador) e pela ausência de imposto sobre ganhos de capital. Estes recursos vieram juntar-se aos que buscavam voluntariamente o mercado de ações, formando com os dos fundos 157 uma massa considerável de dinheiro a ser aplicada em ações que, no entanto, não obteve resposta rápida do lado da oferta. O volume de recursos e de pessoas querendo comprar ações crescia em ritmo acelerado, enquanto o número de ações oferecidas à venda crescia em ritmo lento. A consequência só poderia ser uma: os preços começaram a subir velozmente, traduzindo grandes ganhos pela valorização dos papéis, a curto prazo.

Este grande influxo de capitais para as bolsas de valores induzia que mais e mais pessoas viessem a investir no mercado de valores mobiliários. Assim, seguiram-se inúmeros casos de pessoas que se desfizeram de todo o seu patrimônio pessoal, vendendo automóveis, imóveis ou até mesmo recorrendo a empréstimos de curto prazo para poder investir no mercado acionário.

É neste momento que se percebe a ineficácia do Banco Central em fiscalizar e supervisionar o mercado de capitais. Afinal, inúmeras empresas aproveitaram-se da crescente demanda por novos valores mobiliários, aproveitando-se da falta de uma estrutura regulatória eficiente e da inexperiência do público investidor. Estas empresas passaram a emitir títulos sem nenhuma perspectiva de retorno do investimento e cuja inidoneidade seria facilmente constatada por qualquer um que os analisassem com um pouco mais de atenção.

Havendo este grande influxo de novos títulos, combinado com a saída do mercado daqueles que originalmente primeiramente tinham investido, isto ocasionou uma perspectiva de queda das cotações das ações. As cotações, que haviam alcançado patamares insustentáveis, começaram a cair, com o que os investidores mais hábeis se afastaram do mercado. Iniciada a queda das cotações, houve um sentimento de pânico generalizado entre os demais investidores, provocando uma grandiosa retirada do mercado, resultando em pesadas perdas¹⁴.

Esta crise, cujo ápice deu-se no ano de 1971, marcou o afastamento dos investidores individuais do mercado acionário brasileiro. O professor Rubens REQUIÃO (1975:101-102)

¹⁴ “... os investidores em pânico desapareceram do mercado. Todavia, ficou claro que as Bolsas de Valores não tinham estrutura técnica e tecnológica para suportar volumes tão grandes de negócios e que os empresários financeiros, tanto quanto os demais, não estavam preparados para o mercado de ações. Os órgãos reguladores e controladores não eram capazes para a sua tarefa e a legislação mostrou falhas ridículas.” (Oliveira, 1980:31).

soube bem sintetizar como a omissão do Banco Central foi fator decisivo para o agravamento desta crise:

A ressurreição do mercado de capitais em nosso país se deve, sem dúvidas, à Lei n.º 4.728, de 14.7.1965. Por evidente falta de experiência nacional, o restabelecimento e o impulso ao mercado de capitais não acarretaram a criação de um órgão independente e especializado para promover a sua disciplina e fiscalização. Atribuiu-se essa magna função, entre tantas outras, ao Banco Central do Brasil, o que constitui um grave erro.

A euforia do boom bolsista de 1971 veio, com efeito, demonstrar o despreparo da poupança popular e do órgão público, em face dos intrincados problemas suscitados pelo mercado. A ineficiência do Banco Central do Brasil nesse setor, como órgão regulador e disciplinador, foi clamorosa. Sua impassividade e incompreensão para o drama nacional que então se desenrolou permitiram e estimularam despudorada pilhagem da poupança de milhões de brasileiros inermes, a que não escapou nem mesmo a ingenuidade e inexperiência da classe proletária.

O Banco Central do Brasil, naquele episódio, ao contrário de sua função legal, incentivou a especulação, permitindo o derrame, na fogueira do mercado bolsista, de novos títulos de empresas economicamente medíocres, às quais concedeu celeremente a condição de sociedade de capital aberto. Envaidecido e embriagado pelo sucesso da recomposição do mercado de capitais, o então Ministro da Fazenda cruzava os braços, em face da manipulação do mercado, sob o desdenhoso argumento de que os lances do jogo bruto eram a norma do mercado livre [...]

A crise ocorrida no ano de 1971 demonstrou a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, bem como a ineficiência do sistema regulatório então vigente. A reação a esta crise somente ocorreria anos mais tarde, através de medidas que visavam a estimular o crescimento deste mercado por via de incentivos fiscais e investimentos institucionais, não se propondo qualquer espécie de reforma no modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro (Eizirik, 1977).¹⁵

Seria somente a partir da edição das Leis n.º 6.385/76 (que criou a Comissão de Valores Mobiliários) e da lei n.º 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) que se buscou adequar o modelo regulatório à realidade brasileira do mercado de capitais.

A principal inovação da lei n.º 6.385/76 diz respeito justamente à criação de uma nova autarquia, com funções específicas para a fiscalização do mercado de valores mobiliários no Brasil. Entretanto, o projeto de lei foi profundamente alterado por pressão do Banco Central, que parecia não estar confortável com a diminuição de suas atribuições, demonstrando um sentimento nitidamente corporativista (Requião, 1975).

¹⁵ OLIVEIRA (1980) ressalta que o Governo passou a atrair investidores institucionais para o mercado de capitais, sem que tal medida obtivesse efetivamente êxito. Destaque-se que nos demais setores do sistema financeiro houve um incremento de sua atividade, substituindo-se ao mercado de valores na função de possibilitar o financiamento das empresas nacionais.

Desta forma, a criação da Comissão de Valores Mobiliários deu-se de forma atabalhoada, sendo resultante da junção de pelo menos três anteprojetos diferentes. Deste antagonismo resultou que a redação final da lei n.º 6.385/76 veio a apresentar uma série de imperfeições, que seriam objeto de críticas desde antes de sua publicação.

No próximo item será abordada justamente a estruturação deste novo ente criado pela lei n.º 6.385/76, apresentando-se as principais atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. Ao mesmo tempo, já serão apresentadas algumas das críticas formuladas a essa lei e de que maneira as recentes reformas legislativa vêm tentando aperfeiçoá-la.

2.3 O Papel da CVM na regulação do Mercado de Capitais

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada originalmente como um autarquia especializada para a regulação do mercado de capitais brasileiro, vinculada ao Ministério da Fazenda, a qual seria administrada por um presidente e quatro diretores – de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais – que seriam nomeados pelo Presidente da República, sendo passíveis de demissão *ad nutum*.¹⁶

Valendo-se das lições de Celso Antônio Bandeira de MELLO (1968), é possível afirmar que ao se constituir a CVM enquanto entidade autárquica, esta poderá exercer as suas funções administrativas em nome próprio, não sendo portanto mera delegatária de atribuições da pessoa jurídica de Direito Público que a criou. Existe, portanto, uma certa margem de liberdade, de forma que as autarquias, “na conformidade da lei e à luz dos fins que lhe foram por ela assinalados, age e dispõe segundo melhor lhes pareça, circunscrita unicamente às limitações previstas nos diplomas legais pertinentes” (Mello, 1968:229).

Assim, sendo a autarquia uma pessoa de direito público exclusivamente administrativa, não haverá como a própria CVM fixar as suas próprias finalidades, de forma que lhe cabe tão somente gerir os negócios públicos que lhes foram atribuídos através da decisão legislativa da pessoa política que a instituiu. (Mello, 1968)¹⁷ Não é correto afirmar que exista propriamente uma oposição entre os interesses do Estado e os interesses da Autarquia, podendo haver, em verdade, oposição de direito da autarquia contra pretensão injurídica do Estado ou outra pessoa pública (ou vice-versa) (Mello, 1968).

¹⁶ Conforme redação original dos artigos 4º e 6º da Lei n.º 6.385/76.

¹⁷ Entretanto, a dinâmica da realidade veio a permitir que a CVM atuasse fortemente nos bastidores da elaboração da Lei n.º 10.303/2001, de forma que EIZIRIK e CARVALHOSA (2002) afirmam que esta autarquia capturou para si uma alteração da legislação vigente, de forma a potencializar a sua autoridade na regulação do mercado de capitais.

Entretanto, esta construção doutrinária quanto à independência das autarquias para a consecução dos fins estabelecidos em lei fica bastante comprometida quando se atribui competência discricionária para o titular do Poder Executivo poder nomear e destituir os dirigentes daquela, uma vez que os dirigentes desta autarquia sempre poderiam ser ameaçados com a demissão a cada vez que surgissem conflitos envolvendo a CVM e o Poder Executivo. Este será um dos argumentos que será decisivo para a recente alteração da estrutura jurídica da CVM, como veremos mais adiante.

Conforme já ficou evidenciado nos tópicos anteriores, a atividade da CVM implica necessariamente em um cerceamento da liberdade dos agentes participantes do mercado de capitais. Assim, a criação da CVM deve ser vista como um ato que concretiza o poder de polícia do Estado, que passa a interferir na esfera da autonomia privada dos indivíduos. Esta atividade de polícia administrativa desenvolvida pela CVM reflete o interesse público que há no correto desenvolvimento do mercado de capitais, com o que se procura garantir que exista um mínimo de condições para o atingimento deste fim. O exercício desta atividade significa, em essência, a função de impor limites ao exercício de direitos e liberdades, expressando a autoridade estatal (Meduar, 2002).

A definição usual da atividade de polícia administrativa encontra-se no Código Tributário Nacional, como sendo “a atividade da Administração Pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício das atividades econômicas dependentes de autorização do Poder Público ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos”¹⁸.

O exercício da atividade de polícia administrativa por parte da CVM se materializa principalmente através das atividades de fiscalização dos participantes do mercado de capitais, com a atividade de registro de todos os participantes e de todas as emissões públicas de valores mobiliários, com a edição de regulamentos normativos e com a penalização daqueles que não observarem as regras que disciplinam a atuação no mercado de capitais. É necessário destacar que esta divisão de funções é meramente didática, uma vez que uma mesma atividade desta autarquia pode desempenhar várias funções simultaneamente.

¹⁸ Código Tributário Nacional, artigo 78.

2.3.1 Função Fiscalizatória e Disciplinatória da CVM

A lei que cria a CVM traz disposições impondo a esta o dever de fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, incluindo-se as informações nele veiculadas e as pessoas que dele participam, bem como os próprios valores mobiliários negociados.¹⁹

São considerados agentes do mercado de capitais todos aqueles que exercem as atividades descritas no artigo 1º da lei n.º 6.385/76, que por sua vez é complementado pelas disposições contidas no artigo 15 desta mesma lei. São muitos os agentes e as atividades abrangidas, citando-se por ora, apenas exemplificativamente, as Bolsas Valores, as empresas de auditoria externa, as corretoras de valores mobiliários, etc.

Trata-se de fiscalizar os agentes do mercado para garantir a eficiência e transparência na alocação dos recursos captados junto à poupança popular. Desta maneira, há inclusive um reforço no sentido de que a CVM deva priorizar em sua fiscalização as companhias abertas que não apresentem lucro de balanço no exercício ou que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.²⁰ À CVM são atribuídos uma série de poderes para examinar registros contábeis, para acompanhar a alteração das posições acionárias dos dirigentes das companhias, bem com de determinar a republicação de demonstrações financeiras que tenham sido efetuadas em desacordo com as normas vigentes.

Em decorrência desta função fiscalizatória surge a função disciplinar, consistente na apuração mediante inquérito administrativo, de atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.²¹ Se existe uma fiscalização, necessariamente deverá estar prevista alguma forma de sanção, para tornar efetivas e cogentes as regras que disciplinam o mercado de capitais.

