



Julio Ramalho Dubeux

**A Comissão de Valores Mobiliários e os
principais instrumentos regulatórios do
mercado de capitais brasileiro**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Teoria do Estado e Direito Constitucional do Departamento de Direito da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Alejandro Bugallo Alvarez

**Rio de Janeiro
Agosto de 2005**



Julio Ramalho Dubeux

**A Comissão de Valores Mobiliários e os
principais instrumentos regulatórios do
mercado de capitais brasileiro**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Teoria do Estado e Direito Constitucional do Departamento de Direito da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Alejandro Bugallo Alvarez

Orientador

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof. Ana Lúcia de Lyra Tavares

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof. José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida

Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro –
UNIRIO

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do Centro de Ciências
Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 11 de agosto de 2005.

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Julio Ramalho Dubeux

Graduou-se em Direito na UFPE (Universidade Federal de Pernambuco) em 2000. É Procurador Federal (Advocacia Geral da União) na Comissão de Valores Mobiliários desde agosto de 2002.

Ficha Catalográfica

Dubeux, Julio Ramalho

A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro / Julio Ramalho Dubeux; orientador: Alejandro Bugallo Alvarez – Rio de Janeiro: PUC; Departamento de Direito, 2005.

v., 96 f.: il.; 29,7 cm

1. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito.

Inclui referências bibliográficas.

1. Direito – Teses. 2. Direito Regulatório. 3. Comissão de Valores Mobiliários. 4. Mercado de Capitais. 5. Sociedades Anônimas. 6. Ações. 7. *Disclosure*. I. Alejandro Bugallo Alvarez. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Direito. III. Título.

Dedico a dissertação a todos os colegas de
trabalho da CVM.

Agradecimentos

Ao meu orientador Alejandro Bugallo Alvarez, por estar sempre disponível para enriquecer o meu trabalho.

À Pós-Graduação do Departamento de Direito, pela oportunidade ímpar de estudar na Puc-Rio.

Aos meus pais, por me ensinarem a ler o mundo.

Aos meus irmãos, pela amizade incondicional.

A Pamella Pires, pelo carinho e apoio.

A Frederico e Fernando Ramalho, meu porto carioca.

Aos amigos e professores da Faculdade de Direito do Recife, berço da minha formação.

A Marcelo Neves, Sady Torres e João Maurício Adeodato, pela confiança.

Aos colegas do Mestrado, especialmente Carlos Bruno Ferreira da Silva, Paulo Ricardo Ferrari Sabino e Maria Izabel Cardozo, que me acolheram intelectual e afetivamente no Rio.

Aos Procuradores Federais da CVM, com quem pude discutir sobre o tema repetidamente.

A Marilena e demais bibliotecários da CVM, pela ajuda e compreensão.

Aos Diretores Wladimir Castelo Branco, Norma Parente e Sergio Weguelin, pelas oportunidades de aprendizado.

A Jurandir Freire Costa, meu interlocutor nesta Cidade Maravilhosa.

RESUMO

Dubeux, Julio Ramalho; Alvarez, Alejandro Bugallo (Orientador). **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Rio de Janeiro, 2005. 96 p. Dissertação de Mestrado. Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

As últimas décadas têm se caracterizado pela intervenção estatal na economia mediante a atuação de diversas entidades administrativas reguladoras. A presente dissertação tem por objetivo analisar a estrutura legal da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e os principais instrumentos usados para a regulação do mercado de capitais brasileiro. Seguindo o modelo regulatório norte-americano, a CVM possui desenho institucional de entidade reguladora independente. A regulação que ela estabelece segue os princípios da política de *disclosure*. Para cumprir o seu papel, a CVM se vale de instrumentos regulatórios de natureza normativa, executiva e judicante. O estudo sugere que a credibilidade e a eficiência do mercado de capitais brasileiro dependem, em grande medida, da capacidade da CVM de conduzir a regulação do mercado.

PALAVRAS-CHAVE

Direito Regulatório. Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de Capitais. Sociedades Anônimas. Ações. *Disclosure*.

ABSTRACT

Dubeux, Julio Ramalho: Alvarez, Alejandro Bugallo (Advisor). **Brazilian Securities and Exchange Commission and the main legal instruments used to regulate Brazilian capital market.** Rio de Janeiro, 2005. 96 p. MSc. Dissertation. Law Department, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The last decades have been characterized by state intervention in the economy through the activities of various regulatory administrative entities. This dissertation aims to analyze the legal structure of Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) and the main instruments used to regulate Brazilian capital market. Following the North-American regulatory model, CVM is established as an independent regulatory entity. The regulation that it enacts follows the principles of disclosure policy. To fulfill its mission, CVM makes use of legislative, executive and adjudicatory regulatory instruments. This study suggests that credibility and efficiency of Brazilian capital market depend, largely, on the ability of CVM to conduct market regulation.

KEYWORDS

Regulatory Law. Brazilian Securities and Exchange Commission. Capital Market. Corporations. Shares. Disclosure.

SUMÁRIO

1. Introdução	9
2. A regulação do mercado de capitais brasileiro	14
2.1. Pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade	16
2.2. A Constituição de 1988	19
2.3. Objetivos da regulação do mercado de capitais	24
2.4. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	28
2.5. A importação do modelo regulatório norte-americano	31
2.5.1. A criação da <i>Securities and Exchange Commission (SEC)</i>	32
2.5.2. A política de <i>disclosure</i> : a tutela do investidor através da informação	36
3. Instrumentos Normativos da CVM	42
3.1. Registro de companhia aberta	45
3.2. Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários	53
4. Instrumentos Executivos da CVM	60
4.1. Instrumentos executivos <i>lato sensu</i>	60
4.2. Adiamento e interrupção de assembléia geral de companhia aberta	68
5. Instrumentos Judicantes da CVM	75
5.1. Processo administrativo sancionador	76
5.2. Termo de compromisso	83
6. Conclusão	87
7. Referências bibliográficas	91

INTRODUÇÃO

O tema desta dissertação decorre da pertinência de se aprofundar o estudo da regulação estatal sobre a economia. A preocupação se justifica, na medida em que, nas últimas décadas, o papel do Estado mudou sensivelmente, sobretudo no Brasil. Aqui, temos assistido ao Estado brasileiro deixar gradualmente de se apresentar como Estado-empresário, tornando-se cada vez mais um Estado regulador da atividade econômica.¹

Dentre os vários campos da regulação econômica empreendida pelo Estado brasileiro, escolhemos, por algumas razões, estudar a regulação do mercado de capitais. Primeiro, porque na regulação desse setor econômico, tanto no Brasil quanto nos países que têm mercado de capitais mais desenvolvido, o Estado se apresenta como um agente regulador por excelência. Segundo, porque a regulação desse mercado tem visceral relação com as grandes empresas, estas que são as principais protagonistas da economia contemporânea, na absoluta maioria das vezes constituídas sob a forma de sociedade anônima.² Terceiro, porque a experiência internacional mostra forte correlação entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais, o que nos faz pensar que o desenvolvimento do mercado brasileiro pode constituir fator importante para o desenvolvimento nacional.³

Finalmente, ainda para justificar a escolha do tema, destacamos que o mercado de capitais brasileiro encontra-se em período singular da sua história. Inobstante as dificuldades para o seu pleno desenvolvimento, nos últimos anos se verificou sensível aumento do volume de recursos transacionados no mercado bursátil, assim como sensível aumento do volume de recursos captados mediante oferta pública de distribuição de valores mobiliários.⁴ São fatos positivos decorrentes da relativa e recente estabilidade da economia brasileira, mas devidos

¹ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 74.

² Comparato, Fabio Konder, *Aspectos Jurídicos da Macro-empresa*, 1970, p. 5.

³ Novaes, Ana, *Mercado de capitais: lições da experiência internacional*, p. 33.

⁴ Segundo o *Relatório de Gestão 2004 da CVM*, o volume negociado na bolsa de valores (Bovespa) em 2004 chegou a R\$ 304 bilhões, com aumento de quase 49% em relação a 2003. Ainda segundo o *Relatório*, as emissões primárias de ações totalizaram R\$ 6,1 bilhões em 2004, sendo o maior volume observado desde 1996.

também ao amadurecimento e à consolidação da regulação desenvolvida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que aqui será abordada.

Entenderemos por mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários — expressões que aqui utilizaremos indistintamente — o segmento do sistema financeiro em que atuam as companhias abertas, isto é, as sociedades anônimas que têm títulos admitidos à negociação em ambiente público (bolsas de valores e mercado de balcão), além dos diversos agentes que atuam no entorno dessas empresas, como as sociedades corretoras, os bancos de investimento, as empresas de auditoria, os consultores de investimentos e os próprios investidores.

Valemo-nos, nesse ponto, da lição de Nelson Eizirik⁵, que conceitua o mercado de valores mobiliários como subsistema do mercado financeiro “em que são realizadas operações que não têm a natureza de negócios creditícios, mas que visam canalizar recursos para as empresas, basicamente através do capital de risco, mediante a emissão e distribuição pública de ações.”

Embora a última reforma legal (Lei 10.303/01) sobre o mercado de capitais tenha ampliado significativamente o conceito de valores mobiliários⁶ — ampliando por conseqüência o próprio conceito de mercado de capitais —, delimitaremos o objeto de estudo à regulação da CVM sobre as companhias abertas e sobre as ações por elas emitidas. As ações, como se sabe, são o clássico valor mobiliário de emissão das sociedades anônimas. Por imposição metodológica, deixaremos de lado a regulação sobre a emissão de outros valores

⁵ Eizirik, Nelson, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, 1997, p. 136. A conceituação leva em conta apenas as ações emitidas pelas companhias, desconsiderando portanto títulos creditícios como, por exemplo, as debêntures. O autor esclarece ainda que: “Enquanto nas operações bancárias típicas são efetivadas negociações de financiamento, no mercado de valores mobiliários ocorrem negócios de participação, uma vez que o retorno do investimento por parte do aplicador (acionista) está diretamente relacionado à lucratividade da empresa emissora de títulos. No mercado de capitais ocorrem operações de lançamentos de novos valores mobiliários (mercado primário) e de transferência de tais títulos entre os investidores nas Bolsas de Valores ou no Mercado de Balcão (operações de mercado secundário).”

⁶ Até a edição da Lei 10.303/01, que modificou a Lei 6.385/76, os valores mobiliários eram basicamente os títulos emitidos pelas sociedades anônimas, destacando-se: ações, debêntures e bônus de subscrição. A mudança legislativa ampliou significativamente o rol de valores mobiliários, destacando-se dentre os novos: cotas de fundos de investimento, contratos futuros, opções, contratos derivativos, cotas de clube de investimento, contratos de investimento coletivo. Ampliou também o rol de emissores de valores mobiliários, hoje não mais restrito às sociedades anônimas. Merece destaque que os contratos de investimento coletivo representam a importação do conceito norte-americano de *security*, construído pela jurisprudência da Suprema Corte a partir dos *investment contracts*. Para maiores informações, vide Chediak, Julian, *A reforma do mercado de valores mobiliários*, 2002, pp. 525-551.

mobiliários, como debêntures, bônus de subscrição, cotas de fundos de investimento, contratos futuros.

A proposta do trabalho consiste em estudar os principais instrumentos regulatórios utilizados pela CVM no seu mister de agente regulador do mercado de capitais. A análise, entretanto, pressupõe que primeiramente contextualizemos histórica e juridicamente a regulação a cargo da entidade reguladora.

No Capítulo 2, identificaremos o contexto histórico da regulação econômica do Estado, distinguindo os períodos a que chamamos de pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade. Em seguida, apontaremos as normas constitucionais que fundamentam a atividade de regulação do mercado de capitais brasileiro. Nossa intenção é situar a atividade regulatória da CVM no modelo constitucional brasileiro, a cujos objetivos, evidentemente, a entidade reguladora está vinculada. Para tanto, nos valem em especial de classificações fornecidas por Luís Roberto Barroso⁷ e Eros Roberto Grau⁸. Entendemo-las úteis aos objetivos do trabalho, na medida em que representam bem o objeto analisado, tornando-o mais compreensível.⁹

Além disso, ainda no segundo Capítulo, discorreremos sobre os objetivos da regulação do mercado de capitais, fazendo remissão, sempre que necessário, à doutrina e à Lei 6.385/76, diploma legal que instituiu a CVM. Parece-nos claro que o conhecimento das finalidades gerais perseguidas pela entidade reguladora é imprescindível para a compreensão dos instrumentos regulatórios tratados nos Capítulos seguintes. Trataremos também da estrutura institucional da CVM, destacando sua natureza jurídica, sua composição, bem como suas novíssimas características de agência reguladora. Destacaremos ainda que o modelo regulatório brasileiro é resultado da importação da regulação norte-americana, que desde a década de 1930 se baseia na atuação da *Securities and Exchange Commission (SEC)* e na política de *disclosure*.

A partir das premissas assentadas no Capítulo 2, passaremos então a analisar detidamente os principais instrumentos regulatórios de que faz uso a CVM no seu propósito regulatório. Decerto, inúmeros instrumentos regulatórios

⁷ Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*, 2003, pp. 271-306.

⁸ Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004.

⁹ *Ibid*, p. 84: “As classificações, como observei anteriormente, não são verdadeiras ou falsas, porém úteis ou inúteis. Prestando-se uma delas a apresentar ou representar determinado objeto de modo a torná-lo compreensível, nos aspectos que se queira indicar, útil resultará.”

deixarão de ser objeto da Dissertação, pois apenas os mecanismos que a nosso ver constituem a essência da CVM serão estudados. Se por um lado o corte metodológico tornará o trabalho incompleto, acreditamos por outro lado que ele é uma imposição da pesquisa científica.¹⁰

Para melhor sistematizar a nossa análise, os instrumentos regulatórios serão agrupados consoante sua proximidade, maior ou menor, com as funções materiais clássicas atribuídas ao Estado (normativa, executiva e judicante). Trata-se de nova classificação por nós sugerida. É de se alertar que, no dia-a-dia da regulação da CVM, os instrumentos normativos, administrativos e judicantes são indissociáveis. Funcionam em conjunto, e não isoladamente. Os autores geralmente classificam as atividades da CVM com base em outros critérios. José Edwaldo Tavares Borba¹¹ ensina que a CVM tem funções fiscalizadora, regulamentar, registrária, consultiva e de fomento. Marcelo Trindade¹², por sua vez, discorre sobre as funções de regulamentação, de fiscalização e sancionadora. Alejandro Bugallo Alvarez¹³, por fim, trata das funções regulamentar, de fiscalização, de investigação e sancionadora.

A classificação por nós proposta permite, a nosso sentir, maior clareza quanto à atuação da CVM. Ademais, é mais adequada às lições contemporâneas de direito administrativo econômico, que sempre destacam uma característica comum no desenho institucional das entidades reguladoras: a atribuição de um rol de competências híbridas, de natureza normativa, executiva e judicante. Conforme notam Alexandre Aragão¹⁴, Diogo de Figueiredo¹⁵ e Marcos Juruena¹⁶, a gama de poderes administrativos diversificados atribuídos às entidades é ao mesmo tempo uma decorrência e uma imposição da regulação de mercados cada vez mais

¹⁰ Eco, Umberto, *Como se faz uma tese*, 1999, pp. 5-10: “Com efeito, elaborar uma tese significa: (1) identificar um tema preciso; (2) recolher documentação sobre ele; (3) pôr em ordem estes documentos; (4) reexaminar em primeira mão o tema à luz da documentação recolhida; (5) dar forma orgânica a todas as reflexões precedentes; (6) empenhar-se para que o leitor compreenda o que se quis dizer e possa, se for o caso, recorrer à mesma documentação a fim de retomar o tema por conta própria. (...) Em suma, recordemos este princípio fundamental: quanto mais se restringe o campo, melhor e com mais segurança se trabalha. Uma tese monográfica é preferível a uma tese panorâmica. É melhor que a tese se assemelhe a um ensaio do que a uma história ou a uma enciclopédia.”

¹¹ Borba, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 2003, p. 155.

¹² Trindade, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, 2002, p. 307.

¹³ Alvarez, Alejandro Bugallo, *A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?*, 1993, p. 11.

¹⁴ Aragão, Alexandre Santos de, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, 2004, p. 316.

¹⁵ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 149.

¹⁶ Villela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2005, pp. 25-71.

complexos e especializados. Com efeito, não há que se falar em regulação eficiente, sem que a entidade reguladora tenha o poder de estabelecer regras gerais para o mercado que regula; da mesma forma, não há regulação eficiente sem que a entidade reguladora tenha o poder de fiscalizar o cumprimento das normas; finalmente, não há eficiência regulatória sem que à entidade reguladora seja conferido o poder de julgar e infligir sanções aos agentes infratores.

Nesse passo, cuidaremos de analisar, nos Capítulos 3, 4 e 5, respectivamente, os instrumentos regulatórios que classificamos como normativos, executivos e judicantes. No Capítulo 3, que cuida dos instrumentos normativos, abordaremos os dois principais registros normatizados pela CVM, de observância obrigatória para a distribuição de valores mobiliários no mercado de capitais: (3. 1) Registro de companhia aberta; e (3. 2) Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. No Capítulo 4, que trata dos instrumentos executivos da CVM, analisaremos os seguintes mecanismos da regulação: (4. 1) Instrumentos executivos *lato sensu*; e (4. 2) Adiamento e interrupção de assembléia geral de companhia aberta. No Capítulo 5, que analisa os instrumentos judicantes da CVM, serão abordados os seguintes tópicos: (5. 1) Processo administrativo sancionador; e (5. 2) Termo de compromisso.

Finalmente, faremos uma breve conclusão da dissertação, destacando os principais aspectos abordados ao longo do texto. Acreditando que a Pós-graduação tem também como função construir a crítica necessária ao desenvolvimento das nossas instituições, tentaremos ainda ventilar questões regulatórias que nos parecem merecer reflexão, no sentido de aprimorar o modelo de regulação adotado.