Portanto, através da instauração de processo administrativo – observados os princípios constitucionais inafastáveis da presunção de inocência, da garantia da ampla defesa e do contraditório²² – será possível que a CVM aplique as penalidades de advertência, multa, suspensão do exercício de cargos em órgãos de companhias abertas, inabilitação para a atuação no mercado por um período de até 20 (vinte) anos ou mesmo a cassação do registro

¹⁹ Cf. Lei n.º 6.385/76, artigo 8º, III.

²⁰ Cf. Lei n.º 6.385/76, artigo 8º, V.

²¹ Cf. Lei n.º 6.385/76, artigo 9º, V

para o exercício destas atividades no mercado de capitais brasileiro.²³

Ademais, a previsão da possibilidade de se aplicarem penalidades administrativas não exclui a responsabilização civil e penal dos infratores.

2.3.2 Função Registrária da CVM

Esta função decorre diretamente da função fiscalizatória da Comissão de Valores Mobiliários. É princípio básico da regulação do mercado de capitais brasileiro que toda e qualquer emissão pública de valores mobiliários não pode prescindir de um prévio registro junto à CVM.²⁴ Este registro junto à CVM possui função nitidamente instrumental, uma vez que sua função será justamente a de possibilitar uma ampla e completa divulgação de informações acerca da companhia emissora e dos valores mobiliários por ela ofertados (Eizirik, 1992a).

Assim, a exigência do registro insere-se no contexto do *full disclosure*, para que seja garantida a ampla divulgação dos riscos que envolvem a emissão. Por conseguinte, ao exigir o prévio registro das emissões públicas de valores mobiliários, não cabe à CVM fazer qualquer espécie de julgamento sobre o mérito de tais emissões. A função da CVM se esgota no adequado e tempestivo fornecimento das informações, que deverão ser suficientes para que o investidor possa conscientemente decidir pela conveniência do investimento. Resta evidente, portanto, que houve uma opção político legislativa em não se atribuir ao Estado a competência para poder selecionar quais empresas podem emitir publicamente valores mobiliários e assim captar a poupança popular (Eizirik, 1992a).

Ou seja, não compete à CVM fazer uma análise substantiva da emissão, de forma que o registro da emissão configura-se por ser um ato administrativo vinculado. Uma vez preenchidos todos os pré-requisitos formalmente fixados, não haverá como a CVM negar o registro da emissão. Este procedimento se revela correto na medida em que não se considera plausível que o Estado tenha melhores condições de que um investidor de mercado para realizar a análise do mérito de determinada emissão. Além disso, caso o Estado opinasse

²² Neste sentido, ver a obra de EIZIRIK (1997:147), em que o autor apresenta concretamente como estes princípios influenciam no processo administrativo sancionador desenvolvido no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

²³ Cf. Lei n.º 6.385/76, artigo 11.

²⁴ Diz o artigo 19 da Lei n.º 6.385/76: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”. Da mesma forma, o artigo 4º, §1º, da Lei n.º 6.404/76: “Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.” Registre-se que desde a edição da Lei n.º 10.198/2001 surge a possibilidade de

qualitativamente sobre o investimento, poderia haver a sua responsabilização civil nas hipóteses em que viesse a ocorrer o insucesso do empreendimento (Eizirik, 1992a).

Aliás, a não responsabilização da CVM quanto ao mérito dos títulos guarda bastante similitude com o que ocorre no mercado de capitais nos Estados Unidos: lá, a SEC também não se responsabiliza pela qualidade das informações prestadas, a finalidade do registro é apenas igualmente promover uma adequada e tempestiva prestação de informações (Eizirik, 1977).²⁵

No direito brasileiro, a única exceção a essa regra diz respeito à constituição da companhia por subscrição pública, nos termos do artigo 82 da Lei das Sociedades Anônimas²⁶. Nesta hipótese, o pedido de registro da companhia deverá vir instruído com um estudo de viabilidade econômico financeira do empreendimento. Caberá à CVM analisá-lo, podendo negar o registro tendo em vista a inviabilidade ou temeridade do empreendimento. Esta regra não se aplica às operações de aumento do capital social, mediante disposição expressa do artigo 170, §6º, desta mesma lei.

Somente será necessário o registro quando se tratar de emissão pública de valores mobiliários, não existindo uma definição exata do que a diferencia da distribuição privada. A lei n.º 6.385/76 traz em seu artigo 19, §3º, uma série de situações que podem configurar uma distribuição pública, mas que não devem ser interpretados literalmente, sob pena de haver uma distorção dos objetivos desta lei. A exegese de tais dispositivos deve ser feita sempre levando em conta que ela se destina a proteger os investidores, assegurando-lhes o irrestrito acesso às informações, mas que não deve inviabilizar por completo a possibilidade das empresas promoverem a sua capitalização por meio de valores mobiliários.

2.3.3 Função Normativa da CVM

Dada a complexidade da matéria relativa ao mercado de capitais, seria impossível a

empresas que não sejam constituídas sob a forma de Sociedades Anônimas Abertas emitirem valores mobiliários, tema que será tratado mais adiante.

²⁵ Em outra obra, EIZIRIK (1992a:8) afirma ter conhecimento que apenas a Coréia do Sul possui uma análise substantiva da emissão pública, sendo que as empresas são compelidas pelo Estado a abrir seu capital, sob pena de punição em caso de descumprimento.

²⁶ Lei n.º 6.404/76, artigo 82: “A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. §1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela CVM e será instruído com: a) o estudo da viabilidade econômica e financeira do empreendimento; b) o projeto do estatuto social; c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária. §2º A CVM poderá condicionar o registro a modificação no estatuto ou no prospecto ou denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores.

edição de uma lei que oferecesse todos os preceitos necessários para a regulação do mercado de capitais. A lei n.º 6.385/76 oferece os subsídios que limitam a intervenção estatal neste mercado, trazendo porém vários espaços normativos que devem ser preenchidos pela Comissão de Valores Mobiliários, através da edição de regulamentos.

Os regulamentos são atos normativos secundários, que devem encontrar seu substrato de validade nas normas primárias, quais sejam, as leis. Não é permitido que regulamentos venham a inovar originalmente a ordem jurídica, mas tão-somente complementar e aperfeiçoar as disposições constantes da lei. É certo, porém, que os regulamentos sempre importam em uma certa inovação da ordem jurídica, pois do contrário perderiam toda a sua utilidade prática. É necessário portanto que se faça uma análise de cada regulamento editado, para verificar se este é compatível com a lei que pretende regulamentar, de forma a se evitar que exista uma usurpação da função legislativa pelo Poder Executivo, bem como para evitar que se criem amarras que impossibilitem qualquer agir por parte da Administração Pública.

Ao se atribuir à CVM a função de regulamentar as disposições constantes da lei n.º 6.385/76, permitiu-se que houvesse uma maior contextualização do agir desta autarquia com a realidade do mercado. Afinal, possibilitou-se que mais celeremente fossem editados atos normativos para acompanhar as transformações ocorridas no mercado, em prol de uma maior eficiência regulatória. Esta atribuição é uma das características do moderno Direito Econômico, como bem salientam EIZIRIK e CARVALHOSA (2002:463):

Na realidade, sobretudo na seara do direito econômico, constata-se, há algum tempo, o progressivo deslocamento da atividade de produção de normas jurídicas para órgãos de execução de política de governo. Aliás, é pela emissão e atualização de normas administrativas que a dinâmica operacional da intervenção na ordem econômica pode alcançar seus objetivos .

As normas editadas pela CVM se prestam basicamente ao *disclosure* (divulgação, revelação). São normas que visam a estabelecer genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser observadas, e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores. Somente excepcionalmente se verifica a edição de normas *substantivas*, em que o Estado interviria concreta e diretamente nos mercado de ações. A previsão deste poder regulamentar encontra-se expressamente prevista no artigo 8º, I, da lei n.º 6.385/76, que preceitua competir à CVM “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta lei e na lei de sociedades por ações”.

2.3.4 Função Consultiva da CVM

A lei n.º 6.385/76 atribui à CVM a função de emitir pareceres para a orientação dos participantes do mercado de valores mobiliários.²⁷

A atribuição desta função é consequência lógica do papel assumido pela autarquia na direção do mercado de capitais. A utilização destas consultas permite uma maior segurança nas operações desenvolvidas no mercado, pois já haverá um prévio posicionamento da autoridade reguladora.

A Deliberação CVM n.º 01, de 23 de fevereiro de 1978, veio a apresentar a sistemática de como esta autarquia emitiria as suas orientações. Assim, definiu-se que os “pareceres de orientação” veiculariam as opiniões da autarquia sobre a interpretação das Leis n.º 6.385/76 e 6.404/76, no interesse do mercado de capitais. Será também através destes “pareceres de orientação” que a CVM veiculará informações para os agentes de mercado e investidores sobre matérias de sua competência. Todos os “pareceres de orientação” deverão ser publicados na Imprensa Oficial. Ao lado destes pareceres de orientação existe a figura genérica do “parecer”, através do qual a CVM responderá a consultas específicas sobre matérias de sua competência. A própria lei n.º 6.385/76 faculta à autarquia divulgar ou não o conteúdo destas consultas²⁸.

Estes entendimentos apresentados pela CVM podem ser alterados conforme se perceba não serem eles os mais adequados à regulação da matéria, sempre em vista a uma interpretação mais adequada à legislação aplicável à matéria.

2.3.5 Função de Fomento da CVM

Ao lado destas funções decorrentes da atividade de polícia administrativa, a lei n.º 6.385/76 atribuiu à CVM a função de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Esta autarquia deverá, conjuntamente com o Conselho Monetário Nacional, estabelecer e formular políticas para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.²⁹

É certamente uma tarefa árdua, uma vez que o Brasil não possui um histórico de

²⁷ Diz o artigo 13 da Lei n.º 6.385/76: “A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor”.

²⁸ Diz o parágrafo único do artigo 13 da Lei n.º 6.385/76: “Fica a critério da Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou critérios de orientação.”

²⁹ Diz o artigo 4º, I e II da Lei n.º 6.385/76: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na Lei para o fim de: I – estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular

formação de poupança interna, de forma a viabilizar seus investimentos. A atribuição desta função de fomento à CVM representa uma perspectiva pragmática de se analisar o mercado de capitais brasileiros: de nada adiantará uma regulação eficiente se não existir de fato um mercado de capitais a ser regulado.

Tal constatação, porém, não deve levar à falsa conclusão de que o desenvolvimento do mercado de capitais pode prescindir de uma política regulatória. Ou seja, não é admissível que se dê prioridade absoluta a uma política de incentivos fiscais em detrimento dos demais objetivos da regulação, a pretexto de que seja “necessário primeiramente desenvolver o mercado de capitais para depois regulá-lo”. Afinal, “um mercado que apresente um nível de regulação adequado terá melhores condições de desenvolvimento harmônico do que um mercado absolutamente desordenado, sujeitos a crises e turbulências conjunturais”(Eizirik, 1977:58).

A atribuição desta função à CVM pode causar uma certa estranheza, principalmente pelo fato desta ser simultânea à função fiscalizadora do mercado de capitais. Como poderia um mesmo ente ser responsável por desenvolver uma política de expansão de determinado mercado, tendo que ao mesmo tempo cercear a liberdade de atuação de seus participantes, criando barreiras para a livre atuação de seus agentes?

Esta indagação é bem respondida em um artigo escrito por CANTIDIANO (1999), que confessa que primeiramente não concordava com a atribuição desta função à CVM. Este autor destaca que sua concepção mudou, principalmente após ter ocupado a função de diretor da referida autarquia, quando passou a perceber que todas as atividades desenvolvidas pela CVM, seja a instalação de procedimentos disciplinares, seja a edição de atos normativos que cerceiam a liberdade dos participantes do mercado, têm por objetivo precípuo aperfeiçoar as práticas de mercado. Com efeito, ao se eliminar as imperfeições típicas do funcionamento do mercado, tem-se como resultado um crescimento quantitativo e qualitativo do mercado de capitais brasileiro.

Este mesmo entendimento é exarado por EIZIRIK (1977), para quem a expansão do mercado de capitais depende fundamentalmente de um incremento de sua credibilidade e confiabilidade através da adequada atuação do Estado enquanto agente regulador e fiscalizador da atuação dos particulares, em prol do aperfeiçoamento das práticas daqueles

que se utilizam do mercado.

É necessário destacar que estas opiniões dos autores supra citados acabam se afastando da definição de fomento formulada pelos autores do Direito Administrativo como Fernando Garrido FALLA (1962), para quem a atividade de fomento diferencia-se da atividade de polícia administrativa justamente pelo fato de não se empregar de coação para levar os particulares a promoverem determinadas atividades. Entretanto, este mesmo autor reconhece uma possibilidade de “intercambialidade das técnicas administrativas”, com o que técnicas de fomento podem promover a manutenção da ordem pública (finalidade usualmente atribuída à atividade de polícia administrativa), bem como a utilização de medidas coativas (típicas da atividade de polícia administrativa) podem servir à promoção de determinadas atividades elegidas pelo Estado.

Esta função atribuída à CVM de desenvolver o mercado de capitais brasileiro refletiu-se na elaboração da Lei do Plano Plurianual correspondente ao período entre os anos de 2000-2003, que apresentava uma alínea destinada a um programa de “Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários”. Este programa teve como justificativa justamente a necessidade de se aumentar a taxa de poupança doméstica da economia, através do incremento e aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários.

Através da leitura do relatório do desenvolvimento deste programa, é possível encontrar exemplos de como a CVM atua para o fomento do mercado de capitais brasileiro. Assim, percebe-se como essa autarquia age junto às instituições parlamentares, fornecendo subsídios técnicos para o direcionamento das reformas da legislação pertinente ao mercado de capitais. Da mesma forma, tem-se notícia da criação de projetos para o estudo e prospecção de novos mercados, como derivativos de energia, *commodities* ambientais, *venture funds*, etc (Ministério da Fazenda, 2003). Destaque-se também o papel da CVM em difundir os princípios da governança corporativa entre o empresariado brasileiro, tendo inclusive divulgado uma cartilha com recomendações para as sociedades anônimas de capital aberto (CVM, 2003).³⁰

2.4 Críticas à Concepção Original da Comissão de Valores Mobiliários

A edição da lei n.º 6.385/76 representou um novo marco na regulação do mercado de

³⁰ Embora estas recomendações não sejam de observância obrigatória, a CVM possui planos de institucionalizá-las, de forma que as companhias que não as adotarem terão de justificar em seus balanços as razões que levaram à sua não utilização.

capitais brasileiro. A partir da criação da Comissão de Valores Mobiliários o mercado passou a contar com uma atuação mais efetiva do Estado, disciplinando e fiscalizando concretamente as práticas de seus agentes.

Esta percepção reflete-se no entendimento do professor ARNOLDO WALD (1986)³¹, para quem a edição das leis n.º 6.385/76 e 6.404/76 representou um novo momento no mercado acionário brasileiro, moralizando as negociações com valores mobiliários e afastando o “clima de selva” então vigente, através da atuação da CVM enquanto “xerife” e pela presença mais acentuada do Poder Judiciário e da própria opinião pública.

Entretanto, apesar desta lei constituir um avanço em relação à sistemática regulatória anteriormente existente, sua redação original apresentava uma série de falhas estruturais que comprometiam o saudável desenvolvimento do mercado de capitais. Isto se deve principalmente ao fato de que a redação deste diploma legal ter sido fruto da combinação de pelo menos três projetos de leis distintos e pelo fato de que as premissas que motivaram a edição desta lei terem se transformando com o passar dos anos.

Desta forma, já em 1986 o mesmo professor WALD (1986) reconhecia que a legislação sobre as sociedades anônimas e o mercado de capitais deveria ser adaptada à nova realidade de mercado: “Em dez anos, mudou completamente a nossa economia que acabou de ser revigorada com a reforma monetária. Modificou-se basicamente a política nacional. O endividamento interno e externo preocupa o País e a própria política dos conglomerados não é mais considerada como constituindo, necessariamente, a salvação nacional. [...] Na realidade, o contexto na qual a Lei das S/A foi elaborada mudou substancialmente e as próprias premissas econômicas, financeiras, sociais e tributárias, que a justificaram ou já não existiam na época ou, em parte, desapareceram com o decurso do tempo.”

A seguir serão apresentadas as principais críticas feitas à redação original da Lei n.º 6.385/76.

2.4.1 O conflito de Competências com o Banco Central

Como já foi demonstrado, antes da criação da Comissão de Valores Mobiliários cabia ao Banco Central regular e fiscalizar o mercado de capitais. Com a edição desse diploma normativo pretendeu-se retirar esta competência do Banco Central, partindo-se da premissa que um ente autárquico especializado em valores mobiliários teria melhores condições de

³¹ Este mesmo comentário seria reproduzido no artigo “A reforma da Lei das Sociedades por ações” (Wald, 1998).

propiciar uma adequada tutela ao incipiente mercado de capitais brasileiro.

Entretanto, a reação corporativista do Banco Central do Brasil forçou à edição de um diploma normativo que manteve esta autoridade monetária com um papel bastante atuante no mercado de capitais. Este fato não passou despercebido aos doutrinadores, que foram enérgicos ao protestar contra essa criação de espaços cinzentos, cuja competência seria exercida simultaneamente pelo Banco Central e pela CVM.

Assim, antes mesmo da promulgação desta lei, o professor RUBENS REQUIÃO (1975)³² protestou contra a excessiva vinculação da CVM ao Banco Central. Por sua vez, JOSÉ BAPTISTA NETO (1975) apontou a existência de inúmeros pontos cuja competência não estava bem definida no projeto da nova lei, não sendo possível distinguir com clareza quais seriam as esferas de competência específica da CVM, do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central. Afirmava este autor que esta indefinição enfraqueceria a autoridade reguladora, em detrimento do interesse público no fortalecimento do mercado de capitais e da proteção da poupança popular.

Esta mesma crítica foi reiterada por Nelson EIZIRIK (1995:62) vinte anos depois, que também apontou a existência efetiva de “zonas cinzentas entre a CVM e o Banco Central, que ocasionam situações de dupla e contraditória regulação”. A existência destas zonas cinzentas, em que não é possível precisar a competência de cada ente, retira a eficácia regulatória e abre uma considerável margem para a impugnação dos atos administrativos através da via judiciária³³.

O problema em si não reside na atribuição da competência para este ou para aquele órgão (CVM ou Banco Central), e sim na ausência de uma efetiva fiscalização da atuação dos participantes do mercado para garantir a observância das normas que regem esse mercado.

A CVM foi criada com o escopo de ser uma entidade especializada no mercado de capitais, de forma a retirar uma sobrecarga de funções que existia em torno do Banco Central. Mas de nada adiantaria a criação deste novo ente para a atribuição de tais competências se este não contar com condições materiais para realizar a fiscalização do mercado (Verçosa,

³² “O projeto definitivo [...] mantém, em nosso entender, a CVM umbilicalmente vinculada ao Banco Central do Brasil. Não conciliou os interesses, mas pendeu para o Banco Central do Brasil.” (Requião, 1975:103).

³³ WALD (1986:6) apresenta a seguinte passagem, que bem ilustra esta situação: “Quando se examina a Jurisprudência tanto administrativa, quanto judiciária, que se constituiu num decênio em torno da lei societária, não deixa de haver um certo sentimento de frustração. No tocante à CVM, encontramos um conjunto sistemático de normas e um grande número de decisões em inquéritos administrativos, que representam uma importante contribuição moralizadora ao direito societário, mas, por outro lado, vimos, recentemente, posta em discussão a própria competência da autarquia e a validade da delegação que lhe foi atribuída.”

1997). Conforme a realista análise do professor REQUIÃO (1975), as críticas que se fazem, em nosso país, aos órgãos encarregados da regulação do mercado de capitais voltam-se, geralmente, mais para sua passividade diante dos acontecimentos do que propriamente para a sua ação regulatória.

Estes problemas seriam atenuados pela edição da lei n.º 10.303/2001, que passou a indicar mais precisamente quais são os limites da competência entre esses dois órgãos, conforme será demonstrado mais adiante.

2.4.2 A Necessidade de Independência em Face do Poder Executivo

A vinculação política dos dirigentes da CVM aos titulares do Poder Executivo federal implicava em uma sujeição aos ditames da política econômica ditada por este, ainda que esta ocorresse em evidente afronta aos princípios consagrados em lei para a regulação do mercado de capitais. Afinal, estava sempre presente a ameaça de haver a demissão imotivada do dirigente da CVM, caso este não se subordinasse aos preceitos advindos da administração direta.

Esta constatação é especialmente agravada pelo fato do mercado de capitais brasileiro caracterizar-se por uma maciça participação de sociedade de economia mista. Havia uma evidente dúvida sobre a capacidade e idoneidade da CVM nos casos em que esta deveria apurar os conflitos de interesses dos sócios controladores desta empresa – no caso, o próprio Estado brasileiro – e os demais participantes do mercado de capitais.³⁴

Entretanto, a atual estrutura dos *players* do mercado de capitais brasileiro fez diminuir o impacto da atribuição da autonomia dos dirigentes da CVM face ao Poder Executivo, tendo em vista que o recente processo de privatização fez com que o Estado deixasse de ter essa participação intensiva no mercado.

³⁴ “... a questão referente à autonomia da CVM não constitui, entre nós, qualquer novidade, já tendo sido objeto de discussões quando da criação da CVM e por ocasião dos primeiros percalços que o órgão enfrentou ao tentar regular e fiscalizar a União, na condição de acionista controladora de sociedades de economia mista com ações amplamente negociadas no mercado.” (Carvalhosa; Eizirik, 2002: 436).

3. ALTERAÇÕES NA CVM ADVINDAS ATRAVÉS DAS REFORMAS OCORRIDAS NO ANO DE 2001

3.1 Contextualização histórica

O projeto de lei n.º 3.115/97 - que resultou na lei n.º 10.303/2001 - tramitou por quase cinco anos no Congresso Nacional. Esta lei traz em seu bojo diversas alterações da disciplina das sociedades anônimas, resultando em uma atribuição de maiores direitos para os acionistas minoritários.

A edição desta lei vem em sentido contrário à alteração legislativa ocorrida em 1997, que acabou por limitar ainda mais os direitos dos acionistas minoritários presentes na redação original da Lei das Sociedades Anônimas. Entretanto, se forem analisadas as alterações que foram efetuadas ao longo da tramitação do projeto de lei, fica patente que a redação final da lei ficou muito aquém das expectativas dos acionistas minoritários. Houve uma verdadeira guerra de *lobbies* no Congresso, tendo de um lado os investidores institucionais (em sua maioria fundos de pensão) e de outro os controladores das companhias abertas, de tal forma que a redação final do texto da nova lei buscou o máximo do consenso possível, através da ponderação dos interesses de todos os envolvidos (Senado Federal, 2001).

Em sua concepção original, a proposta de reforma da legislação societária não trazia nenhuma alteração no tocante à lei n.º 6.385/76. Somente cogitou-se da alteração desta lei a partir do substitutivo apresentado pelo Deputado Antonio Kandir, que justificou a inclusão afirmando que “todo o esforço empreendido pelo Poder Legislativo na edição de normas legais tecnicamente perfeitas pode resultar infrutífero, caso não se verifique, na estrutura da Administração Pública, uma entidade capaz de compelir os destinatário de tais normas ao seu mais fiel e estrito cumprimento. Desse modo, torna-se imperativo aduzir dispositivos que restaurem e modernizem o aparato jurídico da CVM [...] de forma a dotar-lhe da autonomia necessária para o desempenho eficaz de sua missão” (Senado Federal, 2001).