Como metodologia do trabalho, utilizamos basicamente a análise da literatura jurídica brasileira, da literatura jurídica norte-americana, de recentes decisões administrativas da própria CVM, bem como a análise de dispositivos da Constituição brasileira, da Lei 6.385/76 e da Lei 6.404/76.

Esperamos que a linguagem simples utilizada ao longo do texto contribua para a verdadeira pretensão da dissertação: permitir que o leitor consiga apreender o que é a CVM, para que serve a CVM e como atua a CVM.

A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

As empresas estão sempre buscando formas de financiar as suas atividades. Podemos dizer que os financiamentos geralmente têm origem em empréstimos dos bancos (mercado bancário) ou em recursos obtidos através da emissão de títulos oferecidos ao público (mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários).¹ É dessa segunda forma de financiamento que se ocupa a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal criada pela Lei 6.385/76, cuja missão consiste, sinteticamente falando, em regular o mercado de capitais brasileiro.

O mercado de capitais cumpre a importante função de fazer com que a poupança (nacional e estrangeira) financie a atividade produtiva, isto é, as empresas.² Detalhe relevante é que, no mercado de capitais, a relação de investimento se dá diretamente entre a companhia emissora de ações e o investidor que as adquire, prescindindo-se portanto da intermediação bancária.³ Assim, o mercado de capitais abre novas oportunidades de captação de recursos — as oportunidades não ficam restritas aos empréstimos bancários —, estimulando a competição entre os emprestadores e propiciando, por conseguinte, a redução do custo do capital. Além disso, o financiamento através da emissão de ações tem a vantagem de não gerar débito para a empresa, mas sim a participação de novos sócios no empreendimento.⁴ Em última análise, podemos dizer que, viabilizando o financiamento das empresas, o mercado de capitais pode ajudar a

¹ Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, p. 3.

² Cantidiano, Luiz Leonardo, *Aspectos regulatórios do mercado de capitais*, 2005, p. 217.

³ Chediak, Julian, *A reforma do mercado de valores mobiliários*, 2002, p. 527: “No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a *participação* de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta.”

⁴ Borba, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 2003, pp. 213-214: “A posição do acionista perante a sociedade não é a de um credor — ainda que se considere o vocábulo credor no seu sentido mais amplo. A posição é a de um participante com direitos e deveres. (...) O acionista não faz jus a prestações predeterminadas ou predetermináveis, mas a um *fluir* de direitos.”

fortalecer a economia, possibilitando a geração de riquezas, a criação de postos de trabalho e o aumento da arrecadação de tributos pelo Estado.

No Brasil, o cenário econômico atual acentua a importância do mercado de capitais. Diferentemente das décadas de 50, 60 e 70, quando o Estado tinha evidente capacidade de investimento, vivemos uma época marcada pela crise fiscal dos governos e, conseqüentemente, pela restrição da sua capacidade de investimento. Logo, uma vez que as empresas não podem mais contar com o crédito fácil ou com subsídios governamentais para financiar suas atividades, só lhes resta recorrer ao mercado bancário ou ao mercado de capitais.⁵

Além disso, o cenário econômico mundial é de globalização, interdependência dos mercados e de concentração da poupança nas mãos dos investidores privados. No Brasil e no mundo, crescem em importância os investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos de investimento. Os “institucionais”, que administram grande parte da poupança nacional e internacional, procuram investimentos de longo prazo e diversificação dos seus riscos, objetivos proporcionados pelo mercado de capitais. Com efeito, a aquisição de ações propicia investimentos de longo prazo, e a compra de ações diversificadas reduz o risco do investidor. Sem olvidar que, num mercado líquido, o investidor pode a qualquer tempo se desfazer da sua aplicação, vendendo seus títulos no próprio mercado. Não há dúvida, portanto, de que o mercado de capitais interessa aos investidores institucionais. A partir desse quadro, observa-se um profundo fluxo de capitais entre os países — acarretando extrema volatilidade do capital — na busca de investimentos mais rentáveis e seguros.⁶

Nesse contexto nacional e internacional, afirma-se a necessidade de o Brasil ter um mercado de capitais eficiente e com credibilidade, capaz de atrair para as empresas brasileiras investimentos perenes e duradouros, seja dos investidores internos, seja dos internacionais. Para tanto, é importantíssima a regulação da CVM, pois a eficiência e a credibilidade do nosso mercado dependem, em grande medida, do sucesso da regulação exercida pela entidade. Razão suficiente, por conseguinte, para que estudemos neste trabalho os principais instrumentos regulatórios da CVM.

⁵ Costa e Silva, Francisco da, *As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências*, 2002, p. 121.

⁶ *Ibid.*, p. 120.

A análise dos instrumentos regulatórios, que constituirá o objeto dos Capítulos seguintes, pressupõe que primeiramente contextualizemos a regulação a cargo da CVM, destacando o aspecto histórico no qual se apresenta, os fundamentos constitucionais de que parte, os objetivos almejados e, finalmente, a estrutura e os conceitos fundamentais sobre os quais se assenta o modelo regulatório brasileiro. Neste Capítulo, portanto, tentaremos abordar esses pontos, para que sirvam de base para a compreensão da análise que será realizada em seguida, sobre os instrumentos regulatórios em si.

2.1

Pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade

O papel do Estado na ordem econômica variou ao longo da história, ao sabor dos mais diversos fatores políticos, sociais e econômicos. Luís Roberto Barroso, com a clareza que lhe é peculiar, distingue o histórico da atuação estatal na ordem econômica em três fases: pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade.⁷ A classificação, da qual nos valem ao longo deste trabalho, leva em conta tanto a história dos Estados nacionais na Europa ocidental, como também, e especialmente, a história da atuação do Estado brasileiro na economia.⁸

A pré-modernidade é a fase do Estado Liberal, caracterizado por funções reduzidas, confinadas à segurança, à justiça e aos serviços essenciais. É o Estado do século XIX e início do século XX, época em que a intervenção estatal era mínima, embora não se possa afirmar que fosse inexistente. Nessa fase, merecem destaque o reconhecimento do direito de propriedade, a ampla liberdade de contratar, assim como as políticas burguesas de proteção ao comércio e à indústria nacional. No Brasil, a Constituição de 1824 é exemplo incontestado do constitucionalismo liberal, limitando-se a tratar da organização dos Poderes monárquicos e das poucas garantias dos “cidadãos brasileiros”, atribuindo ainda absoluto prestígio ao direito de propriedade.⁹

⁷ Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*, 2003, p. 272.

⁸ Os conceitos utilizados não guardam qualquer relação com os conceitos de modernidade e pós-modernidade utilizados pela Filosofia.

⁹ Constituição de 1824, art. 179: “XXII – É garantido o Direito de Propriedade em toda a sua plenitude. Se o bem publico legalmente verificado exigir o uso, e emprego da Propriedade do

A modernidade é a fase do Estado social, comumente conhecido como Estado do bem-estar social (*welfare state*), na qual o governo assume diretamente destacados papéis econômicos, sendo de ressaltar sua atuação como agente econômico condutor do desenvolvimento, através da criação e do funcionamento de empresas estatais. É também a época em que os ordenamentos jurídicos nacionais afirmam os direitos sociais e econômicos. Tem início na segunda década do século XX e tem fim no terceiro quarto do mesmo século.

No plano mundial, a modernidade tem como marcos jurídicos inaugurais a Constituição do México de 1917 e a Constituição alemã de 1919 (República de Weimer). Na economia, a modernidade resta evidente na política norte-americana do *New Deal*, implementada pelo Presidente Franklin Roosevelt, com base na teoria econômica assinada por John Keynes.

No Brasil, a modernidade corresponde, no plano jurídico, à promulgação das Constituições de 1934, 1937, 1946, 1967 e 1969, pelas quais, inobstante o caráter autoritário das Cartas de 1937, 1967 e 1969, o Brasil passa a ter uma ordem jurídica típica de Estado social. Na economia, o movimento do Estado se caracteriza pela forte intervenção estatal, embalada pela política de substituição de importações. É nesse período que são criadas inúmeras empresas estatais, como a Companhia Siderúrgica Nacional, a Companhia Vale do Rio Doce, a Petrobrás, o BNDE (depois BNDES), a Companhia Hidro Elétrica do São Francisco, a Eletrobrás, a Nuclebrás, a Siderbrás, grande parte durante a Era Vargas e a maioria delas durante o Regime Militar.¹⁰

A pós-modernidade, por sua vez, corresponde ao último e mais recente período histórico da atuação estatal. Caracteriza-se pela remodelação do Estado, sobretudo no que diz respeito à sua intervenção na economia. No mais das vezes, o Estado deixa de ser empresário e passa a ser agente regulador da atividade econômica. Como destacado por Diogo de Figueiredo, “o papel do Estado muda: de agente monopolista, concorrente ou regulamentador, torna-se um agente regulador e fomentador.”¹¹

Cidadão, será elle previamente indemnizado do valor della. A Lei marcará os casos, em que terá logar esta única excepção, e dará as regras para se determinar a indemnisação.” (sic)

¹⁰ Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*, 2003, p. 274.

¹¹ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 74.

O novo modelo de intervenção, de índole manifestamente liberal e implementado em boa parte dos países ocidentais, em geral foi justificado pela crise fiscal dos Estados, que se mostraram incapazes de prover os investimentos necessários ao desenvolvimento. Em troca, propôs-se um aparato estatal mais enxuto, merecendo destaque, agora, não mais as empresas estatais, mas sim as entidades reguladoras, as quais supostamente seriam capazes de fazer face ao desafio de coordenar sociedades cada vez mais complexas e com nichos econômicos cada vez mais especializados. Imaginou-se que o modelo, além de implicar menos custos ao Estado, seria a melhor forma de alcançar a regulação eficiente dos mais diferentes setores econômicos.

No Brasil, esse movimento pôde ser verificado sobretudo nas reformas constitucionais econômicas da última década: flexibilização dos monopólios (Emenda Constitucional n.º 05/95), privatização de empresas estatais (Leis 8.031/90 e 9.491/97) e criação de inúmeras agências reguladoras, a exemplo da ANATEL, ANEEL, ANP, ANTT, ANTAQ, ANA¹².

Às novas entidades reguladoras se atribuiu a tarefa de perseguir a eficiência dos mais variados e especializados setores econômicos. Para essa tarefa, o sistema jurídico atribuiu-lhes independência política, especialidade técnica, maior flexibilidade administrativa e instrumentos de natureza normativa, executiva e judicante, elementos que, em conjunto, constituiriam os atributos necessários à regulação célere e eficiente dos diversos mercados. Para os defensores do novo modelo regulatório, a atribuição às entidades reguladoras de maior independência e de uma gama de poderes administrativos diversificados seria uma decorrência e uma imposição da regulação de mercados cada vez mais especializados. Dotando-se as entidades reguladoras de instrumentos de regulação mais flexíveis, seria possível proporcionar o máximo de eficiência na solução dos problemas, aliando, na dosagem necessária para cada hipótese, as vantagens da flexibilidade negocial privada com o rigor da coercitividade estatal, em troca da antiga Administração centralizada e inflexível.¹³

Todavia, a redução expressiva das estruturas públicas de intervenção na economia em troca das entidades reguladoras não produziu um modelo que possa

¹² Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*, 2003, pp. 276-278.

¹³ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 107.

ser identificado como “Estado mínimo”. Inobstante a evidente redução do aparato do Estado, sobretudo em razão das privatizações de inúmeras empresas estatais, o que ocorreu foi o deslocamento da intervenção estatal do campo empresarial para o domínio da disciplina jurídica, com a ampliação do papel estatal na regulação das atividades econômicas.¹⁴

Como dizíamos, é no contexto de pós-modernidade que surgem, no Brasil, com enorme importância, as diversas entidades reguladoras da economia. É também nesse cenário que se insere a atividade regulatória da CVM. Embora originalmente criada sem todas as características geralmente atribuídas às agências reguladoras, a CVM pode hoje ser considerada uma autêntica entidade reguladora pós-moderna, sobretudo porque as últimas reformas implementadas pelas Leis 9.457/97 e 10.303/01 lhe atribuíram maior independência e maior flexibilidade, características que ficarão mais claras ao longo da dissertação.

2.2

A Constituição de 1988

A Constituição de 1988 é sem dúvida um marco na história do Direito brasileiro. Além de ter reconduzido o Brasil de volta à vida democrática, a Carta deu especial e importante destaque às liberdades individuais e coletivas, assim como aos direitos sociais e econômicos.

Na análise do texto constitucional, especialmente no que diz respeito à ordem econômica, é comum discutir-se se a Constituição de 1988 é intervencionista ou liberal. Preferimos, quanto a essa discussão, ficar com a lição de Eros Roberto Grau, para quem “indagar se o texto constitucional é intervencionista ou neoliberal é nada dizer.” Para o autor, a ordem econômica é uma “ordem econômica aberta”, sendo a Constituição um dinamismo permanente. Na verdade, o modelo econômico postulado pela Carta caracteriza-se por apresentar apenas os pontos de proteção contra modificações extremas, conferindo assim ao legislador ordinário campo largo para tomar decisões num ou noutro sentido, seja intervencionista ou liberal.¹⁵

¹⁴ Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*, 2003, p 278.

¹⁵ Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 275.

Foi sobretudo o Título VII da Constituição de 1988, referente à Ordem Econômica e Financeira, que estabeleceu os pontos de proteção contra modificações extremas na ordem econômica, instituindo assim o que se tem chamado de Constituição Econômica brasileira. Segundo Vital Moreira, a Constituição Econômica consiste no “conjunto de preceitos e instituições jurídicas que, garantindo os elementos definidores de um determinado sistema econômico, instituem uma determinada forma de organização e funcionamento da economia, constituindo, por isso mesmo, uma determinada ordem jurídica”¹⁶. Fiel a uma das características da Constituição de 1988, o Título VII é marcadamente principiológico. Os princípios ali elencados enunciam o caráter diretivo e programático da Carta, fixando diretrizes, programas e fins a serem realizados pelo Estado e pela sociedade.¹⁷

Com efeito, a Carta brasileira estabeleceu não apenas regras constitucionais, mas também princípios constitucionais, já não cabendo dúvida hoje de que os princípios são dotados de normatividade. Assim o tem afirmado diuturnamente o STF, demonstrando em seus julgados que o direito se manifesta por regras e princípios.¹⁸ Conforme lição de Luís Roberto Barroso, na medida em que constituem a síntese dos valores abrigados no ordenamento jurídico, os princípios condicionam a atividade do intérprete. No mesmo sentido, Norma Parente¹⁹ ressalta que “aos princípios é conferida plena eficácia jurídica”, sendo que eles “acolhem valores que devem ser sempre tutelados em todas as atividades humanas”, inclusive naquelas que são objeto da regulação econômica estatal. Por conseguinte, não se deve perder de vista que todo o sistema jurídico, inclusive a regulação da CVM, deve ser interpretado à luz das diretrizes estabelecidas pelos princípios constitucionais.²⁰

¹⁶ Vital Moreira, *Economia e Constituição*, Separata do Boletim de Ciências Econômicas, v. XVII, Faculdade de Direito, Coimbra, 1974, *apud* Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 57.

¹⁷ Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 69

¹⁸ Vide, exemplificativamente, os seguintes julgados do STF: IF 2772-1/SP, ADI 1910/DF, ADI 1539/UF, RE 222368 e AgR/PE.

¹⁹ Parente, Norma, *A Lei das Sociedades Anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais*, 2004, pp. 72-73.

²⁰ Cabe-nos pôr em evidência que a enunciação de princípios jurídicos na Constituição, assim como na própria legislação ordinária, não constitui característica singular do direito brasileiro, sendo também empiricamente observada nos demais sistemas jurídicos ocidentais. Decorre da necessidade de os sistemas jurídicos regularem sociedades cada vez mais complexas e pluralistas, muitas vezes irredutíveis à lógica das regras, mas redutíveis ao modo de aplicação dos princípios. As regras são editadas para reger situações jurídicas determinadas, as quais, em face da

O artigo 170 da Constituição enuncia os princípios da ordem econômica brasileira, atribuindo destaque, logo no seu *caput*, à valorização do trabalho humano e à livre iniciativa. Já aqui a Constituição de 1988 optou pelo sistema capitalista, sujeitando-o, evidentemente, a inúmeros valores humanistas. No mesmo dispositivo, também estão assentados outros princípios constitucionais que devem nortear a atividade econômica: a soberania nacional, a propriedade privada, a função social da propriedade, a livre concorrência, a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, a redução das desigualdades regionais e sociais, a busca do pleno emprego, o tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sobre as leis brasileiras e que tenham sede e administração no país, bem como, finalmente, a liberdade profissional.

Apesar de extensa ao estabelecer os marcos fundantes da Ordem Econômica e Financeira, a Constituição não foi igualmente extensa quanto ao sistema financeiro, do qual o mercado de capitais faz parte. Dispensou-lhe um único dispositivo expresso (art. 192), este que recentemente foi quase totalmente revogado pela Emenda Constitucional 40/03²¹. Inobstante, a atual redação do art. 192²² e do art. 62, § 1.º, II²³, da Carta deixa clara a preocupação do constituinte com o sistema financeiro e, conseqüentemente, com a proteção da poupança

complexidade do mundo atual, são cada vez mais imprevisíveis; diferentemente, os princípios comportam uma série indefinida de aplicações, constituindo um indispensável elemento de fecundação da ordem jurídica, na medida em que contêm em estado de virtualidade grande número de soluções que a prática social exige. A relação entre a utilização de princípios jurídicos pelos sistemas jurídicos e o pluralismo e complexidade das sociedades atuais é bem tratada por Gustavo Zagrebelsky (Zagrebelsky, Gustavo, *El derecho dúctil*, 1995, pp. 13-14.): “*Las sociedades pluralistas actuales — es decir, las sociedades marcadas por la presencia de una diversidad de grupos sociales con intereses, ideologías y proyectos diferentes, pero sin que ninguno tenga fuerza suficiente para hacerse exclusivo o dominante y, por tanto, establecer la base material de la soberanía estatal en el sentido del pasado —, esto es, las sociedades dotadas en su conjunto de un cierto grado de relativismo, asignan a la Constitución no la tarea de establecer directamente un proyecto predeterminado de vida común, sino la de realizar las condiciones de posibilidad de la misma. (...) La coexistencia de valores y principios, sobre la que hoy debe basarse necesariamente una Constitución para no renunciar a sus cometidos de unidad e integración y al mismo tiempo no hacerse incompatible con su base material pluralista, exige que cada uno de tales valores y principios se asuma con carácter no absoluto, compatible con aquellos otros con los que debe convivir.*”

²¹ A Emenda Constitucional 40/03 remeteu para a legislação complementar a competência para a regulação do sistema financeiro brasileiro.

²² Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional 40/03)

²³ § 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria:

II - que vise a detenção ou seqüestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro; (Redação dada pela Emenda Constitucional 32/01)

pública, esta que em última análise é a matéria-prima do sistema financeiro. De um lado, o art. 192 determina que o sistema financeiro deve ser estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade; o art. 62, § 1.º, II, por seu turno, estabelece expressa vedação à edição de medida provisória que vise à detenção ou seqüestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro.²⁴

Uma vez que a Constituição não estabeleceu maiores detalhes sobre a regulação do sistema financeiro — embora, vale repetir, ela deixe clara a intenção de proteger a poupança popular —, cabe então voltarmos a atenção aos dispositivos constitucionais que estabeleceram, em gênero, as diferentes e principais formas de atuação estatal na economia. Nesse ponto, é de pontuarmos que a Carta brasileira distinguiu com clareza no seu Título VII, especialmente no Capítulo I, as diferentes formas de atuação do Estado, delimitando bem os seus objetivos e limites. A seguir, analisá-las-emos brevemente, baseando-nos para tanto novamente na leitura de Eros Roberto Grau.

O referido autor distingue três principais previsões constitucionais de atuação estatal na ordem econômica: (i) através da exploração direta de atividade econômica (CF, art. 173); (ii) como prestador, direta ou indiretamente, de serviço público (CF, art. 175); e (iii) como agente normativo e regulador da atividade econômica (CF, art. 174).

O art. 173 cuida da exploração econômica realizada diretamente pelo Estado (União, Estado-membro ou Município), isto é, da atuação do Estado como agente econômico produtor de bens ou serviços. A Constituição estabeleceu que, em princípio, essa seara é de titularidade dos particulares, cabendo ao Estado atuar como empresário apenas quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou quando necessário para atender a relevante interesse coletivo. Na qualidade de empresário, o Estado fica sujeito ao regime jurídico próprio das empresas privadas quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributárias, de modo que não haja desvantagem para os particulares quando estiverem em competição com as empresas estatais.

²⁴ A proibição, incluída pela Emenda Constitucional 32/01, teve por escopo afastar qualquer possibilidade de reedição de planos econômicos a exemplo do famigerado Plano Collor, baixado pela Medida Provisória 168/90, de 15/03/90, posteriormente convertida na Lei 8.024/90, de 12/04/90, que confiscou temporariamente os depósitos à vista dos brasileiros.

O art. 175, por sua vez, trata da atuação do Estado como prestador de serviço público. A Constituição prevê que o serviço público pode ser prestado diretamente pelo Estado ou indiretamente, neste último caso sob regime de concessão ou permissão. A concessão é o contrato administrativo pelo qual a Administração pública delega a outrem a execução de um serviço público, para que o execute em seu próprio nome, por sua conta e risco, assegurando-lhe remuneração, que geralmente consiste na tarifa paga pelo usuário do serviço. A permissão também é uma forma de delegação da execução do serviço, diferenciando-se da concessão apenas por seu caráter unilateral e precário. É importante observar que a titularidade dos serviços públicos permanece sempre com o Estado, porquanto a concessão ou a permissão transfere ao particular apenas a execução do serviço.²⁵

Finalmente, o art. 174 prevê a atuação do Estado como agente normativo e regulador — ou simplesmente agente regulador, já que o poder normativo constitui parte do poder de regulação. Por imposição da Constituição, a atividade reguladora deve compreender o poder normativo e o poder de fiscalização, neste também se incluindo o poder de infligir sanções aos infratores das normas dos respectivos mercados, de modo que o Estado seja capaz de assegurar a efetividade e a eficácia do quadro normativo definido pela regulação de cada setor econômico. Além disso, o dispositivo impõe que, na atuação regulatória, o Estado atue com vistas ao desenvolvimento do mercado de que se ocupa, cabendo-lhe assim zelar pelo incentivo e planejamento do setor.

Diante da referida descrição dos modos de intervenção estatal, não há dúvida de que a atuação regulatória da CVM tem amparo sobretudo no art. 174 da Constituição, sendo-lhe conferidas, por conseguinte, as atribuições de normatizar o mercado de capitais, fiscalizar o cumprimento das suas normas, infligir sanções aos infratores do mercado e, por fim, zelar pelo seu pleno desenvolvimento.

²⁵ Di Pietro, Maria Sylvia Zanella, *Direito Administrativo*, 2001, p. 268-273.

2.3

Objetivos da regulação do mercado de capitais

Há hoje evidências empíricas para se acreditar na existência de uma correlação direta entre o desenvolvimento dos sistemas financeiros e o desenvolvimento econômico. Diz-se inclusive que, nas economias pouco desenvolvidas, as ineficiências em termos de taxa de crescimento estão largamente associadas à má alocação da poupança em atividades econômicas. O desenvolvimento dos sistemas financeiros procura corrigir essas distorções, ocupando um espaço estratégico dentro do sistema econômico, através da participação direta na alocação da poupança na economia e do direcionamento dos recursos disponíveis para os projetos mais eficientes.²⁶ Os sistemas financeiros dos mais variados países sofrem comumente significativa regulação dos Estados. Não é diferente a experiência brasileira.

No Brasil, a regulação do sistema financeiro se dá fundamentalmente pelo funcionamento do Conselho Monetário Nacional (CMN), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). O CMN, órgão do Ministério da Fazenda, estabelece as políticas gerais, que devem ser perseguidas pela CVM, BACEN e SUSEP em suas respectivas áreas. As três autarquias são vinculadas ao Ministério da Fazenda.²⁷

Existe acirrada discussão teórica no sentido de saber se a regulação dos setores econômicos — a exemplo do sistema financeiro — decorre do interesse público ou da captura do Estado pelo setor regulado.²⁸ Sem a pretensão de entrar

²⁶ Dubeux, Rodrigo Ramalho, *O Novo Mercado da Bovespa e a Governança Corporativa*, 2001, p. 12.

²⁷ Villela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2005, p. 19.

²⁸ Preferimos, sobre o assunto, a interpretação de Nelson Eizirik (Eizirik, Nelson, *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, p. 52): “Pelo que expressamos acima, torna-se problemática a aceitação completa da *teoria do interesse público*, quer da *teoria da captura* como capazes de explicarem satisfatoriamente as razões da regulação de determinados mercados. Na realidade, ambas são modelos de aproximação de uma realidade demasiado complexa. São, no entanto, igualmente úteis para a compreensão de determinados momentos da atividade regulatória. (...) É importante uma visualização dos interesses privados envolvidos, do poder econômico que representam, e da conseqüente capacidade de pressão que podem exercer sobre o Estado. (...) No entanto, para a elaboração de políticas regulatórias e para a fixação de determinados objetivos de regulação, é necessário que se suponha estar envolvido nesta atividade um interesse público (no sentido do socialmente desejável, ou que atenda a parcelas consideráveis da população). Caso contrário, não faria sentido, no caso da regulação do mercado de capitais especificamente, a elaboração de normas jurídicas de *disclosure*, de disciplina das atividades das empresas emissoras

nessa tormentosa arena, preferimos nos limitar a dizer que a regulação do sistema financeiro brasileiro, nele incluída a regulação do mercado de capitais, tem por objetivo o seu funcionamento eficiente. Embora tautológica, a afirmação é ilustrativa, porquanto dela se denota a idéia que se deve extrair do termo regulação: equilíbrio, bom funcionamento, harmonização dos interesses envolvidos.²⁹

Na verdade, toda regulação econômica tem por fim enfrentar e superar as falhas do mercado, isto é, as deficiências que por si só o mercado não consegue superar, dificultando o seu desenvolvimento. No mercado de capitais, a principal falha verificada é a assimetria de informações entre os investidores.³⁰ O pressuposto de um mercado teórico idealmente eficiente é o acesso equitativo de todos os participantes às informações sobre o próprio mercado e sobre os seus produtos.³¹ É contra essa “falha de informações” que fundamentalmente se preocupa a CVM.

As “informações” até aqui consignadas, entretanto, não tornam possível identificar com maiores detalhes os objetivos da regulação do mercado de capitais brasileiro. É pertinente, para esse fim, que nos remetamos mais uma vez à lição de Nelson Eizirik.³² Adotando o magistério James Lorie³³, Eizirik identifica alguns dos objetivos básicos da regulação do mercado de capitais. Dentre eles, destacamos os que nos parecem ser os mais importantes.

O primeiro objetivo seria a eficiência na determinação do valor dos títulos negociados. Eficiência, nesse contexto, significa a capacidade de reação das cotações dos valores mobiliários às novas informações sobre as companhias. Quanto mais rápida for esta reação, mais eficiente será o mercado. O ideal é que a cotação de determinado título reflita tão-somente as informações publicamente disponíveis.

e instituições financeiras, de proteção aos acionistas minoritários, de prevenção de conflito de interesses, etc.”

²⁹ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 68.

³⁰ Villela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2005, p. 125: “Um dos relevantes aspectos da regulação é corrigir as falhas de mercado em função da assimetria de informação.”

³¹ Nusdeo, Fábio, *Curso de economia: Introdução ao Direito Econômico*, 2001, p. 143.

³² Eizirik, Nelson, *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, pp. 54-57.

³³ Lorie, James H., *Public policy for American capital markets*, Washington, Dep. Of the Treasury, 1974, apud Eizirik, Nelson, *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, pp. 54-57.

O segundo objetivo da regulação seria a eficiência na transferência de títulos entre os participantes do mercado. O desejável é que os custos de transação sejam reduzidos tanto quanto possível, sob pena de o investimento em valores mobiliários se tornar excessivamente caro e, por consequência, gerar o desinteresse do investidor pelo mercado de capitais. Um dos principais componentes dos custos de transação é o valor da corretagem cobrada pelas instituições financeiras para a execução das ordens de compra ou venda dos títulos negociados. Por essa razão, a regulação deve preocupar-se com que haja sempre efetiva concorrência entre os intermediários financeiros. Restrições injustificadas à competição podem implicar medidas cartelizantes, com aumento injustificado dos custos de transação e consequente prejuízo para a eficiência do mercado. Logo, deve-se combater os fatores que possam injustificadamente impedir, obstruir ou eliminar a competição entre os intermediários.

O terceiro objetivo da regulação do mercado de capitais seria a equidade nas relações do investidor com o seu intermediário financeiro. A relação equitativa pode ser vista sob vários aspectos. Em primeiro lugar, os valores cobrados pela corretagem na execução de ordens de compra ou venda de títulos devem guardar relação com os custos incorridos. Em segundo lugar, com relação às ordens de negociação, o intermediário financeiro deve seguir à risca a seqüência das ordens recebidas pelos mais diversos clientes, sem privilegiar nenhum deles. Finalmente, a regulação deve se preocupar também em evitar situações em que o intermediário financeiro tenha interesses potencialmente contrários aos de seu cliente — situações de conflito de interesses.

O quarto objetivo da regulação do mercado de capitais seria a manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais. Com efeito, sem a confiança do investidor, não há investimento no mercado de capitais, dissipando-se por completo a sua importância. Logo, a regulação deve se mostrar capaz de demonstrar ao investidor que as informações divulgadas sobre as companhias e sobre os valores mobiliários por elas emitidos são confiáveis, bem como que as instituições financeiras encarregadas da intermediação dos títulos são sólidas e têm atuação equitativa. Deve ficar claro ao investidor que o retorno dos investimentos no mercado de capitais está relacionado apenas ao risco que ele livremente escolheu correr, e não a fatores que decorram da ineficiência do mercado.

Em vista desses objetivos, Alejandro Bugallo Alvarez ensina que as normas reguladoras devem procurar definir: a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízos aos investidores; d) as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.³⁴

Referindo-se aos mesmos fins, mas utilizando-se de outras palavras, a Lei 6.385/76 identificou os vários objetivos a serem perseguidos pela CVM, a saber: estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular dos mercados; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra emissões irregulares de valores mobiliários e contra atos ilegais de administradores e controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteiras; evitar e coibir modalidades de fraude ou manipulação; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; e assegurar a observância de práticas comerciais equitativas.³⁵

Conforme destacado por Marcelo Trindade³⁶, os objetivos identificados pela Lei 6.385/76, apesar de a Lei ser anterior à Constituição de 1988, permitem-nos verificar que a legislação ordinária brasileira se filia explicitamente aos objetivos da Constituição de 1988, especialmente por seu evidente intuito de proteção da poupança pública, a qual, como vimos, é também objeto de proteção das normas constitucionais.

³⁴ Alvarez, Alejandro Bugallo, *A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?*, 1993, p. 03.

³⁵ Lei 6.385/76, art. 4.º.

³⁶ Trindade, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, 2002, p. 308.

2.4

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Lei 4.728/65 foi o diploma legal que primeiro distinguiu as companhias abertas das fechadas, exigindo daquelas requisitos para a distribuição pública de valores mobiliários. Pode-se dizer que praticamente inaugurou a regulação do mercado de capitais brasileiro, estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento. Foi ainda a Lei 4.728/65 que conferiu ao Banco Central do Brasil (BACEN), então recentemente criado pela Lei 4.595/64, a competência para regular o mercado de capitais brasileiro.

Dez anos mais tarde, em 1976, a Lei 6.385/76 dispôs novamente sobre o mercado de valores mobiliários, criando a CVM e atribuindo-lhe a competência para a regulação do mercado. Transferiu à CVM, portanto, a missão antes a cargo do BACEN. Desse modo, a ordem jurídica optou por dividir a atribuição de regulação do sistema financeiro para duas entidades reguladoras distintas, cabendo ao Banco Central do Brasil (BACEN) regular o sistema financeiro bancário, monetário e creditício, e cabendo à CVM regular o mercado de valores mobiliários.

A CVM tem sede no Rio de Janeiro, onde trabalha a maior parte do seu pessoal. Mantém também duas Superintendências Regionais, em São Paulo e em Brasília. O fato de a CVM ter sua sede no Rio de Janeiro tem sua razão histórica e política. Em que pese hoje as maiores Bolsas de Valores e instituições financeiras funcionarem em São Paulo, a criação da CVM no Rio de Janeiro decorreu da importância histórica, política e financeira da Cidade Maravilhosa, que por décadas foi a capital política e o centro econômico-financeiro do Brasil. Além disso, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro funcionou por longo tempo como a maior Bolsa do país.

Nos termos da Lei 6.385/76, a CVM consiste em autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, autonomia financeira e autonomia orçamentária.³⁷

³⁷ Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de

É importante notar que a autonomia administrativa, financeira e orçamentária não distingue a CVM das demais autarquias federais. O que a diferencia e que nos faz considerá-la uma autêntica entidade reguladora é a independência frente ao Poder Executivo, a gama diversificada de poderes que lhe foram atribuídos e a flexibilidade verificada em alguns dos seus instrumentos de regulação, em sintonia portanto com a regulação pós-moderna a que já fizemos referência. Sobretudo após as recentes reformas da Lei 6.385/76 pela Lei 9.757/97 e pela Lei 10.303/01, a entidade passou a ter os contornos e características referidos.

Nesse sentido, como expressão de sua independência em relação ao Poder Executivo, a CVM é hoje administrada por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados em sabatina pelo Senado Federal, dentre pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. Os dirigentes da Comissão não são portanto demissíveis *ad nutum*; somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar, que pode ser instaurado pelo Ministro da Fazenda.

A composição do Colegiado da CVM, com a atribuição de mandatos fixos aos seus dirigentes, segue o mesmo modelo das demais agências reguladoras brasileiras, pelo qual se pretendeu conferir maior independência e estabilidade às entidades. Embora geralmente se relacione a independência das entidades reguladoras às pressões do Chefe do Poder Executivo, a independência dos dirigentes também tem significativa importância no sentido de barrar eventuais pressões dos setores econômicos regulados, cujos atores muitas vezes são hábeis em pressionar o Poder Executivo com vistas à troca de dirigentes das autarquias, especialmente quando vêem seus interesses serem contrariados. A independência conferida aos dirigentes, por conseguinte, aponta para ambos os sentidos, seja em relação ao Chefe do Poder Executivo, seja em relação aos administrados regulados.

A CVM funciona como órgão de deliberação colegiada. É dizer, pronuncia-se colegiadamente, através dos votos proferidos por seu Presidente e Diretores, sendo de se destacar que, na contagem dos votos, não há hierarquia entre o voto do Presidente e o voto dos Diretores. Apenas em caso de empate é que o voto do Presidente assume o caráter de Voto de Minerva, fazendo prevalecer o seu entendimento. Assim, por exemplo, seja para editar normas, seja para aplicar sanções, as decisões da CVM são tomadas a partir de votação dos membros do Colegiado, por maioria ou unanimidade.

Não existe divisão, quanto à competência material, na atuação do Presidente e dos Diretores da CVM, sendo eles igualmente competentes para apreciar, em conjunto, todas as questões que envolvem a regulação.³⁸ Obviamente, isso não quer dizer que inexista divisão material interna na entidade reguladora. As divisões materiais administrativas que existem — e elas evidentemente existem — dizem respeito às áreas técnicas da CVM, que atuam sempre por delegação das funções acometidas pela Lei ao Colegiado da entidade.

O corpo técnico está dividido em diversas Superintendências, especializadas quanto à matéria de que cuidam. O número e a diversificação das Superintendências demonstram o nível de complexidade da regulação: Superintendência Geral (SGE); Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Relações Internacionais (SRI); Superintendência de Fiscalização Externa (SFI); Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria (SNC); Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM); Superintendência Administrativo-Financeira (SAD); Superintendência de Informática (SSI); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE); Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI). Além desse órgãos, a CVM possui também uma Ouvidoria (OUV), uma Assessoria de Comunicação Social (ASC), uma Assessoria Econômica (ASE) e uma Auditoria Interna (AUD).