Ao analisar o resultado final do debate legislativo, CARVALHOSA e EIZIRIK (2002) afirmam que na disputa entre os interesses dos sócios minoritários e acionistas controladores não é possível afirmar que houve propriamente um ganhador ou um perdedor: aqueles conseguiram menos do que gostariam e estes perderam pouco do que já dispunham. O grande beneficiado com a reforma, afirmam tais autores, foi a própria Comissão de Valores Mobiliários, que teria obtido uma legislação que lhe é amplamente favorável.

Não obstante, a reforma da lei n.º 6.385/76 não significou uma alteração no modelo de regulação do mercado de capitais, representando tão-somente um reforço de suas características essenciais (Carvalhosa; Eizirik, 2002).

Entretanto, superadas as disputas legislativas, passou-se a questionar à quem competia a iniciativa do projeto de lei. Este fato deu ensejo a uma série de medidas por parte do Poder Executivo, que poderá dar ensejo a uma longa disputa judicial, como será demonstrado a seguir.

3.2 Do Vício de Iniciativa do Projeto que Deu Origem à Lei n.º 10.303/2001

O projeto de lei n.º 3.115/97 foi apresentado pelo Deputado Luiz Carlos Hauly, que seria apensado posteriormente ao projeto de lei n.º 3.519/97 (também de autoria deste mesmo deputado) e ao projeto de lei n.º 1.000/99 (de autoria do Deputado Hélio Costa). Assim, resta evidente que a iniciativa de tais projetos deu-se através do Poder Legislativo, sem qualquer interferência direta do Poder Executivo.

Este fato não traria maiores conseqüências até a apresentação do substitutivo do Deputado Antonio Kandir, quando se passou a cogitar da alteração da estrutura da Comissão de Valores Mobiliários. A partir deste ponto passam a surgir dúvidas quanto à constitucionalidade desta referida proposta, uma vez que poderia estar havendo uma usurpação da competência do Poder Executivo no que concerne à prerrogativa de apresentar projetos de leis versando sobre determinadas matérias.

Afinal, a Constituição da República dispõe que será de iniciativa privativa do Presidente da República a apresentação de projetos de lei que disponham sobre *a criação, estruturação e atribuições dos ministérios e órgãos da Administração Pública*.³⁵ Passou-se a discutir, portanto, se a alteração da estrutura de uma autarquia já existente configuraria uma hipótese abrangida por esta norma.

Sobre esta questão manifestaram-se os constitucionalistas José Afonso DA SILVA, Eros Roberto GRAU e Luis Roberto BARROSO (Chediak, 2002:546)³⁶. Os dois primeiros manifestaram-se pela inconstitucionalidade do referido projeto, entendendo haver vício de iniciativa. Já o último opinou no sentido de ser constitucional o referido projeto de lei, sob o argumento de que da mesma forma que é permitido ao Poder Legislativo alterar as

³⁵ Cf. Constituição da República, artigo 61, §1º, II, “e”.

³⁶ O parecer exarado por José Afonso da Silva encontra-se publicado na RDBMCA n.º 15, fls. 223-225. Já o parecer de lavra de Luis Roberto Barroso foi publicado nesta mesma revista, porém no exemplar de n.º 16, fls. 198-210.

disposições de projeto de lei apresentado pelo Poder Executivo, este mesmo raciocínio permite que aquele altere a estrutura de autarquias já existentes. Além disso, afirma este autor que não se pode enquadrar a CVM enquanto órgão da Administração Pública, uma vez que se trata de ente personalizado, pertencente à denominada administração indireta.

Contudo, esta discussão acabou perdendo o significado em virtude dos vetos presidenciais que foram apostos ao projeto de lei aprovado. O Poder Executivo, também interessado na aprovação destas medidas que ampliavam a autonomia da CVM, optou por vetar os dispositivos que versavam sobre a sua estrutura, para depois incluí-los na Medida Provisória n.º 8/2001 (posteriormente convertida na lei n.º 10.411/2002) e no Decreto n.º 3.995/2001. Mas, apesar de materializar interesses louváveis, esta atitude do Poder Executivo caracterizou um evidente desvio de finalidade, uma vez que não foram exatamente observados os requisitos constitucionalmente previstos para a utilização dos instrumentos como o decreto e a medida provisória.

Em um primeiro momento pode parecer completamente absurdo que o Poder Executivo edite um decreto para substituir normas que foram vetadas de um projeto de lei. Entretanto, é imperioso atentar para o fato que este decreto foi editado após a edição da Emenda Constitucional n.º 32, que passou a admitir que o Poder Executivo possa, através de decretos, dispor sobre *organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar em aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos*.³⁷

Entretanto, o Executivo foi bastante infeliz ao selecionar os dispositivos que deveriam ser tratados pela medida provisória e quais deveriam ser disciplinados pelo decreto. Isto porque a nova redação da Constituição é bastante clara no sentido de que os decretos somente podem ser editados ou para a fiel execução de preceitos contidos em lei ou então somente poderão ser utilizados quando se tratar de assuntos estritamente internos da administração federal. Nesta segunda hipótese, como não existe um substrato em uma lei previamente editada pelo Poder Legislativo, fica patente que este tipo de norma não pode gerar obrigações para os terceiros não integrantes da administração federal.

Afinal, é evidente que ainda continua vigente entre nós o princípio da legalidade, segundo o qual *“ninguém poderá ser obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão*

³⁷ Cf. nova redação do artigo 84, VI, “a” da Constituição da República. Esta emenda constitucional foi publicada no dia 12 de setembro de 2001 e o referido decreto foi publicado logo depois, em 31 de outubro deste mesmo ano.

em virtude de lei”³⁸. Por conseguinte, os dispositivos vetados da lei que foram transportados para o decreto somente poderiam dizer respeito à própria Administração Federal, não podendo criar encargos ou obrigações para os particulares. Entretanto, uma singela leitura do contido no decreto n.º 3.995/2001 permite visualizar facilmente inúmeras obrigações que surgem para os particulares, em evidente afronta ao supramencionado princípio da legalidade. Cita-se, como exemplo, a obrigação que é imposta a todos os participantes do mercado no sentido exibirem todos os seus registros contábeis ou os materiais produzidos em decorrência de realização de auditorias independentes ou então a expansão da competência da CVM para apurar condutas fraudulentas que possam ter ocorrido no exterior em prejuízo de investidores residentes no Brasil³⁹.

Além disso, o próprio Poder Executivo acabou se contradizendo nesta “operação” de vetar determinados artigos do projeto de lei para depois veiculá-los através de medida provisória e decretos, tentando afastar possíveis alegações quanto à inconstitucionalidade de suas disposições. Isto porque muitas matérias que foram vetadas sob o pretexto de que deveriam ser tratadas por meio de decreto – em virtude da edição da EC n.º 32 – acabaram sendo veiculadas por meio de medida provisória⁴⁰. Ou seja, o Executivo acabou negando exatamente o argumento que havia se utilizado para fundamentar o veto ao projeto aprovado pelo Congresso Nacional.

Em suma, as alterações advindas da Medida Provisória n.º 8 (convertida na lei 10.411/2001) e no Decreto n.º 3.995/2001 são normas substancialmente bastante benéficas ao mercado de capitais como um todo, mas que poderão vir a ser impugnadas judicialmente quando vierem a ser colocadas em prática pela CVM, justamente pela inobservância dos critérios formais que deveriam pautar a sua edição. Isto certamente colocará em cheque todos os avanços conseguidos através desta recente reforma legislativa.

3.3 Alterações Propriamente Ditas

3.3.1 A CVM Enquanto Agência Reguladora Independente

Conforme já exposto, a criação da CVM inspirou-se na *Securities and Exchange Commission*, agência federal norte-americana encarregada da fiscalização do mercado de

³⁸ Cf. o artigo 5º, II da Constituição da República.

³⁹ Cf. nova redação dada ao artigo 9º, I, e §6º, I da Lei 6.385/76.

⁴⁰ Cf. Mensagem de Veto n.º 1.213/2001. Ver também: CARVALHOSA; EIZIRIK, 2002, p. 446/450.

valores mobiliários. Entretanto, esta comparação sempre foi feita com ressalvas, tendo em vista que a sua congênere norte-americana fora constituída enquanto *independent regulatory comission*, possuindo competência delegada pelo Poder Legislativo, não estando portanto subordinada ao Poder Executivo (Coelho, 2001).

Se desconsiderarmos apenas este aspecto concernente à independência em relação ao Poder Executivo, é possível afirmar que a CVM já constituía entre nós uma agência reguladora, reunindo em um mesmo ente da Administração Pública indireta as atividades de regulamentar, fiscalizar e disciplinar a atividade de particulares.⁴¹ Este entendimento, porém, não é unânime em toda a doutrina. Entende Egon Bockmann MOREIRA (1999) que a CVM não poderia ser visualizada como uma “agência reguladora”, devendo essa ser analisada tão-somente pelo prisma dos conceitos de descentralização da atividade administrativa. Entretanto, este entendimento pode ser afastado à medida em que seja analisada a matriz norte-americana que inspirou a criação da CVM, justamente no que concerne à idéia da criação de um organismo com personalidade distinta da Administração Central com a função específica de regulamentar e fiscalizar o desenvolvimento de atividades pelos particulares no âmbito do mercado de capitais.

Portanto, para que houvesse a perfeita caracterização da CVM enquanto “agência reguladora independente”, o único elemento ausente dizia respeito à falta de autonomia de gestão face ao Poder Executivo, haja vista a possibilidade de demissão “*ad nutum*” dos dirigentes dessa autarquia. Aliás, essa discussão acerca da independência da CVM já existia antes mesmo de sua criação, quando ainda se debatiam os modelos de regulação do mercado de capitais que deveriam ser adotados no Brasil (Eizirik, 1977).

A partir da edição da lei n.º 10.411/2001 passou-se a atribuir à CVM a natureza de “entidade autárquica sob regime especial”. Não existe no Direito Brasileiro uma definição exata do que significa exatamente a atribuição dessa especialidade para as autarquias. Tradicionalmente, tal designação costuma ser dada às Universidades Federais, que são autarquias que gozam de uma autonomia administrativa mais ampla em relação às demais autarquias. Desta forma, deve-se considerar que a atribuição deste regime especial confere uma margem maior de independência em face dos desígnios da pessoa política que a instituiu.

⁴¹ “É inequívoco que a CVM, desde a sua criação, em 1976, constitui uma agência reguladora, pois foi dotada, pela Lei n.º 6.385/76, dos poderes de normatizar o mercado de valores mobiliários, de fiscalizá-lo permanentemente e de aplicar sanções administrativas aos infratores. Apenas não estava presente a característica de autonomia diante do Poder Executivo, que agora, atrabiliariamente, se lhe confere.” (Carvalho, 2002:441).

Porém, analisando as diferentes leis que introduziram as chamadas “Agências Reguladoras Independentes”, conclui-se que o principal caracter que as diferenciam das demais autarquias reside justamente na atribuição de um mandato fixo a seus dirigentes, que somente poderiam ser substituídos em casos de renúncia, condenação judicial em processo de improbidade administrativa ou mediante a instauração de processo administrativo disciplinar. Estes mandatos são fixados de forma não simultânea, para que haja uma gradual substituição de seus quadros, não permitindo que um mesmo dirigente político possa nomear a integralidade dos membros da diretoria das agências. Busca-se, assim, manter uma linha de continuidade das políticas regulatórias adotadas pelas agências.