³⁸ Embora os dirigentes não tenham divisão quanto à competência material, o Decreto 4.763/03, que aprovou a estrutura regimental da autarquia, estabeleceu caber ao Presidente planejar e dirigir as atividades da CVM, representá-la em juízo ou fora dele (podendo delegar estas atribuições a outros membros do Colegiado), além de convocar e presidir as reuniões do Colegiado. Aos Diretores, por sua vez, compete participar das reuniões do Colegiado, colaborando na definição das diretrizes da CVM, bem como desenvolver projetos e atividades de acordo com as atribuições fixadas pelo Presidente.

Sendo a CVM uma autarquia federal — e, portanto, uma entidade da Administração pública federal indireta —, a Advocacia Geral da União (AGU) fornece-lhe orientação e defesa jurídica, mediante o funcionamento, na própria entidade, da Procuradoria Federal Especializada — CVM.

Finalmente, cabe pontuar que a CVM tem suas despesas custeadas principalmente pela Taxa de Fiscalização, que é cobrada dos diversos administrados sujeitos à sua regulação. O tributo, cuja disciplina está fixada na Lei 7.940/89, tem como fato gerador o poder de polícia ou de regulação legalmente exercido pela CVM.

2.5

A importação do modelo regulatório norte-americano

É fundamental termos em vista que o modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro se inspirou no modelo norte-americano. Trata-se de evidente caso de recepção ou importação de modelo jurídico, na medida em que introduziu no sistema jurídico brasileiro regras, noções e institutos pertencentes a um outro sistema.³⁹ Neste tópico, pretendemos tratar brevemente de dois aspectos da importação: em primeiro lugar, pretendemos mostrar que a criação institucional da CVM se espelhou na entidade reguladora norte-americana *Securities and Exchange Commission (SEC)*; em segundo lugar, pretendemos aprofundar o significado da política de *disclosure*, eixo fundamental em que se assenta a regulação da SEC e, conseqüentemente, da CVM.

³⁹ Tavares, Ana Lucia Lyra, *O estudo das recepções de Direito*, in *Estudos Jurídicos em Homenagem ao Professor Haroldo Valladão*, Rio de Janeiro, 1983, pp. 46-47: “O fenômeno que a expressão recepção de direitos evoca é a introdução, em um determinado sistema jurídico, de regras, noções ou institutos pertencentes a um outro sistema. Entretanto, o emprego do termo ‘recepção’ para indicar esse fenômeno, na totalidade e na diversidade de suas manifestações, não é de aceitação tranqüila. (...) Essa a razão de encontrarmos, na matéria, uma terminologia que varia, por vezes, em função das causas do fenômeno ou dos modos pelos quais ele se processa; por outras, em virtude de uma preferência subjetiva, sem qualquer intuito de diferenciar suas múltiplas manifestações. Ilustram esta última posição as expressões: transplantes jurídicos, no sentido geral que lhe confere Alan Watson; migrações jurídicas ou importação de direitos, na acepção, igualmente ampla, em que são empregadas por René Rodière.”

2.5.1

A criação da *Securities and Exchange Commission (SEC)*

O mercado de capitais é, sem dúvida, uma das principais formas de financiamento da atividade produtiva nos EUA. Enquanto no Brasil a maior parte da população está alijada dos mecanismos de investimento, grande parte da população estadunidense investe no mercado de capitais, o que traz benefício para as companhias norte-americanas e para a sua economia.⁴⁰ Para chegar a esse estágio de desenvolvimento, porém, não se pode deixar de lado o papel fundamental exercido pelo Estado, o qual, regulando o mercado, conferiu-lhe credibilidade, possibilitando o seu pleno desenvolvimento.

É preciso que retomemos um pouco o histórico da regulação norte-americana. A quebra da Bolsa de Nova Iorque em 1929 (*crack* de 1929), que marca o início da Grande Depressão, demonstrou a necessidade de que houvesse regulação federal sobre o mercado acionário, sobretudo no sentido de que as companhias fossem obrigadas a disponibilizar informações precisas e fidedignas aos investidores acerca dos valores mobiliários emitidos e acerca da vida econômico-financeira das companhias. Até então, inexistia legislação federal sobre o mercado de capitais. Ele era regulado unicamente pelas entidades auto-reguladoras (bolsas de valores) e pelas leis estaduais — comumente chamadas *blue sky law*⁴¹ —, que entretanto se mostravam insuficientes para garantir segurança ao mercado.⁴²

⁴⁰ Costa e Silva, Francisco da, *As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências*, 2002, p. 119.

⁴¹ Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 1996, p. 6. O autor explica o significado do termo *Blue Sky Law*: “*There are a number of explanations for the derivation of the ‘blue sky’ appellation, the most common of which was because of the Kansas statute’s purpose to protect the Kansas farmers against the industrialists selling them a piece of the blue sky. A number of states followed suit and blue sky laws began to spring up throughout the country. Today, all states have blue sky legislation. The state blue sky laws not only focuses on providing investors with full disclosure of relevant facts, but also required that all securities registered thereunder ‘qualify’ on a merit basis, evaluating the substantive terms of the securities to be offered.*”

⁴² *Ibid*: “*Following enactment of the early state securities laws, federal legislation was successfully resisted for a while. However, the stock market crash of 1929 can be viewed as the straw that broke the camel’s back. Although the general economic conditions went a long way toward causing the Wall Street crash of 1929, the number of fraudulently floated securities that contributed to the great crash should not be underestimated.*”

Nesse contexto, e em resposta à quebra da Bolsa de 1929⁴³, o Congresso norte-americano editou o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934*, diplomas federais que, em conjunto, traçaram os fundamentos da regulação norte-americana, posteriormente importada pelos ordenamentos jurídicos de muitos países, inclusive do Brasil.⁴⁴

Em linhas gerais, o *Securities Act of 1933* teve como objetivo fundamental exigir das companhias, e conseqüentemente fornecer aos investidores, a prestação de todas as informações (*disclosure*) necessárias para a avaliação das ofertas públicas de venda de títulos. Proibiu também com rigor as práticas fraudulentas nessas vendas. O principal foco do *Securities Act* está bem descrito por David Ratner⁴⁵:

“The basic purpose of the Securities Act of 1933 is to assure the availability of adequate reliable information about securities which are offered to the public. To achieve this objective, the Act makes it illegal to offer or sell securities to the public unless they have been registered. An issuer can register securities by filing with the SEC a ‘registration statement’ containing certain information specified in the Act and in the SEC’s rules and forms.”

O *Securities Exchange Act of 1934*, por sua vez, além de ter ampliado a doutrina de prestação de informações (*disclosure*), criou a *Securities and Exchange Commission (SEC)*, agência federal que passou a ser encarregada da regulação do mercado norte-americano.⁴⁶ Remetemo-nos novamente a David Ratner⁴⁷, que bem sintetiza o escopo do Ato de 1934:

“The Securities Exchange Act of 1934 extended federal regulation to trading in securities which are already issued and outstanding. (...) The Act established the Securities and Exchange Commission and transferred to it the responsibility for administration of the 1933 Act (which had originally been assigned to the Federal Trade Commission). (...) The Securities and Exchange Commission is the agency charged with the principal responsibility for the enforcement and administration of the federal securities law. The 1934 Act provides that the SEC shall consist of five members appointed by the President (the term of one Commissioner expires each year), not more than three of whom shall be members of the same political party.”

⁴³ Loss, Louis, *Securities Regulation*, 1961, p. 121: “Whether any legislation could prevent another such catastrophe is beside the point; it is a simple fact that the development of 1929-32 brought the long movement for federal securities regulation to a head.”

⁴⁴ Eizirik, Nelson, *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, p. 82.

⁴⁵ Ratner, David, *Securities Regulation in a nutshell*, 1992, p. 10.

⁴⁶ Eizirik, Nelson, op.cit, p. 82.

⁴⁷ Ratner, David, op.cit, pp. 10-13.

Desde a sua criação, a SEC é composta por cinco membros (um *Chairman* e quatro *Commissioners*), nomeados pelo Presidente da República, após aprovação pelo Senado, com mandato fixo de cinco anos⁴⁸, o que confirma a autonomia institucional característica do modelo regulatório norte-americano em outros setores.⁴⁹ A SEC tem sede em Washington DC e mantém suas divisões técnicas especializadas espalhadas em escritórios localizados em vários pontos dos Estados Unidos. Ilustrativa é a afirmação de David Ratner⁵⁰: “*while the Commission itself is ultimately responsible for all decisions, the day-to-day administration of the Acts is largely delegated to the staff.*”

A SEC é exemplo incontestado de agência reguladora, porquanto tem poderes para editar normas em complementação da legislação federal, fiscalizar o seu cumprimento, interpretar dispositivos legais, estabelecer linhas gerais de conduta para os participantes do mercado, infligir sanções administrativas, dentre outras atribuições.⁵¹ Além disso, à SEC foram atribuídos poderes administrativos significativamente diversificados, envolvendo competências de natureza normativa, executiva e judicante, consoante se extrai da lição de Thomas Lee Hazen⁵²: “*The Commission acquits that responsibility with each of the three basic administrative agency powers: rule-making, adjudicatory, and investigatory-enforcement.*”

Bem se vê, por conseguinte, que o modelo regulatório norte-americano, que inicialmente repousava fundamentalmente na auto-regulação (regulação feita pelas próprias bolsas de valores), evoluiu no sentido da concentração de poderes regulatórios na agência governamental federal, limitando-se assim a liberdade das bolsas de valores, as quais mantiveram seu poder auto-regulatório apenas nos limites da supervisão a cargo da SEC.

As breves referências à SEC são suficientes para que se perceba a importação do modelo norte-americano pelo ordenamento jurídico brasileiro.

⁴⁸ Loss, Louis, *Securities Regulation*, 1961, p. 129: “*The SEC was created by the Securities Exchange Act of 1934; the Securities Act of 1933, the first statute in the series, was administered for a year by the Federal Trade Commission. The SEC consists of five commissioners appointed by the President with the advice and consent of the Senate. Not more than three may be members of the same political party, and the term of one commissioner expire each year.*”

⁴⁹ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 75.

⁵⁰ Ratner, David, *Securities Regulation in a nutshell*, 1992, p. 10.

⁵¹ Eizirik, Nelson, *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, p. 90.

⁵² Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 1996, p. 16.

Nossa regulação também é coordenada por uma entidade federal, que tem poderes administrativos de natureza híbrida e que é dirigida por um Colegiado independente composto de cinco membros. Além disso, da mesma forma que nos Estados Unidos, o modelo de regulação desenhado a partir da CVM convive com a auto-regulação das bolsas de valores, que, embora de natureza privada, estão sujeitas à sua supervisão, constituindo entidades auxiliares do modelo regulatório.

Diferentemente da SEC, entretanto, que desde a origem foi composta por membros com mandato fixo, a CVM apenas recentemente passou a gozar de igual independência. Na verdade, somente a partir da década de 1990 é que no Brasil passou a ser comum a adoção do modelo regulatório independente, já em voga nos Estados Unidos muito antes. O caso da CVM é emblemático nesse sentido. Tendo sido criada em 1976 com a natureza jurídica de simples autarquia, seus membros eram nomeados pelo Presidente da República, independentemente de aprovação pelo Senado, sendo demissíveis a qualquer tempo⁵³. Não havia que se falar, portanto, de entidade efetivamente independente, como ocorria nos Estados Unidos. Apenas com a reforma empreendida pela Lei 10.303/01 a CVM passou a ser composta por Colegiado que goza de mandato fixo, o que aproximou o nosso modelo ainda mais do modelo norte-americano.

Outro detalhe que merece ser destacado: diferentemente do que aconteceu nos Estados Unidos, onde a SEC foi criada para pôr fim a práticas indevidas em um mercado já desenvolvido, a regulação do mercado de capitais brasileiro foi criada para desenvolver um mercado bastante incipiente. Sua criação, por assim dizer, traduziu-se na tentativa de fomentar o mercado de capitais na economia nacional, criando as estruturas regulatórias necessárias ao seu desenvolvimento.

Finalmente, cabe mencionar que, assim como acontece à SEC, a regulação da CVM está assentada fundamentalmente no processo de prestação de informações pelos emissores de valores mobiliários (*disclosure*), aspecto que, por sua importância, será tratado no tópico seguinte, em separado.

⁵³ Art 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

§ 1º O presidente e os diretores serão substituídos, em suas faltas, na forma do regimento interno, e serão demissíveis *ad nutum*. (Redação da Lei 6.385/76 antes da Lei 10.303/01)

2.5.2

A política de *disclosure*: a tutela do investidor através da informação

O modelo regulatório brasileiro, espelhado no modelo norte-americano capitaneado pela SEC, baseia-se fundamentalmente na política de *disclosure* (ou *full disclosure*). Permitimo-nos o estrangeirismo do termo, haja vista a origem norte-americana do modelo regulatório brasileiro e o seu uso corrente já consagrado. Aliás, em se tratando de estrangeirismo, o significado do verbo *to disclose* já nos fornece uma boa idéia do conteúdo da política regulatória que estamos a analisar: *to disclose* significa “descobrir, revelar, expor, pôr à vista, divulgar, mostrar”.⁵⁴

Nelson Eizirik ensina que a política de *disclosure* consiste no processo de divulgação pelas empresas de informações amplas e completas a respeito delas próprias e dos valores mobiliários por elas publicamente ofertados, de forma equitativa para todo o mercado.⁵⁵ Dito de outra forma e em outro sentido, podemos dizer que a oferta pública de valores mobiliários está condicionada à prestação ao mercado de uma série de informações pelas companhias que pretendem ter acesso à poupança pública para se financiarem e desenvolverem suas atividades. Sem a prestação das informações exigidas pela entidade reguladora, é ilegal captar recursos mediante a distribuição pública de valores mobiliários.

Como vimos nas transcrições do tópico anterior, a política de *disclosure* está profundamente presente tanto no *Securities Act of 1933* quanto no *Securities Exchange Act of 1934*. No caso da legislação brasileira, além de permear toda a Lei 6.404/76⁵⁶, a política de *disclosure* tem expressa previsão legal, dentre outros dispositivos, no art. 4.º, VI, e no art. 22, § 1.º, da Lei 6.385/76, os quais, respectivamente, determinam que cabe à CVM assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias emissoras, bem como expedir normas sobre as informações que as companhias devem divulgar e a periodicidade da divulgação. Essa é a razão pela qual, para

⁵⁴ Novo Michaelis Dicionário Ilustrado, 22.ª edição, Ed. Melhoramento, São Paulo, p. 300.

⁵⁵ Eizirik, Nelson, *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, p. 6.

⁵⁶ Lei 6.404/76, arts. 157 e 175 a 188.

Marcelo Trindade⁵⁷, “a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção no mercado de capitais”.

A regulação da divulgação de informações visa a assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários. E, no caso das companhias abertas, permitir aos investidores tomar suas decisões nas assembleias societárias⁵⁸. Nelson Eizirik destaca que a política de *disclosure* permite ainda ao investidor exercer um verdadeiro “controle de qualidade” sobre as companhias abertas e os valores mobiliários de sua emissão.

A política de *disclosure* almeja, a um só tempo, a proteção do investidor e a eficiência do mercado. A proteção do investidor pode ser vista sob dois ângulos, a seguir abordados.

Por um lado, o *disclosure* protege o investidor, pois lhe permite tomar uma decisão racional a respeito de seus investimentos. A idéia, portanto, não é a de que o Estado interfira nos negócios privados, no mérito da decisão de investimento dos particulares, mas sim que ao investidor seja dado o direito de, a partir das informações confiáveis que devem ser disponibilizadas sobre as companhias e sobre os seus valores mobiliários, conhecer os riscos e oportunidades a que está exposto. Nas palavras de Marcos Juruena Villela Souto, “os direitos básicos do investidor envolvem o conhecimento, por via de informação adequada, sobre os riscos inerentes aos diversos tipos de investimentos”⁵⁹.

Maria Isabel Bocater traça com precisão os limites da política do *disclosure*, deixando claro que em nenhum momento o Estado pretende interferir no mérito do investimento decidido pelos particulares⁶⁰:

“Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do *full disclosure*. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas

⁵⁷ Trindade, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, 2002, p. 309.

⁵⁸ Ratner, David, *Securities Regulation in a nutshell*, 1992, p. 2: “A second important focus of securities law, therefore, is to assure that there is a continuous flow of information about the corporation or other entity whose securities are being traded, with additional disclosure whenever security holders are being asked to vote, or make some other decision, with respect to the securities they hold.”

⁵⁹ Villela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2005, p. 119.

⁶⁰ Bocater, Maria Isabel, *O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – Aperfeiçoamentos recentes*, 1999, apud Trindade, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, 2002, p. 310.

decisões de investimento, com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação patrimonial e financeira das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.”

Vale a pena também conferir os respectivos comentários de Thomas Lee Hazen⁶¹ e de David Ratner⁶² sobre a relação entre a política de *disclosure* e a proteção do investidor. Apesar de se referirem à regulação norte-americana, os comentários são integralmente aplicáveis à regulação brasileira:

“The federal legislation, which can be characterized as the first true consumer protection law, contained many of the features of state blue sky laws, except that it did not (and, as amended, still does not) establish a system of merit regulation. Instead, under the guidance of a federal agency, the Act focuses on disclosure. (...) After considerable debate, Congress decided not to follow the pattern of the state acts and eschewed the idea of a merit approach, opting instead for a system of full disclosure. The theory behind the federal regulatory framework is that investors are adequately protected if all relevant aspects of the securities being marketed are fully and fairly disclosed. The reasoning is that full disclosure provides investors with sufficient opportunity to evaluate the merits of an investment and fend for themselves. It is a basic tenet of federal securities regulation that investor’s ability to make their own evaluations of available investments obviates any need that some observers may perceive for the more costly and time-consuming governmental merit analysis of the securities being offered.”

“Unlike many state securities law, the 1933 Act is essentially a ‘disclosure’ statute. The SEC has no authority to decide whether a particular security may be offered to the public; it can only insist that the issuer make full disclosure of all material facts. (...) The basic purpose of the Securities Act of 1933 is to assure the availability of adequate information about securities which are offered to the public. (...) The principal purpose of disclosure under the federal securities law is to protect investors against really bad deals by making sure that negative factors are emphasized, or to enable them to make rational choices among alternative respectable deals by requiring a balanced presentations of affirmative and negative factors.”

Por outro lado, a proteção do investidor também se verifica, na medida em que o sistema de divulgação de informações equaliza no mercado o acesso às informações sobre as companhias e seus valores mobiliários, evitando em grande medida a utilização de informação não disponibilizada ao mercado (*insider trading* ou uso de informação privilegiada). O *insider trading* ocorre quando alguém se vale de informação privilegiada, ainda não disponibilizada ao público, para realizar operações com valores mobiliários em benefício próprio ou de

⁶¹ Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 1996, p. 7.

⁶² Ratner, David, *Securities Regulation in a nutshell*, 1992, pp. 32-39.

terceiros, trazendo prejuízo aos demais investidores e afetando a credibilidade do mercado.⁶³ Sem dúvida, um sistema de divulgação de informações deficiente possibilita o acesso privilegiado de informações para alguns poucos investidores, abrindo margem a retornos extraordinários para estes e prejuízo para os menos informados, que estarão em desvantagem informacional na hora de decidir sobre seus investimentos. O que se deseja com a política de *disclosure* é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis, e não na tentativa de ter acesso privilegiado às informações.

Fabio Nusdeo, após tecer considerações sobre o dever de informar das sociedades anônimas de capital aberto, fornece-nos um exemplo hipotético de *insider trading*, extremamente válido por sua clareza e objetividade⁶⁴:

“Em uma empresa dedicada a empreitadas públicas, os diretores e principais assessores podem ficar sabendo a respeito de um grande contrato a ser por ela celebrado, por exemplo, para a construção de um trecho do metrô de uma grande cidade. Estes personagens poderão ir à Bolsa de Valores e adquirir grande quantidade de ações daquela companhia, para revendê-las com substancial lucro, logo depois, quando a notícia do contrato chegar ao mercado bursátil, elevando os preços daqueles papéis. O mesmo poderá se dar, em sentido inverso, se o contrato vier a ser cancelado. A isso se chama ‘informação privilegiada’ ou em inglês *insider trading*, isto é, negociação por aqueles de dentro — em muitas legislações capitulado como crime —, caso não feita ao mercado a competente comunicação.”

Cabe ainda fazer referência a um último comentário importante sobre o aspecto protetivo do *disclosure*, nem sempre destacado pelos autores. Explicamos-nos. É comum se falar que o *disclosure* protege o investidor. Todavia, ele também protege as empresas honestas, isto é, as que fornecem informação fidedigna aos investidores quando pretendem captar recursos junto ao mercado. A prestação de informações falsas implica violação do *disclosure*, suscitando a atuação repressiva da entidade reguladora. Nesse sentido, a política de *disclosure* elimina em grande medida a competição desleal que poderia acontecer, caso as empresas pudessem livremente se valer de informações inverídicas para atrair investimentos. Sobre o assunto, vale a pena recorrermos ao clássico Louis Loss:⁶⁵

⁶³ A conduta de *insider trading* constitui hoje no Brasil tanto ilícito administrativo (Lei 6.404/76, art. 155; Instrução CVM 358/02, art. 18), quanto ilícito criminal (Lei 6.385/76, art. 27-D).

⁶⁴ Nusdeo, Fábio, *Curso de economia: Introdução ao Direito Econômico*, 2001, p. 145.

⁶⁵ Loss, Louis, *Securities Regulation*, 1961, p. 178.

“The announced aim of Congress in passing the Securities Act was not only to inform the investor of the facts concerning securities offered for sale and to protect him against fraud and misrepresentation. It was also to protect honest enterprise, seeking capital by honest presentation, against the competition afforded by dishonest securities offered to the public through crooked promotion; to restore the confidence of the prospective investor in his ability to select sound securities; to bring into productive channels of industry and development capital which has grown timid to the point of hoarding; and to aid in providing employment and restoring buying and consuming power.”

Além disso, a política de *disclosure* promove a eficiência do mercado, no sentido de que a cotação dos valores mobiliários publicamente negociados deve refletir apenas as informações publicamente disponíveis. Mercado eficiente, como já o dissemos acima, é aquele em que a cotação dos títulos refletem fielmente as informações disponíveis sobre as companhias emissoras e seus valores mobiliários, não sendo as cotações, portanto, o resultado de práticas de manipulação de preços ou de informações privilegiadas. Estando a eficiência do mercado associada à velocidade de reação dos preços dos títulos às novas informações divulgadas, é certo que essa velocidade tenderá a ser maior na medida em que for mais eficiente o sistema de *disclosure*.

O *disclosure* também tem papel fundamental para a obtenção da eficiência do sistema financeiro como um todo, em termos de boa alocação da poupança pública. Imagina-se que os investidores, uma vez bem informados, aplicarão seus recursos nos valores mobiliários das empresas que apresentem melhor retorno, que tenham projetos mais eficientes ou que apresentem governança mais transparente.

No que diz respeito à definição das informações que devem ser prestadas pelas companhias, vários aspectos devem ser sempre levados em consideração pela entidade reguladora. Evidentemente, não é qualquer informação sobre a companhia emissora de valores mobiliários que deve ser objeto de *disclosure*. A informação desejada é a informação necessária à tomada de decisão do investidor, ou seja, que tenha repercussão sobre as decisões do público comprador e vendedor de títulos. Desse modo, a entidade reguladora deve limitar suas exigências apenas aos fatos que tiverem implicação sobre as decisões de investir em títulos ou sobre

as decisões de votar e fazer-se representar em assembléias de companhias abertas.⁶⁶

Na definição dos padrões de informações, a entidade reguladora deve também levar em conta os grupos cuja necessidade de informação se pretende suprir (destinatários do *disclosure*). Nesse mister, deve procurar atingir um balanceamento adequado entre os benefícios que o *disclosure* traz para os investidores e os custos que recaem sobre os emissores de valores mobiliários para a obtenção e a difusão das informações.

Finalmente, a entidade reguladora deve ter em vista que o mercado precisa ter acesso rápido à informação, de uma forma confiável e de modo adequado. Certamente, a preocupação do *disclosure* não se esgota na divulgação de informações, abrangendo também sua ampla disseminação. O importante é que os participantes do mercado possam assimilar, analisar, sintetizar e transmitir as informações disponíveis. Hoje, felizmente, esse aspecto tem sido muito facilitado pelas novas tecnologias (*internet*, sobretudo), que permitem incrível rapidez na transmissão das informações à entidade reguladora e, por conseqüência, ao mercado.

Os administradores das companhias abertas, como responsáveis pela divulgação das informações, devem promover a avaliação contínua das necessidades adicionais de fornecimento de informação ao mercado. Dado seu acesso e conhecimento sobre os fatos da empresa e dada sua maior capacidade em avaliar a relevância da informação, devem se utilizar sempre do critério do possível reflexo das informações verificadas sobre a cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia.

Embora implique gastos para as companhias, o *disclosure* não lhes traz ônus inconstitucional, sobretudo às companhias de grande porte e sadamente administradas. A submissão ao *disclosure* é o que acaba por lhes permitir ter acesso ao mercado de capitais, onde o custo de captação de recursos pode ser menor do que no mercado bancário.

⁶⁶ Comissão de Valores Mobiliários, *Regulamento do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios*. Rio de Janeiro, 1979.

3

INSTRUMENTOS NORMATIVOS DA CVM

Neste Capítulo, analisaremos os dois principais registros normatizados pela CVM: o Registro de companhia aberta e o Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Os registros são o principal instrumento de concretização da política de divulgação de informações (*disclosure*), a qual, como se viu, consiste na ampla disponibilização pelas companhias das informações necessárias à avaliação de cada oportunidade de investimento. Informações prestadas, ao mesmo tempo e para todo o mercado, sobre as companhias e sobre as ações por elas emitidas ao público.

Os registros são instrumentos normativos, porquanto são Instruções baixadas pela CVM que os instituem, estabelecendo às companhias deveres jurídicos de prestação de informações. São os registros que vão identificar quais são as informações que necessariamente têm de ser disponibilizadas pelas empresas, para que possam recorrer ao mercado de capitais, emitindo ações. O dever de observância dos referidos registros é legalmente expresso, conforme se verá adiante (Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76).

Enquanto principais instrumentos da política de *disclosure*, o Registro de companhia aberta e o Registro de oferta pública de distribuição de valores são complementares. Juntos, tornam possível a ampla divulgação de informações necessárias ao investidor no momento em que pretende aplicar seus recursos, permitindo-lhe avaliar a qualidade e o risco de cada oportunidade do mercado. Maria Isabel Bocater e Marília Gama Camacho¹ destacam com pertinência o caráter complementar dos registros:

“A preocupação fundamental quando da elaboração das normas que regulamentam os registros foi a de assegurar ao público que se dirige voluntariamente ao mercado, para comprar ou vender valores mobiliários, um fluxo mínimo contínuo de informações que possa propiciar uma tomada de decisão racional por parte destes investimentos. Os dois registros — o de companhia e o de emissão — funcionam de modo complementar, na medida em

¹ Bocater, Maria Isabel do Prado e Camacho, Marília Gama Rodrigues, *Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir*, Rio de Janeiro, 1988, p. 9.

que, quando do registro de emissão, basta à companhia já registrada agregar as informações e documentos pertinentes, específicos da operação de emissão.”

Inspirado no modelo dos Estados Unidos, o modelo regulatório brasileiro não atribuiu à CVM o poder para, a partir do mérito do investimento, aprovar ou desaprovar o Registro de companhia aberta ou o Registro de oferta pública de distribuição de títulos.² Nelson Eizirik nos ensina que o modelo regulatório adotado considera não caber ao Estado se substituir aos investidores na análise da qualidade das empresas e dos seus títulos, não havendo razão para se cogitar que o aparato estatal pudesse analisar melhor o mérito dos investimentos do que os efetivos participantes do mercado.³ Além disso, a análise do mérito da companhia ou dos seus valores mobiliários pela entidade reguladora abriria ensejo à responsabilização civil do Estado por prejuízos decorrentes de investimentos mal sucedidos, o que sem dúvida não é pretensão da regulação. Mais à frente, conclui Nelson Eizirik⁴:

“Com relação à emissão pública de ações, porém, a regra é a da inexistência de qualquer exame de mérito do investimento. O modelo legislativo dominante, na matéria, é o dos Estados Unidos, onde se levou a política do *disclosure* ao grau máximo de sofisticação.

O princípio básico da política de *disclosure* é de que o exame do mérito da emissão cabe unicamente aos investidores do mercado. Nessa linha, a história legislativa do Securities Act norte-americano de 1933 deixa claro que se visou substituir a filosofia do ‘caveat emptor’ (acautele-se o comprador) pela imposição do ônus de revelar todos os fatos relevantes e necessários a uma decisão de investimento consciente.

Entre nós, da mesma forma, nos termos da legislação vigente, não cabe à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da emissão pública.”

Assim, não pode a CVM, a partir da análise das informações fornecidas pelas empresas, determinar quais são as companhias que têm qualidade suficiente para a captação de recursos junto ao público. Quais as que merecem e quais as que não merecem ter registro perante a CVM? Definitivamente, não lhe compete exercer esse juízo de valor ou de mérito. A CVM deve sim condicionar os registros ao fornecimento adequado de informações por parte das companhias ao público investidor. Em seqüência, os investidores é que, com base nos elementos

² Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, p. 8.

³ *Ibid.*

⁴ Eizirik, *Ibid.*, p. 9.

colocados à sua disposição, tomarão a decisão de adquirir ou não os valores mobiliários emitidos e negociados publicamente. Nesse sentido, Louis Loss⁵ frisa: “*The Commission has no authority to approve any security or to pass on its merits. Its sole function is to assure that the registration statement is accurate and complete.*”

Estando claro que a entidade reguladora não procede a nenhum exame de mérito, deve igualmente ficar claro que a CVM, ao conceder qualquer dos registros, não garante nem assume responsabilidade pelo sucesso do empreendimento ou pela veracidade das informações fornecidas pelas companhias. Na verdade, nem a CVM nem qualquer outra entidade reguladora de outro país teriam capacidade para verificar, caso a caso, a fidedignidade de todas as informações que lhes são prestadas pelas companhias. É certo, por outro lado, que a comprovação de que foram prestadas informações falsas dá ensejo à atuação regulatória da CVM, seja, por exemplo, determinando a suspensão da negociação de certos valores mobiliários, seja aplicando penalidades administrativas após o devido processo administrativo sancionador. Isso tudo sem prejuízo das medidas cíveis cabíveis que podem ser tomadas pelos acionistas contra a companhia, seus administradores e controladores, bem como dos procedimentos criminais a serem adotados pelo Ministério Público.

Desse modo, e em outras palavras, compete à CVM exigir da empresa que pretende emitir publicamente valores mobiliários a indicação de todas as informações importantes relativas ao seu empreendimento e aos seus valores mobiliários, de forma que o investidor possa agir de moto próprio, interpretando os dados fornecidos e escolhendo os riscos que lhe aprouverem, não cabendo à CVM sinalizar em favor ou contra qualquer valor mobiliário negociado no mercado — decisão que pertence exclusivamente ao mundo privado.

A finalidade que orienta os dois registros é, por conseguinte, a de exigir o encaminhamento de informações para registro junto à entidade reguladora, a qual, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações fiquem disponíveis ao mercado. Os registros impõem o compromisso por parte das companhias que captaram recursos no mercado de que mantenham perene o fluxo de informações necessárias para os investidores atuais e potenciais.

⁵ Loss, Louis, *Securities Regulation*, 1961, p. 130.

Por isso, Nelson Eizirik considera que os registros normatizados pela CVM não são um fim em si mesmo, mas sim um meio de proceder-se à ampla divulgação de informação ao público. Isso, segundo o autor, revelaria o caráter instrumental dos registros, cuja finalidade seria a de colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre as companhias emissoras e sobre seus títulos. Informando os investidores, os registros proporcionam a proteção do investidor contra investimentos temerários, frutos de desinformação, estimulando desse modo a sua participação consciente e racional no mercado. Além disso, os registros tornam equitativa a disseminação de informações, evitando em grande medida a assimetria de informações entre os participantes do mercado e a figura do *insider trading*.

3.1

Registro de companhia aberta

A Lei 6.385/76 e a Lei 6.404/76 estabelecem que apenas as companhias registradas na CVM podem ter seus valores negociados no mercado de valores mobiliários. Trata-se do Registro de companhia aberta, o qual, previsto no art. 21, § 1.º, da Lei 6.385/76⁶ e no art. 4.º, § 1.º, da Lei 6.404/76⁷, hoje é minuciosamente disciplinado pela Instrução CVM 202/93.

O registro é importante, pois é ele que diferencia as companhias abertas das companhias fechadas. A diferença entre elas, que é dada pela Lei 6.385/76 e pela Lei 6.404/76, consiste em que apenas as abertas têm seus valores admitidos à negociação no mercado mobiliário, privilégio esse que decorre do fato de elas se submeterem à regulação da CVM, que lhes impõe forte regime de *disclosure*. Sendo assim, apenas às companhias que se registram na CVM — e que assim o fazendo abrem o seu capital, tornando-se companhias abertas — é permitido

⁶ Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19:

I – o registro para negociação na bolsa;

II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

§ 1.º Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

⁷ Art. 4.º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1.º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

capitalizar-se junto ao público investidor e ter seus títulos negociados no mercado de capitais.

Fiel à política de *disclosure*, o registro destina-se a prover uma base sólida de informações ao mercado, principalmente ao mercado secundário.⁸ Constitui-se num sistema contínuo de revelação de informações, anual e periodicamente atualizado pelas companhias, a fim de que os investidores disponham dos elementos necessários à tomada de decisão quanto aos seus investimentos.

O registro pode ser de dois tipos: para a negociação em bolsas de valores, ou para a negociação no mercado de balcão.

As bolsas de valores, notoriamente conhecidas, são entidades de natureza privada, geralmente formadas pela associação de sociedades corretoras de valores mobiliários, no seio das quais é criado um ambiente para que sejam transacionados valores mobiliários. Trata-se de mercado secundário⁹ por excelência, pois em seu recinto geralmente não são negociados títulos novos, mas sim valores mobiliários já de propriedade dos investidores. Ou seja, via de regra não é a sociedade anônima emissora que negocia na bolsa as suas ações; são os investidores, já proprietários dos valores, que os negociam na bolsa.¹⁰

Tavares Borba, tratando das bolsas de valores, bem observa que o fato de as ações de uma sociedade anônima estarem em alta ou em baixa nas bolsas não afeta diretamente, pois os valores transacionados são de propriedade dos investidores, e não da companhia. Entretanto, o autor alerta para o importante efeito reflexo, pois as empresas cujos papéis estejam bem cotados na bolsa têm natural facilidade em colocar no mercado novas ações ou outros títulos novos, capitalizando-se assim mais facilmente e a menor custo.¹¹

Inobstante sua natureza privada, as bolsas têm suas atividades supervisionadas pela CVM. São consideradas entidades auxiliares da regulação do mercado, na medida em que devem colaborar com as finalidades perseguidas pela CVM.¹² No Brasil, após a perda de importância da Bolsa do Rio de Janeiro, as

⁸ Borba, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 2003, p. 154. O autor explica a diferença entre mercado primário e secundário: “O mercado primário destina-se à colocação original dos títulos emitidos pelas sociedades e o mercado secundário à revenda desses títulos pelos seus adquirentes.”

⁹ Vide nota anterior.

¹⁰ Borba, José Edwaldo Tavares, *op. cit.*, p. 158.

¹¹ *Ibid.*, p. 159.