Ao se atribuir esta estabilidade aos dirigentes da CVM, procura-se garantir que essa autarquia possa cumprir suas funções estabelecidas em lei sem ter que se submeter às injunções político-partidárias que naturalmente pautam o agir do poder executivo. Acredita-se que assim será possível tornar o agir da CVM mais eficiente, em prol do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Todo o agir da CVM deverá ser pautado pelas disposições constantes da lei que a instituiu. Ademais, permanece plenamente vigente a vinculação desta autarquia ao Conselho Monetário Nacional, que é órgão integrante da administração direta a quem cumpre estabelecer a política de organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como estabelecer a orientação a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições.⁴² A recente reforma da estrutura da CVM certamente a fortaleceu, mas ainda assim manteve a sua vinculação ao Conselho Monetário Nacional, destacando que compete aos diretores respeitar e aplicar as disposições emitidas por este, sob pena de configurar-se infração que poderá ser punida com perda da função pública, devidamente apurada mediante processo administrativo disciplinar.

A atribuição deste regime autárquico especial não pode significar que a Comissão possa agir sem qualquer possibilidade de controle por parte da Administração Pública Direta. O agir da CVM sempre terá como limite as disposições do Conselho Monetário Nacional, bem como a sua própria esfera de competência, delimitada justamente pela lei que a criou.

⁴² Cf. Lei n.º 6.385/76, artigo 3º.

3.3.2 Da Nova Formatação Das Competências da CVM e do Conselho Monetário Nacional

As reformas ocorridas em 2001 ampliaram a autonomia da CVM não apenas no que concerne à sua transformação em agência reguladora independente, mas também através da diminuição – mas não extinção – de sua vinculação direta ao Conselho Monetário Nacional. Com efeito, muitas das matérias que antes deveriam ser regulamentadas ou previamente aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional hoje são de competência direta da CVM, com o que esta adquire maior autonomia para a regulação do mercado de capitais.

Uma amostra desta alteração diz respeito às matérias constantes do artigo 18, I, da lei n.º 6.385/76, que na redação original deveriam ser regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional após a apresentação de propostas pela CVM. Com a edição das reformas, atualmente cabe à própria CVM disciplinar tais assuntos, com o que assume esta autarquia a missão de estabelecer as condições para integrar o sistema de distribuição de valores mobiliários, as condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades de mercado de balcão, Bolsas de Mercadorias e de Futuros, dentre outros assuntos. Além disso, a alteração efetuada na redação do artigo 15, §1º, também ampliou a competência da CVM, ao retirar do Conselho Monetário Nacional a competência para regulamentar as matérias ali elencadas.⁴³

Outro exemplo deste aumento da competência da CVM, com melhor definição do alcance de suas disposições, pode também ser verificado através da análise da recente Instrução CVM n.º 361, de 05 de março de 2001. Esta instrução regulamenta a questão das ofertas públicas para alienação do poder de controle acionário, atualmente disciplinadas fundamentalmente no artigo 254-A da lei n.º 6.404/76.

Primeiramente, é necessário fazer um breve histórico sobre as questões que envolvem a inclusão deste artigo 254-A na lei n.º 6.404/76 através da lei n.º 10.303/01. A redação original da Lei das Sociedades Anônimas possuía em seu artigo 254 a previsão de que deveria ser atribuído um tratamento igualitário aos sócios minoritários quando existissem operações que acarretassem a alienação do poder de controle da sociedade. Este mesmo dispositivo atribuía ao Conselho Monetário Nacional a função de estabelecer as normas que deveriam ser observadas nesse procedimento, ao passo que à CVM caberia zelar pela observância destas normas pelos atuantes do mercado. Estranhamente, porém, neste mesmo diploma normativo,

agora em seu artigo 257, §4º, subsistia a previsão de que a CVM poderia expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle. Desta forma, resta evidente que existia uma clara contradição entre estes dispositivos, não sendo possível precisar exatamente qual seria a esfera de competência de cada um dos entes mencionados na lei.

A solução que acabou sendo encontrada para este impasse foi a regulamentação deste artigo pelo Conselho Monetário Nacional – através da Resolução n.º 401 – que por sua vez delegou à CVM a atribuição de expedir normas complementares para a sua execução. Guilherme Döring da Cunha PEREIRA (1995) criticava esta solução, afirmando que a saída mais correta teria sido a atribuição destas funções diretamente à CVM, que justamente por constituir um ente com funções especializadas no mercado de capitais teria melhores condições de regulamentar este assunto.

Com a reforma ocorrida com a edição da lei n.º 9.457/97, suprimiu-se o contido no artigo 254, justamente para afastar este tratamento igualitário dado aos sócios minoritários e assim facilitar os procedimentos de alienação de controle do poder acionário. Uma vez superada esta etapa de privatizações na economia brasileira, a reforma da legislação societária em 2001 tornou a incluir na lei esta questão do tratamento (quase) igualitário para os sócios minoritários das companhias abertas quando da alienação do poder de controle acionário. Atualmente, quando se analisa o contido no artigo 254-A, da Lei das Sociedades Anônimas, é fácil perceber que se retirou do Conselho Monetário Nacional o encargo de regulamentar esta questão, que agora cabe exclusivamente à Comissão de Valores Mobiliários. Tanto é assim que foi editada a supra mencionada Instrução CVM n.º 361, materializando o exercício desta competência, que certamente encontra-se muito melhor definida na atual disciplina das sociedades anônimas abertas.

Além disso, pela análise dos dispositivos alterados na presente reforma é possível afirmar que houve um evidente cuidado em não se permitir a existência de vazios normativos, com o que determinados entes pudessem ficar à margem da regulamentação tanto da CVM quanto do próprio Banco Central ou do Conselho Monetário Nacional. Uma amostra desta preocupação do legislador é encontrada na nova redação do artigo 22, §2º, da Lei do Mercado de Capitais, que taxativamente afirma que determinadas normas expedidas pela CVM *“aplicam-se às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo*

⁴³ Trata-se, neste caso, da competência para definir os tipos de instituições que podem exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operações que poderão realizar e de serviços que poderão prestar,

Banco Central do Brasil, no que não forem conflitantes com as normas por ele baixadas.” A redação original deste dispositivo continha a expressa exclusão de tais entidades, que deveriam única e exclusivamente se pautar pelos atos normativos expedidos pelo Banco Central, em consonância com o contido na lei n.º 4.595/64 (Carvalhosa; Eizirik, 2002).

A ampliação da competência da Comissão de Valores Mobiliários também se deu pela ampliação do conceito de “valor mobiliário”. Isto porque a partir do momento que determinado título passa a ser enquadrado como valor mobiliário, imediatamente incide sobre este a esfera de competência regulatória da CVM, de forma que a sua negociação fica sujeita às disposições que regem o mercado de capitais. E é este ponto que será analisado a seguir.

3.3.3 A Ampliação do Conceito de Valor Mobiliário

A definição do que é um valor mobiliário e a definição do que vem a ser o mercado de capitais são conceitos que se interrelacionam, de forma que é impossível definir um destes sem consequentemente definir o outro. O conceito de valor mobiliário possui uma função tipicamente instrumental, servindo para delimitar um determinado espaço de intervenção estatal na Economia, uma vez que a negociação destes será submetida a uma disciplina legal específica, nos termos da lei n.º 6.385/76, sob a tutela da Comissão de Valores Mobiliários (Eizirik, 1992b).

A expressão “valor mobiliário” foi trazida do Direito Societário Francês, que faz a distinção entre *effets de commerce* e *valeurs mobilières*. Ambos seriam classificados como títulos de crédito, sendo que estes se diferenciariam daqueles à medida em que propiciariam a seu titular uma renda periódica, tendo sido emitidos em massa para propiciar a grande circulação e serem passíveis de serem negociados em bolsa. A lei francesa n.º 66.537 de 24.07.1966 trazia a delimitação expressa de quais títulos constituiriam um valor mobiliário, no caso limitados tão-somente às ações e as obrigações (debêntures) (Baptista Neto, 1975).⁴⁴

A lei n.º 6.385/76 seguiu esta orientação da lei francesa de 1966, no sentido de listar em seus dispositivos quais seriam os títulos que constituiriam valores mobiliários, sem trazer uma definição do que propriamente constituiria um valor mobiliário, facultando, porém, que o

definindo também a especialização das operações ou serviços pelas sociedades do mercado, entre outros assuntos.

⁴⁴ Entretanto, a doutrina francesa mais moderna, considerando as reformas legislativas ocorridas nas últimas décadas, vem tentando superar essa apresentação taxativa de quais são os valores mobiliários, tendo em vista a insuficiência desta definição. Para tanto, a doutrina tem-se utilizado de uma análise orgânica (através do ponto de vista do emissor) e funcional (através do ponto de vista dos mercados financeiros) dos valores mobiliários, sendo que esta primeira opção vem sendo incorporada às legislações societárias francesas (Goutay, 2000).

Conselho Monetário Nacional viesse a incluir novos títulos nesta definição⁴⁵. Da mesma forma, esta lei apresentava expressamente a ressalva de que os títulos da dívida pública de quaisquer das esferas da Federação, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras (excluídas as debêntures) não deveriam ser enquadradas na categoria de valores mobiliários.

Doutrinariamente, desenvolveu-se no Brasil o conceito de que valores mobiliários constituiriam um instrumento de captação de recursos, para o financiamento da empresa, explorados pela sociedade anônima que o emite, e que representaria, para quem o subscreve ou adquire, uma alternativa de investimento (Coelho, 2001). É indiferente o fato de tais títulos constituírem ou não títulos de crédito, uma vez que a característica preponderante é justamente o seu enquadramento à técnica de negociação em massa, seja na Bolsa, seja no mercado de Balcão. Nesse sentido, é particularmente correta a afirmação de NEWTON DE LUCCA (1999:132): “Os valores mobiliários constituem uma categoria legal e não um conceito doutrinário, para efeitos de identificação do regime a eles aplicável”.

Por sua vez, a disciplina do mercado de capitais norte-americana apresenta uma definição de *security* (expressão que possui significado semelhante, mas não exatamente correspondente aos nossos valores mobiliários) bastante ampla, de forma que este não se limita aos títulos previamente elencados na lei. Para compreender esta faceta do mercado de capitais norte-americano é necessário atentar para as características da *common law*, em que a construção jurisprudencial tem forte influência na produção de regras de conduta. A definição constante no *Securities Act* de 1933 traz apenas uma definição exemplificativa e não taxativa do que podem constituir *securities*, sendo que seus principais contornos foram sendo lapidados jurisprudencialmente pelas cortes americanas.⁴⁶

Esta experiência jurisprudencial norte-americana veio a influenciar a reforma da legislação brasileira sobre os valores mobiliários, tendo em vista a grande difusão que vinha ocorrendo em nosso país dos chamados contratos de “boi gordo”. Tratava-se de uma evidente forma de captação de poupança popular, na qual os investidores se tornavam sócios/parceiros em determinados empreendimentos rurais, sem assumir qualquer participação direta na gestão do negócio, tendo em vista a perspectiva da obtenção de lucros. Porém, esta atividade não se enquadrava entre as modalidades de valores mobiliários previstos no artigo 2º da lei n.º

⁴⁵ Cf. redação original do artigo 2º da Lei n.º 6.385/76.