¹² *Ibid.*: “As bolsas de valores operam sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários”. Vide também Lei 6.385/76, art. 17.

bolsas de valores mais importantes são a BOVESPA¹³ e a BM&F¹⁴. Podemos dizer, portanto, que tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos convivem a regulação (CVM e SEC) com a auto-regulação (bolsas de valores), sendo certo que as entidades auto-reguladoras devem observar os limites fixados pelas normas da entidade reguladora.¹⁵

O mercado de balcão é formado pelos intermediários financeiros com atuação fora das bolsas de valores. Considera-se negociação de valores mobiliários no mercado de balcão a transação feita com a intermediação de bancos de investimentos, bancos múltiplos com carteira de investimento, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e agentes autônomos credenciados por essas instituições.

O mercado de balcão funciona fundamentalmente como mercado primário, pois é nele que é feita a negociação dos novos valores mobiliários emitidos publicamente pelas companhias. Mas pode acontecer também de no balcão dessas instituições serem negociados valores mobiliários que já estão no domínio dos investidores. Desse modo, o mercado de balcão pode servir tanto como mercado primário, quanto como secundário. Vale ressaltar, ainda, que valores mobiliários não admitidos à bolsa são negociados unicamente no mercado de balcão.¹⁶

Para a companhia ser registrada na CVM, primeiramente o seu estatuto social ou o Conselho de Administração deve atribuir a um dos diretores da sociedade a função de relações com investidores (DRI ou Diretor de Relações com Investidores), que poderá ou não ser exercida cumulativamente a outras atribuições executivas. É ele o responsável pela prestação de informações ao público investidor, à CVM e às bolsas de valores. É sua incumbência, outrossim, manter atualizado o registro da companhia perante a CVM.¹⁷

O pedido do registro de companhia aberta deverá ser apresentado à CVM e instruído com inúmeros documentos, os quais bem demonstram o regime de *disclosure* a que as companhias têm de se submeter: I - ata de reunião do

¹³ Bolsa de Valores de São Paulo.

¹⁴ Bolsa de Mercadorias e Futuros.

¹⁵ Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 1996, p. 2: “The largest and most prestigious national securities exchange is the New York Stock Exchange which is followed both in size and in prestige by the American Stock Exchange. Both of these national exchanges are recognized and regulated pursuant to section 6 of the Securities and Exchange Act of 1934 and thus are subject to supervision and oversight by the Securities and Exchange Commission.”

¹⁶ Borba, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 2003, p. 160.

¹⁷ Instrução CVM 202/93, art. 5.º e 6.º.

Conselho de Administração ou da Assembléia Geral que houver designado o diretor de relação com investidores; II - requerimento assinado pelo diretor de relações com investidores, contendo informações sobre: a) principais características da distribuição de valores mobiliários; ou b) dispersão acionária da companhia, indicando a forma pela qual suas ações foram distribuídas no mercado, anexando lista nominal dos atuais acionistas e respectivas quantidades de ações possuídas; ou c) outras razões que justifiquem o pedido de registro; III - quando se tratar de pedido de registro para negociação em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado, declaração da entidade informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário da companhia, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM; IV - exemplar atualizado do estatuto social; V - demonstrações financeiras e notas explicativas previstas no art. 176 da Lei 6.404/76, referentes aos três últimos exercícios sociais, indicando-se os jornais e as datas em que forem publicadas; VI - demonstrações financeiras referentes ao último exercício social ou levantadas em data posterior ao encerramento do exercício social; VII - relatório da administração referente ao último exercício social; VIII - parecer de auditor independente, devidamente registrado na CVM, relativo às demonstrações financeiras do último exercício social ou levantadas em data posterior ao encerramento do exercício social; IX - demonstrações financeiras consolidadas, acompanhadas de notas explicativas e de parecer de auditor independente, referentes ao último exercício social, ou levantadas em data posterior ao encerramento do mesmo, caso nesse período os investimentos adicionados aos créditos de qualquer natureza em controladas representem mais de trinta por cento do patrimônio líquido da companhia; X - demonstrações financeiras e, se for o caso, demonstrações consolidadas, acompanhadas de notas explicativas e parecer de auditor independente devidamente registrado na CVM, levantadas em data que anteceder, no máximo, três meses o pedido de registro na CVM, quando: a) o último exercício social for de doze meses e, na data do pedido de registro, já tiver transcorrido período igual ou superior a quarenta e cinco dias da data de encerramento do último exercício social; b) o último exercício social compreender período superior a doze meses e a companhia ainda não tiver levantado as respectivas demonstrações financeiras; c) o exercício social em curso compreender período superior a doze meses e, na data do pedido de registro, já tiver transcorrido período igual ou superior a doze meses;

XI - atas de todas as assembléias gerais de acionistas, realizadas nos doze meses anteriores à data de registro na CVM; XII - fac-símile dos certificados de todos os tipos de valores mobiliários emitidos pela companhia ou, se for o caso, cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de ações escriturais; XIII - quando se tratar de companhia em fase pré-operacional, estudo de viabilidade econômico-financeira do projeto, indicando, inclusive, os fatores de risco envolvidos no empreendimento, elaborado em data que anteceder em até três meses a entrada do pedido na CVM; XIV - formulário de Informações Anuais - IAN; XV - formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP; XVI - formulário de Informações Trimestrais - ITR, contendo informações sobre os três primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre, acompanhadas de Relatório sobre Revisão Especial, emitido por auditor independente, devidamente registrado na CVM.¹⁸ Inobstante a lista de documentos seja extensa e cansativa, achamos importante trazê-la, vez que ela permite dimensionar a amplitude das informações que as companhias devem prestar, sob pena de não lograrem o Registro de companhia aberta perante a CVM.

É ainda facultativa a apresentação de projeções empresariais pelas companhias. Sucede porém que, uma vez divulgadas ao mercado projeções empresariais, a facultatividade transmuda-se em obrigatoriedade, e, conseqüentemente, a companhia deve apresentar com clareza, para cada um dos itens e períodos projetados, as premissas e as memórias de cálculos utilizadas nas projeções. Além disso, a companhia passa a ter que apresentar trimestralmente confronto entre as projeções elaboradas e os resultados efetivamente obtidos no trimestre, devendo ainda indicar com clareza e exatidão os motivos que levaram a desvios das projeções anteriormente feitas.¹⁹

¹⁸ Instrução CVM 202/93, art. 7.º.

¹⁹ Instrução CVM 202/93, art. 8.º. A facultatividade, e não obrigatoriedade, da apresentação de projeções é bem explorada por Voto do Diretor Sergio Weguelin, no Processo CVM RJ 2005/1717, apreciado pelo Colegiado em 21/06/2005: “Na verdade, distinguem-se duas modalidades de informações: as chamadas informações *hard*, ou seja, verificáveis através de acontecimentos ou situações localizadas no tempo passado, e as informações *soft*, caracterizadas pela subjetividade e por um razoável grau de incerteza ou imprecisão. As projeções incluem-se entre as chamadas informações *soft*, porquanto contêm razoável dose de subjetividade¹⁹. A razão de a CVM não ter incluído as projeções empresariais entre os documentos obrigatórios está explícita na decisão proferida em sede do Inquérito Administrativo Sancionador CVM 06/87 (o famoso “caso Cobrasma”). Naquela oportunidade, diante de caso concreto (certamente distinto do presente), o Colegiado trouxe à luz várias considerações importantes sobre projeções empresariais,

É também recomendável, mas não obrigatória, a prestação de informações sobre a estrutura de capital e sobre a análise gerencial da companhia. A primeira consiste na relação entre recursos próprios e de terceiros que os administradores da companhia considerem adequada e que pretendam manter ao longo das atividades desenvolvidas. A segunda consiste na apreciação, pelos administradores, dos principais fatos ocorridos na companhia, inclusive em seu patrimônio e resultados, com reflexos na vida social, que permita ao investidor avaliar a formação do resultado com base em fatos do conhecimento da administração e não refletidos necessariamente nas demonstrações financeiras.²⁰

O pedido do registro deve ser analisado pela CVM no prazo de 30 dias, podendo ser prorrogado uma única vez, caso a CVM entenda necessário solicitar à companhia documentos e informações adicionais, passando a fluir novo prazo a partir do cumprimento das exigências da entidade reguladora. A não apresentação dos documentos exigidos pela CVM implica a desconsideração do pedido de registro e o conseqüente cancelamento do protocolo. Logo, ou a companhia se dispõe às exigências do *disclosure*, ou não terá o registro de companhia aberta. Recebidas as informações, a CVM as colocará à disposição do público.²¹

Uma vez concedido o registro de companhia aberta, não cessa o regime de *disclosure*, o qual, como vimos, pressupõe um caráter permanente de prestação de informações. A companhia registrada está, pois, obrigada a continuar a prestar à CVM e à bolsa em que seus títulos são negociados uma série de informações periódicas e eventuais, também necessárias ao *disclosure*.

As informações periódicas, que devem ser prestadas nos prazos assinalados pela Instrução 202/93 da CVM, são as seguintes: I - as demonstrações financeiras, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor

das quais me valerei no presente voto. Dentre elas, a de que a CVM, para não incluir as projeções entre as informações obrigatórias, levou em conta o grau de sofisticação que caracteriza a informação prospectiva e a tendência do investidor menos esclarecido em atribuir peso e validade excessiva às previsões divulgadas pelas companhias. De qualquer forma, embora sem estimular a divulgação de projeções, a CVM facultou às companhias a possibilidade de fazerem uso dessa alternativa, tendo estabelecido, entretanto, desde 1979, algumas condicionantes para a sua divulgação. Hoje, as condicionantes estão previstas no art. 8.º da Instrução CVM 202/93. Está claro ali que a facultatividade da apresentação de projeções empresariais transmuda-se em obrigatoriedade a partir do momento em que elas são divulgadas ao mercado, (i) devendo a divulgação vir acompanhada das premissas e memórias de cálculo utilizadas, (ii) devendo as projeções serem confrontadas com as informações trimestrais, e (iii) devendo serem objeto de fato relevante quando perderem a validade.”

²⁰ Instrução CVM 202/93, art. 9.º.

²¹ Instrução CVM 202/93, art. 10 e 11.

independente: II - formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP; III - edital de convocação da assembleia-geral ordinária; IV - formulário de Informações Anuais – IAN; V - sumário das decisões tomadas na assembleia-geral ordinária; VI - ata da assembleia-geral ordinária; VII - fac-símile dos certificados dos valores mobiliários emitidos pela companhia, se tiver havido alteração nos enviados anteriormente; VIII - formulário de Informações Trimestrais – ITR, acompanhadas de Relatório de Revisão Especial emitido por auditor independente devidamente registrado na CVM.²²

As informações eventuais, ou seja, aquelas que podem ocorrer ou não durante o curso da vida societária de uma empresa, devem também observar os prazos assinalados pela Instrução CVM 202/93. São as seguintes: I - edital de convocação de assembleia-geral extraordinária ou especial; II - sumário das decisões tomadas nas assembleias-gerais extraordinária ou especial; III - ata de assembleia extraordinária ou especial; IV - acordo de acionistas, quando do arquivamento na companhia; V - convenção de Grupo de Sociedades, quando de sua aprovação; VII - informação sobre pedido de concordata, seus fundamentos, demonstrações financeiras especialmente levantadas para obtenção do benefício legal e, se for o caso, situação dos debenturistas quanto ao recebimento das quantias investidas, no mesmo dia da entrada do pedido em juízo; VIII - sentença concessiva da concordata; IX - informação sobre pedido ou confissão de falência; X - sentença declaratória de falência com indicação do síndico da massa falida, no mesmo dia de sua ciência pela companhia; XI - outras informações solicitadas pela CVM.²³

Dentre as informações periódicas, merece destaque o dever das companhias de divulgação de ato ou fato relevante, sem o que não estaria completo o regime de *disclosure* a que se submetem. Trata-se de exigência que decorre tanto da Lei 6.404/76²⁴, como das Instruções CVM 202/93 e 358/02. Considera-se ato ou fato relevante qualquer ato ou fato relacionado aos negócios da empresa que possa influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia ou nas decisões dos investidores.²⁵ Em vista da impossibilidade de a normatização prever todos os casos de ato ou fato

²² Instrução CVM 202/93, art. 16.

²³ Instrução CVM 202/93, art. 17.

²⁴ Lei 6.404/76, art. 157, § 4º.

²⁵ Instrução CVM 358/02, art. 2.º.

relevante, que vão depender das peculiaridades de cada companhia, a Instrução CVM 358/02 limitou-se a elencar exemplificativamente algumas hipóteses: decisão do controlador de venda do controle da companhia; decisão de mudança do objeto da companhia; renegociação de dívidas; desenvolvimento de nova tecnologia pela companhia.²⁶ Os atos ou fatos relevantes devem ser divulgados por publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, e seu teor deve ser remetido imediatamente à CVM.

Notamos ainda que a companhia que não mantiver seu registro atualizado na CVM estará sujeita às multas cominatórias previstas na própria Instrução CVM 202/93.²⁷ As multas, a toda evidência, constituem medida coercitiva pela qual a CVM pretende a observância do regime de *disclosure*.

Finalmente, cabe reiterar que, na esteira da regulação fundada na política de *disclosure*, a concessão do registro de companhia aberta pela CVM não implica qualquer apreciação da entidade sobre o mérito da companhia, sendo os administradores das empresas os verdadeiros responsáveis pela veracidade das informações prestadas.

No Brasil, há hoje 625 companhias com registro na CVM. Portanto, 625 companhias abertas. Esse número já foi muito maior, tendo já alcançado o patamar de 900 companhias em dezembro de 1998.²⁸ Contudo, sofreu forte redução no final da década de 1990, marcada pela concentração de empresas mediante fusões e incorporações, bem como por inúmeros cancelamentos de registro. Nos últimos anos, todavia, temos assistido felizmente à abertura do capital de companhias importantes, como a Gol Linhas Aéreas Inteligentes S/A²⁹, a Natura Cosméticos S/A³⁰, a Submarino S/A³¹, a Grendene S/A³² e a Localiza Rent a Car S/A³³, o que pode revelar o recrudescimento do mercado de capitais brasileiro.

²⁶ Instrução CVM 358/02, art. 2.º, parágrafo único.

²⁷ Instrução CVM 202/93, art. 18.

²⁸ Fonte: CVM – Superintendência de Relações com Investidores (SEP), em 15/07/2005.

²⁹ Registrada em 09/06/2004.

³⁰ Registrada em 21/05/2004.

³¹ Registrada em 29/03/2005.

³² Registrada em 26/10/2004.

³³ Registrada em 06/05/2005.

3.2

Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários

A Lei 6.385/76 e a Lei 6.404/76 estabelecem que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado de capitais sem prévio registro na CVM. É dizer, o esforço para a colocação pública de valores mobiliários com vistas a levantar recursos para as empresas depende da sujeição do emissor à regulação da CVM e ao regime de *disclosure* por ela estabelecido. Trata-se do Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o qual, previsto no art. 19, *caput*, da Lei 6.385/76³⁴ e no art. 4.º, § 2.º, da Lei 6.404/76³⁵, hoje é minuciosamente disciplinado pela recente Instrução CVM 400/03.³⁶

A Instrução regula o registro das ofertas públicas primárias e das ofertas públicas secundárias.³⁷ O registro visa a assegurar o *disclosure* e a proteção do público investidor, através do fornecimento de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas. Nesse sentido, Nelson Eizirik esclarece que “o registro da emissão está inserido no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.”³⁸

Assim, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados

³⁴ Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

³⁵ § 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

³⁶ A legislação brasileira se utiliza das expressões oferta pública, distribuição pública, colocação pública ou emissão pública com o mesmo significado, qual seja o de designar o oferecimento de valores mobiliários aos investidores. No direito comparado, o termo consagrado é *placement* (colocação).

³⁷ Oferta pública primária é aquela feita com valores mobiliários que pela primeira vez vão ser adquiridos pelo mercado, capitalizando assim a companhia emissora. Oferta pública secundária é aquela feita com valores mobiliários anteriormente colocados no mercado, não implicando necessariamente, portanto, capitalização da empresa, já que os títulos oferecidos podem ser de propriedade da própria companhia emissora e também de investidores. Tanto a oferta primária quanto a secundária, por implicarem captação da poupança pública, estão sujeitas a prévio registro (*disclosure*) perante a CVM.

³⁸ Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, p. 6.

ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na CVM, nos termos da Instrução CVM 400/03.

É preciso deixar claro que a CVM normatiza as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, mas não as ofertas privadas ou particulares. A CVM tem foco apenas na proteção da poupança pública, e esta não guarda qualquer relação com as ofertas privadas ou particulares. Nas ofertas privadas ou particulares, não há captação da poupança da coletividade, mas tão-somente da poupança dos poucos agentes envolvidos na negociação, não se justificando portanto a atuação regulatória governamental.

Caracteriza-se a oferta pública basicamente pelo fato de ser uma proposta dirigida a pessoas indeterminadas, não individualizadas. Isto é, ao mercado como um todo. Assim, no momento de realização da oferta, há uma indeterminação dos destinatários; qualquer pessoa pode aceitar a proposta de comprar as ações da companhia A ou B, individualizando-se apenas no momento de aceitação da oferta. Há portanto oferta dirigida à generalidade dos indivíduos. Ademais, no caso de oferta pública, geralmente inexistem vínculos entre a companhia emissora e os destinatários da oferta. Nas emissões privadas, diferentemente, existe determinação dos destinatários da oferta e via de regra existe prévio relacionamento entre as partes.³⁹

A Lei 6.385/76 não conceituou nem a oferta pública, nem a privada, mas ofereceu indicações para a caracterização de uma oferta pública.⁴⁰ Essas indicações, hoje incorporadas à Instrução CVM 400/03, estabelecem que são atos de distribuição pública, por exemplo, a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público. Caracteriza-a também a procura de subscritores ou adquirentes por meio de empregados, representantes ou agentes, assim como a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público. Finalmente, também caracteriza a oferta pública a utilização de publicidade.⁴¹

O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser apresentado à CVM pelo ofertante emissor dos títulos em

³⁹ Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, p. 12-21.

⁴⁰ Lei 6.385/76, art. 19, § 3.º.

⁴¹ Instrução CVM 400/03, art. 3.º.

conjunto com a instituição financeira líder da distribuição (*underwriter*)⁴², e deverá ser instruído com os documentos e informações aptos a fornecerem amplo *disclosure* sobre os títulos oferecidos. Assim, em forma de minuta, o ofertante deve apresentar, dentre outros documentos: I - contrato de distribuição firmado entre o ofertante e as instituições financeiras encarregadas da distribuição pública; II - modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição, o qual deverá conter, obrigatoriamente: a) previsão para identificação de sua numeração; b) espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente; c) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e d) declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do Prospecto Definitivo; III - exemplares da minuta do Prospecto da emissão; IV - cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis; V - minuta do Anúncio de Início de Distribuição; VI - minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição; VII - modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso; VIII - declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, caso a companhia já seja registrada na entidade reguladora; IX - comprovante de pagamento da taxa de fiscalização cobrada pela CVM.⁴³

Dentre os documentos listados que devem instruir o pedido, merece destaque o prospecto da distribuição pública. O prospecto consiste no documento obrigatório elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição e que deve conter informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. O prospecto deve conter os dados e informações detalhadas sobre a oferta, sobre os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes, sobre o ofertante,

⁴² Toda oferta pública deve ser coordenada por instituição financeira (*underwriter*). Caso haja mais de uma instituição envolvida, uma delas deve ser designada como instituição líder, que nada mais é do que a principal instituição financeira contratada para cuidar dos procedimentos da distribuição. Sobre as obrigações da instituição líder, vide art. 37 da Instrução CVM 400/03. O contrato firmado entre o ofertante e a instituição financeira chama-se *underwriting*. O *underwriting* pode ser de três modalidades: a) firme; b) com garantia de sobras; c) melhor esforço. Para maiores informações, vide Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, pp. 27-66.

⁴³ Instrução CVM 400/03, art. 7.º e Anexo II.

sobre a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira, sobre terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários e, finalmente, sobre terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta. O Anexo III da Instrução CVM 400/03 trata esmiuçadamente sobre todos os detalhes informacionais que, através do prospecto, devem ser fornecidos aos destinatários da oferta.

É obrigatória a entrega de exemplar do prospecto ao investidor, sendo admitido o seu envio por meio eletrônico. A entrega faz confirmar, ainda que por presunção, que o investidor está ciente dos riscos que o investimento suscita.⁴⁴ Sem prejuízo da obrigatoriedade da sua entrega, na data do início da distribuição dos valores mobiliários o prospecto deve estar disponível na sede e na página da rede mundial de computadores da emissora, do ofertante, das instituições intermediárias envolvidas, da CVM e da bolsa onde os valores mobiliários da emissora estejam admitidos à negociação.

Ainda sobre o prospecto, é interessante acrescentar o seguinte detalhe: deve constar da sua capa, expressamente e com destaque, a informação de que “o registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre os valores mobiliários a serem distribuídos”, corroborando desse modo tudo o que já falamos sobre o regime de *disclosure*. O mesmo se diga com relação aos Estados Unidos, havendo referência em Louis Loss de que dos prospectos deve constar o seguinte aviso: “*These securities have not been approved or disapproved by the Securities and Exchange Commission nor has the Commission passed upon the accuracy or adequacy of this prospectus. Any representation to the contrary is a criminal offense.*”⁴⁵

⁴⁴ Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 1996, p. 79: “It is generally conceded to be a fiction that each or potential investor reads the prospectus from cover to cover; and thus it has been suggested by some observers that most required disclosure is not in fact relevant to the majority of purchasers. However, investment professionals, such as research analysts, investment advisers and broker-dealers, when viewed as a group, read all publicity disseminated information in addition to other information which is otherwise available. The opinion of these market professionals, frequently reflected in terms of buy or sell recommendations, create an informed and supposedly efficient market which, in turn, prices the securities at an appropriate level. Accordingly, it is asserted that notwithstanding the absence of lay investor interest in the bulk of the SEC disclosure documents, the relevant information nonetheless is filtered into the market and is reflected by the price established by any informed market.”

⁴⁵ Loss, Louis, *Securities Regulation*, 1961, p. 185.

Lembramos ainda que o ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição. No mesmo sentido, a instituição financeira líder da subscrição pode também ser responsabilizada pela incorreção das informações, se for comprovada a falta de diligência ou omissão para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes e suficientes. Nas palavras de Nelson Eizirik, “a responsabilidade pelas informações prestadas é da companhia e do *underwriter*; já a análise do mérito do empreendimento deve ser realizada pelos investidores do mercado, com base nas informações disponíveis”.⁴⁶

O pedido de registro deve ser instruído adicionalmente com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando: I - a oferta tenha por objeto a constituição de companhia; II - a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários; III - a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora; IV - houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; V - a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta. A exigência do estudo de viabilidade econômico-financeira busca, por conseguinte, a obtenção de informações mais aprofundadas das sociedades ainda não consolidadas, das companhias cujo valor da distribuição pública se baseia em projeções empresariais, das sociedades em dificuldades financeiras ou, finalmente, das sociedades que vinculam à captação investimentos que realizarão em empresas controladas ou coligadas.⁴⁷

A partir do requerimento, a CVM tem 20 dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, prazo este que, a exemplo do pedido de Registro de companhia aberta, poderá ser interrompido uma única vez, se a CVM entender necessário solicitar a prestação de informações adicionais para o deferimento do registro. Vale notar que a CVM, considerando as particularidades da oferta, tem

⁴⁶ Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, p. 11.

⁴⁷ Instrução CVM 400/03, art. 32.

flexibilidade para, a seu critério, dispensar o registro ou alguns dos requisitos para o registro, caso verifique que, apesar da dispensa, a proteção do investidor pela adequada prestação de informações restará preservada. Fornecidas as informações exigidas pela CVM, o deferimento do registro será comunicado à instituição financeira líder da distribuição e ao ofertante.⁴⁸

Reiteramos que não está ao alcance da CVM o poder de aprovar ou desaprovar emissões públicas de valores mobiliários, a partir da sua análise sobre o mérito do investimento. Consoante já o dissemos, na quase generalidade dos países que dispõem de leis sobre o mercado de capitais, não se comete ao Estado o poder de aprovar ou desaprovar uma emissão pública de títulos por razões de conveniência ou oportunidade.

Logo, não existe por ocasião do deferimento do pedido de registro nenhuma chancela estatal quanto à qualidade dos papéis ou à veracidade das informações prestadas.⁴⁹ O deferimento do registro perante a CVM significa apenas que se encontram em poder da entidade reguladora os documentos e informações necessários à avaliação, pelo investidor, do investimento proposto. O deferimento ou indeferimento do pedido baseia-se em critérios formais de legalidade e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica do ofertante, à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados. Conseqüentemente, o pedido de registro será indeferido apenas quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM no sentido da disponibilização de informações suficientes.⁵⁰

Apenas excepcionalmente o registro pode ser indeferido pela CVM a partir da análise do mérito do investimento. Tão-somente na hipótese de constituição de nova companhia mediante subscrição pública, circunstância expressamente prevista pela Lei 6.404/76.⁵¹ Nesse particular, o pedido será denegado caso a entidade reguladora reconheça a inviabilidade ou temeridade do empreendimento,

⁴⁸ Instrução CVM 400/03, art. 8.º, 9.º e 14.

⁴⁹ Eizirik, Nelson, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, 1992, p. 11.

⁵⁰ Borba, José Edwaldo Tavares, *Direito Societário*, 2003, p. 157.

⁵¹ Art. 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.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores.

ou ainda caso reconheça a inidoneidade dos seus fundadores. É a única situação em que a CVM tem poder para analisar o mérito da distribuição pública. A medida se justifica porquanto, em se tratando de companhia ainda por se constituir, não existe histórico dos fundadores ou da empresa. De qualquer forma, como toda medida excepcional, o indeferimento com base na análise do mérito deve ser utilizado com extrema cautela, pois vai de encontro à filosofia do *disclosure*. A nosso ver, só tem sentido quando a CVM verificar extraordinária vulnerabilidade dos destinatários da oferta em relação às informações prestadas pelos que pretendem constituir a nova companhia.⁵²

Finalmente, a CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta pública de distribuição que esteja se processando em condições diversas das constantes do registro ou que tenha sido havida por ilegal, contrária à normatização da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

⁵² Instrução CVM 400/03, art. 16, I.

4

INSTRUMENTOS EXECUTIVOS DA CVM

Reservamos este Capítulo para a análise dos instrumentos executivos da CVM. Uma vez que parece redundante a afirmação de que uma entidade reguladora administrativa faz uso contínuo de instrumentos executivos — já que em princípio à Administração pública compete executar a Lei aos casos concretos e individualizados¹ —, convém que esclareçamos brevemente o que estamos a chamar de instrumentos executivos. Não pretendemos trabalhar uma conceituação do que seriam instrumentos executivos. Preferimos nos limitar a uma enunciação descritiva dos mecanismos que visam, em última análise, ao cumprimento das normas do mercado de capitais pelos participantes do mercado.

Nesse sentido, o presente Capítulo se divide em dois tópicos. No primeiro, destacaremos instrumentos executivos *lato sensu*, que em síntese consistem em mecanismos variados de investigação de ilícitos pela CVM ou de determinação aos agentes de que devem se adequar às normas da regulação. No tópico seguinte, analisaremos o poder da CVM de determinar o adiamento ou a interrupção do prazo de convocação de assembléia-geral de companhia aberta, instrumentos regulatórios novos, recentemente incluídos na Lei 6.404/76 pela Lei 10.303/01.

4.1

Instrumentos executivos *lato sensu*

Sendo certo que a CVM é dotada de poder normativo, isto é, de poder para estabelecer deveres jurídicos relacionados ao objeto da sua regulação, nada mais natural que a ela também tenha sido conferido o poder-dever de executar ou fiscalizar o cumprimento das normas do mercado de capitais. Como anota Eros Roberto Grau, a normatização de um setor reclama automaticamente a sua fiscalização.²

É nesse sentido que foi atribuído à CVM o dever de fiscalizar o cumprimento da Lei 6.385/76, da Lei 6.404/76, dos seus normativos e de eventuais outras normas

¹ Silva, José Afonso da, *Curso de Direito Constitucional Positivo*, 2001, p. 112.

² Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 100: “A atuação normativa reclama fiscalização que assegure a efetividade e eficácia do quadro normativamente definido.”

respeitantes ao mercado de capitais.³ Vale notar que as regras baixadas pela CVM não se resumem à disciplina do Registro de companhia aberta e do Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, tratados no Capítulo anterior. Vai muito mais além. A CVM também normatiza os registros dos intermediários do mercado, normatiza a conduta dos intermediários, normatiza a constituição e o funcionamento das entidades auto-reguladoras, tipifica as operações fraudulentas, as práticas manipulatórias, a criação de condições artificiais de mercado, a prática não equitativa, normatiza a atividade de auditoria independente, dentre outros assuntos. Essa pequena e ilustrativa remissão a outras matérias normatizadas pela CVM, acrescida da matéria normatizada pela Lei 6.385/76 e pela Lei 6.404/76, permite perceber a amplitude das atribuições de fiscalização da CVM. A seguir, portanto, faremos uma referência descritiva de várias atuações que, em conjunto, consubstanciam a atividade fiscalizatória da CVM. Destacamos apenas as que nos pareceram mais importantes.

A CVM pode examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, programas eletrônicos, arquivos magnéticos, arquivos ópticos ou de qualquer outra natureza de todas as pessoas que estão sujeitas à sua regulação. Trata-se dos documentos das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, a saber: instituições financeiras que tenham por objeto distribuir valores mobiliários; sociedades que tenham por objeto a compra e venda de valores mobiliários; sociedades e agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; bolsas de valores; entidades do mercado de balcão; corretoras de mercadorias, operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; quaisquer pessoas que tenham atuado no mercado de capitais.⁴

O exame dos documentos também se estende às informações mantidas pelas companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários, assim como às respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum. Estende-se ainda aos documentos e registros mantidos pelos fundos e sociedades de investimento, pelas carteiras e depósitos de valores mobiliários, pelos auditores independentes, pelos consultores e analistas de valores mobiliários. Os

³ Lei 6.385/76, art. 11.

⁴ Lei 6.385/76, art. 9.º, I.

documentos devem ser mantidos pelas pessoas referidas em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos.⁵

A CVM também tem o poder de intimar as pessoas referidas a prestar informações ou esclarecimentos, sob cominação de multa por dia de atraso.⁶ Podemos dizer que tanto o exame de documentação quanto os depoimentos revelam uma faceta quase-policial da CVM, porquanto, assim como sucede no inquérito policial, a CVM tem nos documentos apreendidos e nos depoimentos colhidos uma importante forma de reconstituição dos fatos ocorridos. Consubstanciam, portanto, importante instrumento para a comprovação da materialidade das infrações cometidas e da sua autoria. São fundamentais para que se identifique, se reconstitua e se comprove a realização de atos ilegais, como prestação de informações falsas, manipulações do mercado, abuso do poder de controle, operações fraudulentas, práticas não eqüitativas, infiel execução de ordens ou qualquer outra conduta ilícita contrária às normas da regulação.

A CVM tem também o poder para requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública, com vistas ao cumprimento de sua atividade fiscalizatória. Pode ainda firmar convênios com entidades reguladoras internacionais ou de outros países, para assistência e cooperação na condução de investigações contra violação às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários. De notar que a CVM firma convênios, e não tratados internacionais, já que estes são privativos dos Estados nacionais. Hoje, a CVM mantém intercâmbio com inúmeras entidades reguladoras estrangeiras e entidades internacionais, a exemplo da SEC (Estados Unidos), CVMQ (Canadá), COB (França), BAFi (Alemanha), ASC (Austrália), IOSCO, COSRA.⁷ A CVM também está autorizada a firmar convênio com entidades ou órgãos nacionais, mantendo atualmente intercâmbio de ajuda mútua com o BACEN, ANTT, ANP, ANEEL e SUSEP.

A atividade fiscalizatória da CVM deve também estar sintonizada com a atuação do Ministério Público, este que em face da Constituição de 1988 é o titular da ação penal pública, além de ser o principal encarregado da defesa dos interesses coletivos.⁸ A convergência de objetivos entre a CVM e o *Parquet* é evidente, porquanto os ilícitos

⁵ Lei 6.385/76, art. 9.º, I.

⁶ Lei 6.385/76, art. 9.º, II.

⁷ SEC (*Securities and Exchange Commission*); CVMQ (*Commission des Valeurs Mobilières du Quebec*); COB (*Commission des Opérations de Bourse*); BAFi (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*); ASC (*Australian Securities Commission*); IOSCO (*Organização Internacional das Comissões de Valores*); COSRA (*Conselho de Reguladores de Valores Mobiliários das Américas*).

⁸ Constituição, art. 129, I e III.

administrativos reprimidos pela CVM podem também constituir ilícitos penais.⁹ Os ilícitos administrativos podem ainda ter repercussão civil de interesse coletivo, ensejadora do ajuizamento de ação civil pública.

Assim, quando as apurações indicarem ocorrência de crime de ação pública, a CVM deverá informar ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou à comprovação dos fatos.¹⁰ Luís Roberto Barroso sustenta que a CVM deve comunicar o ilícito criminal ao *Parquet* apenas quando concluir pela sua ocorrência, isto é, após encerrado o processo administrativo em trâmite na entidade reguladora, mas nunca antes do posicionamento final da CVM.¹¹ Parece-nos, entretanto, que nada impede que o Ministério Público e a entidade reguladora tenham atuação conjunta ainda na fase de investigação dos ilícitos. Sem dúvida, é salutar a qualquer tempo a atuação conjunta dos organismos estatais. Além disso, é evidente que o *Parquet* não está vinculado à interpretação adotada pela CVM sobre os fatos.

Na esfera cível, parece-nos cabível tanto à CVM quanto ao Ministério Público promover a defesa judicial de interesses coletivos dos investidores.¹² Referimo-nos, em especial, à possibilidade de a CVM e de o *Parquet* ajuizarem ação civil pública, medida judicial prevista na Lei 7.347/85 e na Lei 7.913/89.¹³ Cabe notar, todavia, que essa não tem sido a prática da CVM, o que em grande medida pode ser atribuído às limitações materiais e humanas da entidade.

⁹ Lei 6.385/76, arts 27-C (crime de manipulação do mercado), 27-D (crime de uso indevido de informação privilegiada) e 27-E (exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função).

¹⁰ Lei Complementar 105/02, art. 9.º.

¹¹ Barroso, Luís Roberto, *Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Banco Central e Receita Federal. Comunicação ao Ministério Público para fins penais. Obrigatoriedade da conclusão prévia do processo administrativo*, 2003, pp. 539-592. O autor fundamenta seu posicionamento principalmente na alegação de que uma comunicação precipitada da CVM ao *Parquet* poderia provocar indevido dano à honra e à imagem das pessoas. Além disso, afirma que a comunicação poderia envolver a transferência de dados sigilosos, sem a devida autorização judicial.

¹² Constituição, art. 129, III.

¹³ A Lei 7.347 disciplinou a tutela cível de direitos coletivos. Por sua vez, a Lei 7.913/89 (art. 1.º) declarou caber ao Ministério Público, de ofício ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais, especialmente a ação civil pública, necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores. Embora a literalidade possa dar margem à interpretação de que apenas ao Ministério Público seria dada a competência para ajuizar ação civil pública, esse entendimento não pode prosperar, sobretudo em face da interpretação constitucional que se impõe. Primeiro, porque desprestigiaria a Constituição (art 129, § 1.º), que assenta com precisão que a legitimação do *Parquet* para as ações civis não exclui a legitimação de terceiros. Segundo, porque iria de encontro a todo o movimento constitucional identificado com a Constituição de 1998, cuja característica tem sido a da ampliação do rol dos legitimados para garantir a efetividade do sistema de garantia de direitos coletivos. Terceiro, porque a Lei 7.347/85 (art. 5.º) estabelece entre os legitimados para a propositura da ação civil pública as autarquias, restando justificada portanto a atuação da CVM. Sobre o assunto, vale conferir o excelente texto produzido pela Procuradora Federal Márcia Tanji (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/N.º 378/2004).