6.385/76, de forma que os investidores acabavam não sendo tutelados pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. Preocupado com esta situação, o Poder Executivo editou a medida provisória n.º 1.637/98, na qual se buscou ampliar o conceito de valor mobiliário, criando no direito brasileiro a figura dos “títulos ou contratos de investimento coletivo”. Esta medida provisória veio a ser convertida na lei n.º 10.198/2001, trazendo importantes consequências para o mercado de capitais brasileiro.⁴⁷

A figura do contrato de investimento coletivo pode ser amoldada pela realidade fática, de forma que se ampliou o alcance da atuação fiscalizatória e normativa da CVM. Assim, toda vez que restar caracterizado a existência de empreendimentos que envolvam a captação de recursos junto a uma massa de investidores, sem que estes participem da gestão destes recursos, havendo a expectativa comum de lucros tanto por parte destes como do próprio empreendedor, mediante um compartilhamento dos riscos, estará configurada a existência de um contrato de investimento coletivo. Logo, o empreendedor deverá habilitar-se previamente junto à CVM para que então possa, legalmente, dar início às suas atividades. Como se vê, é um conceito bastante amplo, sendo que existem sérias dúvidas se a CVM terá condições materiais de realizar uma efetiva fiscalização dos negócios envolvidos (Verçosa, 1997).

Além disso, esta mesma lei n.º 10.198/2001 abriu espaço para que outras formas societárias emitam valores mobiliários, ao criar a figura dos “emissores de valores mobiliários”, que poderão ser (competência discricionária da CVM) compelidos a se constituir sob a forma de sociedades anônimas abertas.⁴⁸ A possibilidade criada por esta lei deve ser conjugada com a hipótese inserida na lei n.º 6.404/76, que possibilita à CVM criar diferentes graus de sociedades abertas (Carvalhosa; Eizirik, 2001), com o que poderia ser incrementado o mercado de capitais brasileiro⁴⁹.

⁴⁶ Para uma análise bastante aprofundada da evolução jurisprudencial norte-americana sobre este tema, recomenda-se a leitura do artigo do Professor Luis Gastão Paes de Barros Leães (1974).

⁴⁷ “No Brasil, até a edição da Medida Provisória n.º 1.637/98, a legislação não seguia os princípios do direito norte-americano referentes ao conceito de security. Ao contrário, percebia-se, nitidamente, a influência do direito societário francês, já que o legislador brasileiro procurava conferir à noção de valor mobiliário um caráter restrito. [...] A principal preocupação do legislador, ao editar a Lei n.º 10.198/2001, foi a de regular os contratos realizados com derivativos e commodities, e, em especial, os chamados ‘contratos de boi gordo’; desde o final de 1997, vinha a CVM defendendo a necessidade de regulamentação dos contratos de investimento lastreados em produtos agropecuários” (Carvalhosa; Eizirik, 2002:473).

⁴⁸ Cf. Lei 10.198/01, artigo 1º, §§ 1º e 2º. Ao regulamentar os contratos de “boi gordo”, através da Instrução n.º 270/98, a CVM exigiu que os emitentes se constituíssem sob a forma de sociedades anônimas.

⁴⁹ “A criação de um mercado de acesso nas Bolsas de Valores, permitindo a negociação de ações de sociedades em vias de abertura, obedecendo aos requisitos básicos da transparência, mas enfrentando uma situação menos onerosa, decorrente da simplificação burocrática e de menores custos das anuidades e até de colocação de ações, poderia ser outra fonte de desenvolvimento do mercado. [...] A legislação societária poderia abrir novas perspectivas neste sentido, complementando o atual regime de sociedades abertas pelo mercado de acesso e dando, outrossim, maior flexibilidade

Ademais, as reformas ocorridas em 2001 incluíram entre os valores mobiliários a controvertida figura dos contratos “derivativos”, que são usualmente negociados nas Bolsas de Mercadorias e de Futuros. Estas bolsas também foram incluídas sob a fiscalização da CVM. Estes dois novos aspectos do mercado de capitais brasileiro que serão analisados a seguir.

3.3.4 A Inclusão dos Contratos Derivativos e das Bolsas de Mercadorias e de Futuros sob a Competência da CVM

Para se entender a figura dos chamados “contratos derivativos” faz-se necessário apresentar um breve resumo da origem das bolsas de mercadorias e futuros, que representam o local em que se originou este tipo de negociação. Também é preciso destacar a função econômica destes mercados, apresentando, conseqüentemente, as razões que justificam a intervenção do Estado, reforçada com a edição da lei n.º 10.303/01.

Os negócios em bolsas de mercadorias estão consagrados há vários séculos, constituindo importantes centros de circulação de riquezas. A origem histórica da bolsa de mercadorias e do mercado de futuros se confundem, sendo possível dizer que estes surgem em decorrência das práticas comerciais daqueles. A origem das bolsas de mercadorias é paralela ao desenvolvimento das relações comerciais, sendo que se costuma apontar para o modelo de negociação de arroz no antigo Japão feudal como sendo a origem dos modernos mercados de contratos futuros. Afirma-se que as práticas negociais utilizadas naquele mercado específico não diferem fundamentalmente das atuais práticas do mercado de *commodities* mundial (Gorga, 1998 e CNBV, 1998a). Entretanto, será a partir da criação da *Chicago Butter and Egg Board* em 1898 que será implementado o atual modelo de bolsas de mercadorias. Esta bolsa terá sua denominação alterada para *Chicago Mercantile Exchange*, constituindo hoje um dos principais palcos de contratos futuros no mundo.

No Brasil, as bolsas de mercadorias surgem em 1917, na cidade de São Paulo, através da iniciativa de empresários ligados à exportação, comércio e agricultura, que criam a Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP). Em 1985 surge, por iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a Bolsa Mercantil & de Futuros (BM&F). A BMSP e a BM&F

e eficiência ao mercado de balcão, ao qual já aludimos. [...] Em vez de termos um único padrão de empresas abertas, conceberíamos assim, vários graus sucessivos de abertura com densidades progressivas, não colocando, necessariamente, o mercado de balcão no mesmo nível que a negociação em bolsas de valores. Haveria, assim, um anfiteatro de ações, situadas em planos distintos, com maiores ou menores requisitos e custos” (Wald, 1991).

fundem-se em 1991, passando a operar sob a denominação de Bolsa de Mercadorias & de Futuros, mantendo-se a mesma sigla BM&F. Em 1997 foi incorporada a Bolsa Brasileira de Futuros (BBF), sediada no Rio de Janeiro, o que consolidou a posição da BM&F como sendo o maior centro da América Latina de negociação de derivativos.

As bolsas de mercadorias surgiram para possibilitar a negociação de *commodities* agrícolas, visando a reduzir a margem de riscos que envolve esta atividade. Procurou-se uma maneira de conciliar os interesses dos diversos participantes do processo produtivo, quais sejam o próprio produtor, os distribuidores, consumidores, especuladores, etc. As bolsas de mercadorias permitem que sejam efetuadas negociações em que determinados agentes procuram repassar a outros os riscos da variação de preços, de forma a garantir a fixação de um preço que seja correspondente às suas expectativas de ganho.

Desta forma, o produtor da *commodity* busca garantir a venda de sua produção por um preço previamente fixado e que seja capaz de garantir o retorno financeiro do investimento que fora realizado para financiar a produção. Ou seja, o produtor busca se afastar das variações da cotação do produto que comercializa, passando a um terceiro os riscos desta incerteza que é característica marcante das economias de mercado. Da mesma forma, existem interessados na compra de determinadas mercadorias por um preço já fixado, justamente para se proteger de possíveis altas na cotação desse produto. Além disso, existem no mercado investidores dispostos a assumir os riscos que as partes desejam evitar, buscando ganhos com a valorização ou desvalorização dos produtos negociados.

Esta é uma leitura bastante simplificada dos negócios ocorridos no mercado de *commodities*, que em muito se assemelham ao mecanismo de compra e venda a termo. São estes contratos que dão origem à chamada categoria de “contratos derivativos”.

A noção do que é “derivativo” não é jurídica, sendo essencialmente econômica, e é correspondente à expressão inglesa *derivative* (Carvalhosa; Eizirik, 2001). Estes contratos recebem esse nome “derivativo” pelo fato de que a sua cotação não representa o valor do título em si, mas sempre será derivada da cotação de um outro ativo. Assim, o valor que o mercado atribui a um determinado contrato a termo de venda de mercadoria será sempre resultante da avaliação da cotação desta mercadoria no mercado a vista, avaliando-se a vantajosidade desta negociação.

Entretanto, é preciso destacar que nem todos os negócios envolvendo derivativos se enquadram neste modelo tipificado do contrato de compra e venda a termo. A experiência

histórica demonstrou que esta modalidade de contrato a termo (também conhecido como *forward contract*) não se coaduna perfeitamente com o modelo do mercado de capitais, pelas seguintes razões: 1) não são facilmente negociáveis em massa (uma vez que vinculam diretamente as partes contratantes); 2) não permitem uma padronização de suas cláusulas; 3) não permitem uma correta cotação dos seus valores que possam efetivamente refletir o valor médio praticado no mercado e, por fim; 4) por apresentarem elevado grau de inadimplemento das obrigações avençadas (Gorga, 1998).⁵⁰

Da constatação destas dificuldades, passou-se a desenvolver uma outra modalidade de contratos derivativos: os chamados “contratos futuros” (*future contracts*), em que é criada a figura da chamada câmara de compensação (*clearing house*) que passa a intermediar todas as negociações. Através deste mecanismo busca-se permitir a fungibilidade entre os contratos negociados, impondo-se a estrita padronização de suas cláusulas e o estabelecimento de garantias para a execução do contrato. Serão estas câmaras de compensação que ficarão responsáveis pelo registro, liquidação e compensação das operações financeiras, concretizando os objetivos de garantir a integridade financeira das transações a futuro (seja garantindo diretamente alguns contratos, seja através de mecanismos de depósito de margens financeiras que garantam as operações) e de permitir que as partes possam liquidar as posições assumidas mediante a liquidação por diferença (CNBV, 1998a).

Após realizada a negociação e pago o preço, as partes continuam vinculadas à cotação da mercadoria na bolsa, embora não mais estejam vinculadas entre si, mas permanecem individualmente vinculadas à câmara de compensação. Através deste modelo adotado, a partir do dia seguinte à realização do negócio no mercado futuro, surge o dever de cada uma das partes envolvidas na negociação realizar o chamado “ajuste diário” com a *clearing house*, depositando ou recebendo valores em virtude da variação das cotações.

Assim, se a mercadoria valorizou “duas unidades”, aquele que comprou é chamado à câmara de compensação para efetuar o depósito correspondente a esta valorização de duas unidades, que será repassado ao vendedor. Por sua vez, se houve a desvalorização, aquele que vendeu deve depositar o montante correspondente ao valor desta desvalorização, que será

⁵⁰ Apesar de todos estes inconvenientes, ainda subsiste no mercado este tipo de negociação, sendo porém estabelecidas margens de garantias para a execução dos contratos, ainda que não se procedam ajustes diários (Carvalhosa, Eizirik, 2001 e CNBV, 1998b).

repassado ao comprador.⁵¹

O contrato futuro é celebrado determinando-se um prazo final para a liquidação das obrigações, em que aquele que vendeu deve entregar as mercadorias transacionadas àquele que as comprou. Entretanto, antes do advento deste dia, qualquer uma das partes pode liquidar sua posição através da aquisição de uma posição contrária à que possui, ocorrendo a extinção de suas obrigações.⁵²

Isto é possível pelo fato de que as negociações no mercado futuro somente geram obrigações diretas entre as partes contratantes em dois momentos: quando da realização da transação e quando do termo do contrato (surgindo o dever de realizar a entrega física das mercadorias). Neste intervalo, todas as demais obrigações surgem com relação à câmara de compensação, que centraliza todas as operações da bolsa. Assim, antes do advento da data final do contrato, qualquer uma das partes pode assumir uma posição contrária à que possui, de tal forma que ocorre uma compensação das posições que detém. Exemplifica-se: se um investidor celebrou um contrato de entregar 20 mercadorias na data “X”, este poderá, a qualquer tempo antes do advento desta data limite, celebrar um contrato em sentido contrário (receber 20 mercadorias na data “X”), liquidando por completo as suas obrigações.⁵³

Porém, se analisarmos esta operação sob o prisma do produtor da *commodity*, seremos levados à conclusão de que os contratos futuros não são capazes, por si só, de garantir uma estabilidade nos preços negociados. Afinal, se o contrato for mantido até o término do prazo estabelecido, os ajustes diários realizados farão com que as partes acabem por receber os valores no preço da atual cotação e não na cotação estabelecida quando da realização do contrato. É desta constatação que surge a atividade de *hedging*, que são mecanismos para a redução dos riscos decorrentes da variação das cotações (Eizirik, 1981). A atividade de *hedge* consiste basicamente em assumir no mercado futuro uma posição contrária à que é detida no mercado à vista, de forma que a desvalorização de uma das posições acaba sendo compensada

⁵¹ Por tais razões, costuma-se dizer no jargão bursátil que na realização de contratos futuros, “a bolsa é compradora dos vendedores e vendedora dos compradores” (Carvalhosa; Eizirik, 2001:48 e CNBV, 1998a:202).

⁵² É importante destacar que a grande maioria dos contratos são liquidados mediante compensação e não mediante a entrega física da mercadoria, constituindo uma modalidade muito mais simples. Entretanto, afirma-se que não se pode extinguir a possibilidade de liquidação de contratos pela entrega física, pois isto acarretaria uma distorção entre os preços praticados na Bolsa de Mercadorias e o existentes na prática do mercado real (Gorga, 1998).

⁵³ Esta é uma operação que seria impossível de ser realizada em um contrato a termo, pois seria imprescindível a anuência da contra-parte no contrato para a realização de um contrato inverso para a liquidação das obrigações. A partir do momento em que se insere a *clearing house* na relação contratual, bem como se padronizam as cláusulas contratuais, este tipo de operação torna-se extremamente mais simples, pois passa a prescindir da anuência da contra-parte contratual. (Gorga, 1998).

pela valorização da outra.

A atividade de fazer *hedge* não se limita exclusivamente aos contratos futuros, mas se enquadra em qualquer das modalidades de derivativos. O *hedge* se caracteriza pela atitude do investidor, que busca contrabalançar suas posições, abdicando da possibilidade de lucros com a variação das cotações, justamente para se proteger de prejuízos que podem advir desta mesma variação (Wald; Eizirik, 1985).

A negociação com contratos derivativos teve início com as bolsas de mercadorias, sendo que com o passar dos anos este tipo de negociação foi se estendendo ao mercado de ações e ao mercado cambial, sob a especificação genérica de “mercado de futuros”. Esta modalidade de contrato pode ser feita tendo por base qualquer instrumento ou variável macro econômica, cuja incerteza de preço no futuro possa influenciar o desenvolvimento concreto de atividades produtivas (Carvalhosa; Eizirik, 2002). Surgem também novas modalidades de derivativos, como as “opções” e “*swaps*”, que por suas peculiaridades permitem uma diferente dinâmica ao mercado de capitais.

Para que esta atividade de limitação dos riscos seja concretizada, é preciso que existam agentes dispostos a assumir estes riscos. Estes são chamados de “especuladores”, constituindo um papel imprescindível ao funcionamento do mercado, porque são justamente eles que assumem os riscos que as pessoas que estão envolvidas na atividade produtiva não desejam enfrentar. O mercado de capitais não deve existir em função destes especuladores, mas também não pode prescindir de sua atuação. Não é novidade que sejam freqüentes as críticas aos especuladores, que muitas vezes acabam por tornar o mercado de capitais como um fim em si mesmo. O professor WALD (1991), que já foi inclusive presidente da Comissão de Valores Mobiliários, reconhece que “em determinados momentos, os mercados de opções e de futuros chegaram a sofrer certas distorções, deixando de exercer uma função complementar de garantia (*hedging*) em relação ao mercado à vista, para criar um clima de pura especulação, sem qualquer vantagem para as empresas que abriram seu capital e participam do mercado.”

É neste ponto que se revela a importância da atuação do Estado para regular este mercado e evitar que existam estas distorções, que retiram o foco da atividade produtiva, direcionando-o para a mera especulação financeira. Existe uma evidente captação de poupança popular, com sensíveis conseqüências práticas na economia nacional. O que não

pode acontecer é que este mercado fique em uma espécie de “limbo jurídico”⁵⁴, ficando à margem da regulação por parte do Banco Central ou da Comissão de Valores Mobiliários.

Assim, muito embora desde meados dos anos oitenta existissem algumas resoluções do Conselho Monetário Nacional sobre esta matéria, ainda não existia entre nós uma disciplina legal sistemática sobre as operações realizadas nos mercados de ativos financeiros de *commodities* (Eizirik, 1981). Por conseguinte, a edição da lei n.º 10.303/01 veio a trazer a expressa indicação de que compete à CVM fiscalizar e regulamentar estes mercados. Os contratos derivativos passaram a constar expressamente do texto legal como sendo valores mobiliários, com o explícito objetivo de sujeitar a sua negociação e emissão às regras da CVM.

As razões que motivaram esta classificação certamente levaram em conta muito mais aspectos práticos do que aspectos teóricos, buscando-se simplesmente encaixá-los sob a competência da Comissão de Valores Mobiliários. Os contratos futuros não se enquadram na noção de valores mobiliários que vinha sendo desenvolvida no Brasil, nem mesmo se considerarmos a abrangente figura dos contratos de investimento coletivo. Antes mesmo da edição da lei n.º 10.303/2001, assim já se manifestava ROCHA GORGA (1998:202-203):

[...] a despeito da disciplina e fiscalização dos mercados futuros ser indispensável para o seu bom funcionamento, [...] percebe-se que os contratos futuros não podem ser tomados como valores mobiliários. Contratos futuros não são destinados à captação de recursos públicos. Não tratam de aplicação junto a terceiro que irá gerir qualquer empreendimento. As partes possuem controle total sobre as posições contratuais assumidas, são partes de um contrato de compra e venda a termo, diferenciado somente por possuir cláusulas preestabelecidas pela bolsa e mecanismos financeiros que visam propiciar o desvincilhamento de posições através da compensação jurídica a fim de consecução de cobertura econômica.

Esta autora conclui que o mais acertado seria a atribuição desta competência para o Banco Central. Por fim, é importante destacar que até mesmo nos Estados Unidos, ao lado da *Securities and Exchange Commission* existe a *Commodity Futures Trading Commission*, justamente pelo fato de que nem mesmo o abrangente conceito de *security* é capaz de englobar os contratos desenvolvidos no mercado de futuros. Na França, este mesmo entendimento se repete, uma vez que somente podem ser considerados valores mobiliários os títulos emitidos por decorrência de uma lógica de financiamento de uma atividade econômica, o que acaba excluindo os contratos derivativos (Goutay, 2000).

Ao se atribuir esta competência à CVM, ignora-se esta classificação teórica em virtude

⁵⁴ A expressão não é minha, pertence aos autores Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2002:482).

da ponderação de que esta autarquia terá melhores condições de fiscalizar estes mercados. Com isso, automaticamente as Bolsas de Mercadorias e de Futuros passaram a incluir sistema de distribuição de valores mobiliários, com o que também passam a se submeter à fiscalização e subordinação aos preceitos emanados por esta Comissão. A inclusão dos contratos derivativos e das bolsas de mercadorias e futuros apenas reforça o objetivo principal da reforma, que era justamente fortalecer a CVM e eliminar possíveis vazios normativos, com a esperança de que assim possa ser fortalecido o mercado de capitais no Brasil.

4. CONCLUSÃO – QUESTÕES PENDENTES E NOVAS PERSPECTIVAS DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Apesar de todas estas mudanças, ainda subsistem alguns temas que mereceriam um tratamento mais acurado por parte do legislador. Outros temas conexos não tratam propriamente de mudanças na legislação, mas sim de alterações macroeconômicas que venham a prestigiar o mercado acionário brasileiro.

Primeiramente, é preciso destacar que, apesar do evidente fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários, ainda assim foram mantidas no corpo da lei n.º 6.385/76 algumas atribuições ao Conselho Monetário Nacional para dispor sobre determinadas matérias relativas ao mercado de capitais (Carvalho; Eizirik, 2002).⁵⁵

Da mesma forma, não houve alteração quanto à não atribuição de legitimidade ativa para a CVM propor ações civis públicas visando à obtenção de indenizações decorrentes da prática de atos ilícitos no âmbito do mercado de capitais, hoje atribuída ao Ministério Público nos termos da lei n.º 7.913/89⁵⁶. Este fato certamente contribuirá para que continue a inexistir no Brasil uma cultura de recorrer-se ao Judiciário para a resolução de problemas relacionados às sociedades anônimas abertas⁵⁷, sendo certo que em outros países, como nos Estados Unidos, “a evolução da regulação [do mercado de capitais] está profundamente ligada ao desenvolvimento crescente das ações judiciais” (Eizirik, 1977).

Não obstante estas ressalvas, pode-se dizer que a Comissão de Valores Mobiliários saiu bastante fortalecida com a edição das reformas em sua estrutura no ano de 2001. É possível falar que o modelo brasileiro de regulação do mercado de capitais apresenta um arcabouço institucional muito bem estruturado, que é pressuposto indispensável para o desenvolvimento do mercado de capitais. A reforma ampliou a autonomia da CVM e criou mecanismos para que esta possa atuar de forma mais célere e efetiva, como o que se fortalece a confiança dos investidores no incipiente mercado de capitais brasileiro.

Também não se deve ignorar a realidade brasileira, na qual a falta de recursos é a

⁵⁵ Estes autores afirmam que a manutenção de tais atribuições é indevida, pois contraria a tendência de se ampliar a autonomia de atuação da CVM.

⁵⁶ Diferentemente do que ocorre nos EUA, em que a SEC pode propor ações civis visando a obter provimentos jurisdicionais que proibam determinados atos dos infratores, afastem-nos de seus cargos e obriguem-nos a depositar em juízo os lucros indevidamente obtidos (Eizirik, 1977).

⁵⁷ Neste sentido, ver Osmar Brina Corrêa Lima (1999:99): “A rigor, ainda não se pode falar na existência de uma jurisprudência brasileira sobre o mercado de valores mobiliários. Na verdade, até mesmo a jurisprudência sobre a

tônica da Administração Pública. Assim, de nada adiantará essa recente reforma legislativa se continuar a existir a continuada escassez de verbas que comprometem a efetiva fiscalização das atividades desenvolvidas no mercado de capitais. Não é possível falar-se em autonomia funcional quando não existe autonomia financeira, ficando evidente que a falta de recursos vem impedindo a renovação do quadro de funcionários e uma atuação efetiva e eficaz nas novas áreas sob a competência desta autarquia (Carvalhosa; Eizirik, 2002). Hoje, passados mais de vinte e cinco anos da edição da lei n.º 6.385/76, a CVM conta com o mesmo número de funcionários desde a sua fundação, sendo porém responsável por fiscalizar um mercado muitas vezes maior (Ministério da Fazenda, 2003).

Apesar de todas essas deficiências externas, a CVM sempre foi reconhecida como um modelo de eficiência no desempenho de suas funções regulatórias. Suas limitações seriam externas à sua estrutura, sendo relacionadas principalmente com a concepção do empresariado brasileiro que privilegia a idéia de propriedade não funcionalizada, que não reconhece a necessidade de produção de lucro e sua distribuição aos acionistas (Justen Filho, 2002).

É neste momento que se percebe que o fortalecimento da CVM é benéfico para o desenvolvimento do mercado de capitais, mas não é suficiente, por si só, de garanti-lo. Existem outros fatores que também são imprescindíveis para o fortalecimento do mercado de capitais e não dizem respeito à estrutura e às funções da CVM, sendo porém intimamente relacionados. Assim, de nada adianta um complexo aparato estatal se não existe uma política que privilegie os investimentos na atividade produtiva, quando se constata que é muito mais rentável manter-se o capital investido em atividades meramente especulativas, financiando o *déficit* público crônico que marca o Estado Brasileiro. Os mesmos problemas que eram apontados há mais de dez anos continuam presentes: é necessário direcionar os recursos da poupança para atividades produtivas, ao invés de continuar a mantê-los em operações financeiras de curto prazo (Wald, 1991).

Concordamos, também, com a posição expressada por WALD (1991), para quem o desenvolvimento do mercado acionário deverá ser focado na relação empresa-acionistas, relegando-se para um plano secundário – sem contestar a sua imprescindibilidade – toda a sistemática de negociação em Bolsa. Afinal, é importante que haja um cuidado muito grande para que a negociação em bolsa não se desvincule e abstraia aspectos concretos da vida da

sociedade anônima, se comparada com aquela formada sobre a sociedade por cotas de responsabilidade limitada, os títulos de créditos, a falência e a concordata, por exemplo, mostra-se de pobreza franciscana.”

empresa, sob pena de se transformar num verdadeiro cassino, onde a negociação de índices e de cesta de índices não apresenta nenhuma relação efetiva e construtiva com as empresas e suas necessidades econômico-financeiras.

Obviamente, o desenvolvimento do mercado de capitais não constituirá a panacéia de todas as mazelas do subdesenvolvimento do Brasil. Poderá, porém, constituir importante ferramenta para o incremento da atividade produtiva nacional, colaborando para a produção e circulação de riquezas, com o que poderá ocorrer uma melhor distribuição da renda por entre os brasileiros, em busca da realização dos ideais de dignidade da pessoa humana preceituados em nossa Constituição. É um ideal utópico, mas que deve pautar todo o agir estatal, não podendo ser esquecido quando se trata de regular o mercado de capitais brasileiro.

BIBLIOGRAFIA

1. ALVARENGA, Maria I. de. Adequação das Funções Legais da Comissão de Valores Mobiliários à Realidade Brasileira. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 105, p.144-158, Janeiro-Março de 1997.
2. BAPTISTA NETO, José. O projeto de Lei que institui a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 20, p. 111-114, 1975.
3. BARROSO, Luis Roberto. Da constitucionalidade do projeto de lei 3.115/97. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 16, p. 199-210, Abril-Junho de 2002.
4. BLACK, Bernard. Strengthening Brazil's Securities Markets. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 120, p. 41-55, Outubro-Dezembro de 2000.
5. BULGARELLI, Waldírio. O anteprojeto da CVM para a reforma da lei de sociedades por ações brasileira. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 86, p. 58-62, Abril-Junho de 1992.
6. CAMPOS, Roberto. O governo Castelo Branco. In: _____. *A lanterna da popa: memórias*. Rio de Janeiro: Top Books, 1994, Capítulo XII, p.650-681.
7. CANTIDIANO, Luiz L. Regulação e Desenvolvimento do Mercado de Capitais. In: _____. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 23-29.
8. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2001.
9. CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 525-551.
10. COELHO, Fábio U. *Curso de Direito Comercial*. 4ª Edição Revista e Atualizada. São Paulo: Saraiva, 2001. Volume 2.
11. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre governança Corporativa*. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em 04 de setembro de 2003.
12. COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. *Mercado de Capitais*. 4ª Edição Revista e Ampliada. Belo Horizonte: CNBV, 1998a.
13. _____. *Seminário Bolsas de Valores: Modalidades Operacionais – Os mercados derivativos*. Rio de Janeiro: CNBV, 1998b.

14. COMPARATO, Fábio K. "Insider Trading": sugestões para uma moralização do nosso mercado de capitais. In: _____. *Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978a, p. 3-15.
15. _____. O indispensável direito econômico. In: _____. *Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978b, p. 453-472.
16. COSTA, Roberto T.; SPINOLA, Luiz. Distribuição de Valores Mobiliários requer atenção. *Valor Econômico*, São Paulo, 26 de julho de 2002, Caderno EU&, p. 16/17.
17. EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
18. _____. Aspectos jurídicos dos mercados futuros. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º81, p. 22-35, Janeiro-Março de 1981.
19. _____. Emissão Pública de Valores Mobiliários. In: _____. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992a, p. 3-26.
20. _____. O conceito de Valor Mobiliário e o Alcance da Lei n.º 7.913/89. In: _____. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992b, p. 147-164.
21. _____. Negócio Jurídico de Hedging. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 90, p. 13-22, Abril-Junho de 1993.
22. _____. "A urgente reforma da Lei n.º 6.385/76" *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 98, p. 58-62, Abril-Junho de 1995.
23. _____. *Reforma das S.A. e do Mercado De Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
24. FALLA, Fernando G. La actividad administrativa de fomento. In: _____. *Tratado de Direito Administrativo*. Madrid: Instituto de Estudios Politicos, 1962, Volume II, Capítulo VI, p. 252-276.
25. FARIA, Guiomar T. E. Valores Mobiliários no Direito Brasileiro e no Direito Comparado. *Revista da Faculdade de Direito da UFRGS*. Porto Alegre, v. 9, n.º 1, p. 94-103, Novembro de 1993.
26. FERREIRA, Luiz E. M. As Bolsas de Valores no Brasil. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 86, p. 45-57, Abril-Junho de 1992.
27. GORGA, Érica C. R. A importância dos Contratos a futuro para a economia de mercado. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 112, p. 157-248, Outubro-Dezembro de 1998.
28. GOUTAY, Philippe. O conceito de Valor Mobiliário. Tradução de Rogério Acquarone. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 8, p. 229-240, Abril-Junho de 2000.
29. JUSTEN, Marçal. *O Direito das Agências Reguladoras Independentes*. São Paulo: Dialética, 2002.

30. LEÃES FILHO, Luiz Gastão. Derivatives's Suitability. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 102, p. 5971, Abril-Junho de 1996.
31. LEÃES, Luiz G. P. B. O conceito de "security" no direito norte americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 14, p. 41-60, 1974.
32. LEMOALLE, Edouard. Da reforma do Direito Societário Francês. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 15, p. 249-254, Abril-Junho de 2002.
33. LIMA, Osmar Brina Corrêa, "O conceito de Valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano". In: CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. *Cadernos do Centro de Estudos Judiciários do Conselho da Justiça Federal*, n.º 15, 1999.
34. LOSS, Louis. O papel do governo na proteção dos investidores (trad. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo). *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 58, p. 71-87, Abril-Junho de 1985.
35. LUCCA, Newton. As Bolsas de Valores e os Valores Mobiliários. In: CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. *Cadernos do Centro de Estudos Judiciários do Conselho da Justiça Federal*, n.º 16, 1999.
36. MARREY NETO, José A. CVM – Edital de Audiência Pública – Processo administrativo Sancionador. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 18, p. 28-40, Outubro-Dezembro de 2002.
37. MEDUAR, Odete. *Direito Administrativo Moderno*. 6ª Edição Revista e Atualizada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.
38. MELLO, A. B. de. Natureza Jurídica das Autarquias (I): - Definição. In: _____. *Natureza e Regime Jurídico das Autarquias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, Capítulo VI, p. 203-299.
39. _____. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores. *Revista de Direito Público*, São Paulo, n.º 81, p. 217-222, Janeiro-Março de 1987.
40. MINISTÉRIO DA FAZENDA. Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários. Gerência de Ana Maria da França Martins Brito. *Relatório Anual de Avaliação – Plano Plurianual 2000-2003 – Exercício 2002*. Disponível em <http://www.camara.gov.br/internet/comissao/index/mista/orca/ppa/PPA2000-2003/ppa_rel_aval/008_Fazenda.PDF>. Acesso em 04 de setembro de 2003.
41. MOREIRA, Egon B. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários: Considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas "Agências Administrativas". *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 6, p. 106-122, Setembro-Dezembro de 1999.
42. MOREIRA, Vital. *A mão visível – Um marco regulatório: A Lei Sarbanes Oxley*. Disponível em <www.fd.uc.pt/cedipre/revista/02/Lei%20Sarbanes-Oxley.pdf>. Acesso

em 04 de setembro de 2003.

43. MUNIZ, Petrônio R. G., “A competência da Comissão dos [sic] Valores Mobiliários” In: CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. *Cadernos do Centro de Estudos Judiciários do Conselho da Justiça Federal*, n.º 15, 1999.
44. OLIVEIRA, Miguel D. de. *Introdução ao Mercado de Ações: O que é. Para que serve. Sua importância para o Brasil*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: CNBV, 1980.
45. PARENTE, Norma. A regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 18, p. 247-249, Outubro-Dezembro de 2002.
46. PAULIN, Luiz A. Evolução do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 17, p. 76-89, Julho-Setembro de 2002.
47. PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do Poder de Controle Acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.
48. REQUIÃO, Rubens. Considerações sobre o projeto de criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 20, p. 101-109, 1975.
49. ROCHA, Bolívar B. M. R. O poder normativo de órgãos da administração – O caso da comissão de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 64, p. 47-69, Outubro-Dezembro de 1986.
50. SALLES, Marcos P. de A. Os valores mobiliários na lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil*, n.º 107, p. 123-128, Julho-Setembro de 1997.
51. _____. Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, n.º 108, p. 101-115, Outubro-Dezembro de 1997.
52. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2002.
53. SAMPAIO, Francisco J. M. Mercados Derivativos: aspectos jurídicos e suas semelhanças e dessemelhanças com o jogo e com a aposta. *Revista de Direito Civil*, São Paulo, n.º 9, p.107-118, Janeiro-Março de 2002.
54. SCHROEDER, Marcos M. Sarbanes-Oxley Act of 2002: Nota a respeito da remodelação da legislação federal norte-americana sobre valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 17, p. 237-243, Julho-Setembro de 2002.
55. SENADO FEDERAL. Anais da Discussão do Projeto de Lei da Câmara n.º 23, de 2001. *Diário do Senado Federal*, Brasília, 20 de setembro de 2001, p. 22327-22340. Disponível em <<http://www.senado.gov.br/web/cegraf/pdf/19092001.pdf>>. Acesso em 04 de setembro de 2003.

56. SILVA, José A. da. Da Inconstitucionalidade dos artigos 5º e seguintes do Projeto de Lei 3.115. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, n.º 15, p. 223-225, Abril-Junho de 2002.
57. VERÇOSA, Haroldo M. D. As alterações da legislação societária e de mercado de capitais e suas implicações quanto à CVM. In: *Reforma da Lei das sociedades por ações*. Org. Guazzelli, Roberto, São Paulo: Pioneira, 1998.
58. _____. Negócios com opções: a opção flexível. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 144, p. 63-67, Abril-Junho de 1999.
59. _____. A CVM e os Contratos de Investimento Coletivo (“Boi Gordo” e outros). *Revista de Direito Mercantil*, n.º 108, p. 91-100, Outubro-Dezembro de 1997.
60. WALD, Arnoldo. Dez anos de vigência da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 62, p. 5-11, Abril-Junho de 1986.
61. _____. A reforma da Lei das Sociedades por ações. *Revista do Advogado*, São Paulo, n.º 52, Fevereiro de 1998.
62. _____. Os instrumentos de Modernização do Mercado de Capitais em 1991 e o fortalecimento das Empresas. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, n.º 82, p. 5-12, Abril-Junho de 1991.
63. WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. Das funções econômicas dos mercados a termo e do Projeto de Código Civil. *Revista de Informação Legislativa*, n.º 86, p. 323-330, Abril-junho de 1985.