A CVM também pode a qualquer momento, e isso é muito comum, determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas. A determinação é importantíssima, pois, como vimos, a precisão das demonstrações financeiras e de outros documentos societários informacionais é essencial para a concretização da política de *disclosure*. Por expressa disposição legal, a CVM pode também divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado.¹⁴

A Lei 6.385/76 previu ainda medidas mais drásticas, que podem ser tomadas pela CVM com vistas à preservação das normas do mercado. Para prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, atribuiu à CVM o poder de suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou de decretar o recesso de bolsa de valores. Atribuiu também o poder de suspender ou cancelar os registros administrados pela CVM. Sem dúvida, são medidas extremas, que visam a afastar do mercado de capitais os participantes ou os valores mobiliários que estejam em desacordo com a regulação.¹⁵

A CVM tem ainda o poder de proibir aos participantes do mercado a prática de atos que a seu juízo estejam em desacordo com a normatização e que lhe pareçam prejudiciais ao funcionamento regular do mercado. Por expressa previsão legal, a entidade reguladora pode determinar a proibição do ato que especificar, sob cominação de multa, que poderá chegar a ser de R\$ 5.000,00 por dia de descumprimento da ordem. É o que no jargão do mercado de capitais se chama de *stop order*. Trata-se de medida dura, drástica, que por sua força e celeridade é extremamente eficiente para resguardar o cumprimento das normas do mercado.¹⁶

Um recente caso concreto pode deixar clara a eficácia da *stop order*: em fevereiro de 2005, verificando que o aumento de capital da Embratel Participações S/A mediante a subscrição privada de novas ações nos Estados Unidos e no Brasil não estava respeitando o *disclosure* em relação aos investidores brasileiros (em razão de a Embratel ter apresentado à SEC informações relevantes que não foram simultaneamente divulgadas ao mercado brasileiro), a CVM baixou a Deliberação CVM 478/05, determinando aos administradores da companhia que se abstivessem de prosseguir com os atos necessários à subscrição das novas ações, até que todas as informações relevantes anteriormente divulgadas à SEC fossem disponibilizadas aos investidores

¹⁴ Lei 6.385/76, art. 9.º IV.

¹⁵ Lei 6.385/76, art. 9.º VI.

¹⁶ Lei 6.385/76, art. 9.º, § 1.º, IV.

brasileiros, sob pena de multa diária, sem prejuízo da responsabilidade administrativa dos administradores e controladores da companhia.¹⁷

A Lei faculta ainda à CVM divulgar publicamente a instauração de procedimento investigativo contra a prática de atos ilegais cometidos por participantes do mercado.¹⁸ A medida, embora menos drástica que a *stop order*, tem grande repercussão, na medida em que a informação de que tal ou qual participante está sendo investigado pela CVM por si só já constitui elemento que afasta a atratividade dos investimentos ou dos serviços prestados pelo investigado. Outro caso recente pode deixar bem claro o efeito dessa faculdade. Após a CVM ter baixado *stop order* proibindo a distribuição pública de valores mobiliários emitidos pela Avestruz Máster Agro-Comercial Importação e Exportação Ltda. e após ter verificado o descumprimento da ordem, a CVM divulgou nota ao mercado em 30/03/05, esclarecendo que a empresa estava sendo objeto de inquérito administrativo para apuração das responsabilidades cabíveis pela irregular distribuição pública.¹⁹

A CVM tem também se valido amiúde de “manifestações de entendimento”, elaboradas por suas diversas Superintendências técnicas. As manifestações de entendimento consistem em comunicação remetida aos participantes do mercado, em princípio expedidas pelas áreas técnicas da CVM, que revelam a sua interpretação sobre a ocorrência ou não de violação de normas do mercado em relação a determinado fato. Dizemos “em princípio expedidas pelas áreas técnicas”, porque contra a manifestação de entendimento das Superintendências cabe recurso ao Colegiado da CVM, cabendo

¹⁷ Deliberação CVM 478/05, de 16/02/2005.

¹⁸ Lei 6.385/76, art. 9.º, § 3.º.

¹⁹ Eis o teor da nota divulgada ao mercado pela CVM em 30/03/05: “A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou hoje (30/03/05) um Comunicado ao Mercado alertando aos investidores quanto aos riscos de aquisição de CPRs representativas de vendas para entrega futura de aves de emissão da empresa Avestruz Master Agro-Comercial, Importação e Exportação Ltda. (“Avestruz Master”), empresa com sede em Goiânia e filiais em outros Estados. O novo alerta é resultado de recente inspeção realizada na Avestruz Master e em outras empresas a ela ligadas. Nessa inspeção, foi apurado, entre outros fatos, que, no momento da negociação das CPRs com o público, a Avestruz Master e seus revendedores informam aos adquirentes das CPRs que, simultaneamente à emissão desse título, é celebrado contrato com o Abatedouro Struthio Gold Importação, Exportação e Venda de Avestruzes (“Struthio Gold”) - empresa ligada à Avestruz Master - que se compromete a adquirir as mesmas aves representadas pelas CPRs, de acordo com tabela de preço previamente divulgada. A realização de oferta ao público de CPRs, títulos representativos de vendas para entrega futura de aves com compromisso de recompra das mesmas, seja pela própria Avestruz Master, seja por intermédio de terceiros configura descumprimento da Deliberação CVM nº 473, de 1º de dezembro de 2004. Dessa forma, foi aplicada à Avestruz Master a multa cominatória fixada no inciso IV da Deliberação 473, tendo a CVM, adicionalmente, tornado pública a instauração de inquérito administrativo para apurar a colocação irregular de contratos de investimento coletivo por parte da Avestruz Master, em infração ao disposto no art. 19 da Lei 6.385/76, dado que referida empresa não está registrada perante a Autarquia como companhia aberta (inc. IV, art. 2º da Lei 6.385/76).”

assim ao Colegiado dar a palavra final sobre o assunto, ratificando ou contrariando a manifestação de entendimento das Superintendências.²⁰ A manifestação de entendimento é ato discricionário, cabendo à entidade reguladora, através do seu corpo técnico ou do seu Colegiado, examinar a conveniência e a oportunidade de sua divulgação aos participantes interessados e ao mercado.²¹

As manifestações de entendimento têm sido normalmente motivadas por consultas ou reclamações, servindo, via de regra, ao esclarecimento dos agentes de mercado quanto a situações concretas e, quase sempre, controvertidas. Nada impede, no entanto, que decorram da atuação de ofício da autarquia. Em síntese, podemos dizer que, através da manifestação de entendimento, a CVM opina, ainda que não definitivamente, sobre a legalidade de um ato ou um conjunto de atos, já ocorridos ou que estejam ainda por acontecer.

Evidentemente, as manifestações de entendimento geram reflexos sobre a atuação dos particulares, pois que, sabedores do entendimento em princípio adotado pela CVM, poderão repensar sua atuação e suas estratégias, a fim de que não se vejam, no futuro, sujeitos aos efeitos de um processo administrativo sancionador movido pela entidade reguladora. Sendo assim, as manifestações de entendimento têm evidente caráter persuasório e preventivo. Dizemos do caráter persuasório e preventivo, porque, por mais persuasivas e preventivas que possam ser, a CVM não tem o poder de desconstituir ou anular atos jurídicos realizados pelos particulares, poder esse que só é conferido ao Poder Judiciário. Assim, por exemplo, a CVM não tem o poder de anular atos societários, declarando-lhes a nulidade ou retirando-lhes os efeitos; seu poder restringe-se a, num primeiro momento, manifestar seu entendimento sobre a ocorrência de ilegalidade e, eventualmente, num segundo momento, aplicar sanções administrativas pelo ilícito praticado, após o devido processo administrativo sancionador, consoante será examinado no Capítulo seguinte.²²

Embora não previstas expressamente em nenhum dispositivo da Lei 6.385/76, as manifestações de entendimento têm sido justificadas pela CVM como uma decorrência

²⁰ O recurso está previsto na Deliberação CVM 463/03, item I.

²¹ Nossas anotações sobre as “manifestações de entendimento” tomaram por base o voto do Presidente Marcelo Trindade nos Processos CVM 2004/4558, 2004/4559, 2004/4569 e 2004/4583, apreciados conjuntamente pela CVM em 21/09/2004.

²² Trindade, Marcelo, *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*, 2002, p. 324: “Na verdade, como se viu da análise dos poderes atribuídos em lei à CVM, não tem ela o poder de anular atos societários. Seja em caso de nulidade, seja de anulabilidade, seja em hipóteses de prejuízo aos acionistas minoritários, o poder da CVM, no particular, restringe-se à sanção, pela aplicação das penalidades (atualmente bastante significativas) àqueles que derem causa aos ilícitos.”

do dever de proteção dos investidores e do dever de promoção da atividade consultiva e de orientação junto aos participantes do mercado, esses sim, deveres expressamente previstos na Lei 6.385/76.²³ A justificação nos parece adequada e suficiente. Com efeito, a Lei que criou a CVM, assim como as leis das agências reguladoras em geral integram a categoria de leis chamadas pela doutrina de leis-quadro (*lois-cadre* ou leis standartizadas), próprias da regulação setorial econômica. Característica marcante dessas leis é que não fornecem à Administração pública todos os detalhes de como deve se realizar a regulação, limitando-se a identificar com extensão apenas as finalidades gerais que devem ser perseguidas. Nesse sentido, essa categoria de leis confere à Administração pública, no caso a CVM, um grande poder de integração do conteúdo da vontade do legislador, dentro do quadro por ele estabelecido, cabendo então à entidade reguladora encontrar os mecanismos mais adequados para alcançar os objetivos da regulação.²⁴ Isso, a nosso ver, justifica plenamente as manifestações de entendimento, porquanto elas se coadunam com os objetivos da CVM de proteger os investidores, de promover o funcionamento eficiente e regular do mercado, de evitar práticas fraudulentas ou não equitativas, dentre outras finalidades gerais definidas na Lei 6.385/76.

Cabe acrescentar que as manifestações de entendimento não se confundem, em absoluto, com o processo administrativo sancionador, este que é pressuposto para a imposição de sanções administrativas contra os participantes do mercado de capitais. Muito diferentemente, as manifestações de entendimento não infligem qualquer sanção aos particulares, constituindo apenas um juízo *a priori* da entidade reguladora, que eventualmente pode até ser modificado em face das razões apresentadas pelos interessados. Cabe também acrescentar que as manifestações de entendimento têm se mostrado extremamente eficientes, muitas vezes evitando processos administrativos futuros, outras vezes evitando a consumação de atos que já na origem se vê serem viciados por ilegalidade. Entretanto, a eficiência da medida “depende de que a CVM utilize as manifestações de entendimento com a moderação e a reflexão necessárias, respeitando os limites de eficácia que a elas se pode atribuir”.²⁵

²³ Lei 6.385/76, art. 13.

²⁴ Aragão, Alexandre Santos de, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, 2003, p. 408.

²⁵ Voto do Presidente Marcelo Trindade, nos Processos CVM 2004/4558, 2004/4559, 2004/4569 e 2004/4583, apreciados conjuntamente pela CVM em 21/09/2004.

Finalmente, encerrando este tópico, cabe mencionar que a Lei autorizou a CVM a, em sua ação fiscalizatória, priorizar as infrações de natureza grave, cuja repressão administrativa proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado. Autorizou-lhe também a priorizar a fiscalização das companhias que não apresentem lucro ou as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. Sem dúvida, essas autorizações confirmam a maior flexibilidade que o ordenamento jurídico pretendeu atribuir à entidade reguladora.²⁶

4.2

Adiamento e interrupção de assembléia geral de companhia aberta

O quadro constitucional e legal brasileiro atribuiu às entidades reguladoras independentes a competência para regular mercados complexos e especializados. Para tanto, dotou-as de mecanismos novos e mais eficientes. Trataremos neste tópico do adiamento e da interrupção de assembléia geral de companhia aberta, mecanismos que a nosso ver constituem atualíssimos instrumentos de regulação, pois permitem à CVM, aplicando a lei ao caso concreto, dar respostas céleres e preventivas ao mercado.

A necessidade de regulação célere e preventiva é bastante destacada pelos autores que analisaram as atividades das entidades reguladoras. Alexandre Aragão ensina que os poderes conferidos ao gênero entidades reguladoras de atividades econômicas são de variada natureza e extensão, abrangendo a fiscalização das atividades desenvolvidas pelos particulares, mas incluindo também poderes preventivos de condutas prejudiciais aos interesses coletivos tutelados.²⁷ Por sua vez, João Bosco Leopoldino da Fonseca anota que a crescente complexidade das políticas públicas continua a corroer a efetividade das técnicas tradicionais de comando e de controle da burocracia governamental, adquirindo predomínio a informação e a persuasão, com as quais se procura modificar os comportamentos das pessoas.²⁸ Eros Roberto Grau, finalmente, ao tratar da atividade regulatória do Estado, enaltece o poder fiscalizatório que dela decorre, cujo propósito vem a ser o de fazer com que práticas ilícitas efetivamente não ocorram.²⁹

²⁶ Lei 6.385/76, arts. 8.º, V, e 9.º, § 4.º.

²⁷ Aragão, Alexandre Santos de, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, 2003, p. 370.

²⁸ Fonseca, João Bosco Leopoldino, *Direito Econômico*, 2002, p. 262.

²⁹ Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 268.

Claro está, por conseguinte, que os instrumentos de regulação não se restringem mais à criação de normas e ao conseqüente sancionamento da sua transgressão. Embora a repressão do ilícito através do tradicional processo administrativo sancionador permaneça importante, a regulação deve também procurar evitar a própria consumação do ilícito, o que, evidentemente, exige atuação rápida e preventiva da entidade reguladora. Nesse sentido, como destaca João Bosco Leopoldino, surgem no mundo jurídico figuras que se podem denominar de *soft-law*, ou seja, manifestações menos rígidas que as tradicionais, mas nem por isso menos eficazes. São declarações, resoluções, deliberações, memorandos, *guidelines*, dentre outros.³⁰

Feitas essas referências, cabe dizer que o art. 124, § 5.º, I e II, da Lei 6.404/76³¹, regulamentado pela Instrução CVM 372/02, é um exemplo desses novos mecanismos que oferecem resposta rápida e preventiva à regulação. O dispositivo legal confere à CVM a competência para, excepcionalmente, intervir na vida societária das companhias abertas, seja para determinar o adiamento da realização de assembléia geral, seja para determinar a interrupção do prazo que antecede a sua realização. O cabimento da medida decorre da análise discricionária da CVM, que deve ponderar a necessidade e a conveniência da medida, fundamentando a sua decisão. Trataremos primeiramente do adiamento de assembléia, para em seguida tratarmos da interrupção de assembléia.

A hipótese de adiamento de assembléia (art. 124, § 5.º, I, da Lei 6.404/76) é cabível quando a assembléia geral convocada tem por objeto operações que, por sua complexidade, exigem maior prazo para que possam ser analisadas pelos acionistas da companhia, que irão votar no conclave. O adiamento pode decorrer da atuação de ofício da CVM ou de pedido apresentado à entidade reguladora por qualquer acionista da companhia. Neste caso, o prazo para o acionista apresentar o requerimento à CVM é de oito dias úteis antes da assembléia. O pedido deve ser dirigido à área técnica da CVM, que imediatamente providenciará a notificação da companhia, para que se manifeste

³⁰ Fonseca, João Bosco Leopoldino, *Direito Econômico*, 2002, p. 263.

³¹ § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:

I - aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembléia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;

II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

sobre o pedido de adiamento, preservando-se assim o contraditório e a ampla defesa. Ouvida a companhia, e após análise da área técnica da CVM, o pedido é submetido ao Colegiado da CVM, para deliberação.³²

O Colegiado poderá indeferir o pedido ou determinar o adiamento da assembléia, estabelecendo neste último caso novo prazo mínimo de antecedência para a realização da assembléia. A critério do Colegiado, o adiamento pode ser de até trinta dias, prazo que a Lei entendeu suficiente para que os acionistas minoritários firmem juízo de valor a respeito das deliberações propostas. Conseqüentemente, não cabe o adiamento se a assembléia já tiver sido convocada pela própria companhia com prazo de antecedência igual ou superior a trinta dias. Por outro lado, estando já em curso o prazo de convocação, deverá ser observado o prazo máximo de trinta dias a contar da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembléia ou da data em que tenham sido colocados à disposição dos acionistas os documentos relativos às matérias a serem deliberadas.³³

O pedido de adiamento de assembléia acontece quando a assembléia geral importa em evento de relevância para a companhia, como fusões, cisões, incorporações, aquisição de outra companhia, alterações estatutárias. Para Modesto Carvalhosa, a determinação de adiamento tem fundamento na garantia legal dos minoritários de terem amplo acesso e conhecimento sobre as informações da companhia que serão discutidas e votadas na assembléia.³⁴ Acreditamos, entretanto, que o escopo do dispositivo é ainda mais largo. Nele, está abrangida não só a preocupação com o *disclosure*, mas também o viés preventivo contra a atuação ilegal dos administradores e controladores das companhias abertas. Na medida em que os acionistas minoritários passam a ter mais tempo para analisar as informações sobre deliberações societárias, sem dúvida isso implicará maior controle contra abusos do acionista controlador ou contra irregularidades cometidas pelos administradores da empresa.

A interrupção de assembléia geral (art. 124, § 5.º, II, da Lei 6.404/76) não difere muito do adiamento, no que diz respeito ao seu procedimento. Pode também decorrer da atuação de ofício da CVM ou de requerimento apresentado por qualquer acionista da companhia, sendo que, neste caso, o pedido deve também ser apresentado com antecedência mínima de oito dias úteis da assembléia. Feito o pedido, a área técnica da

³² Instrução CVM 372/02, art. 2.º, §§ 1.º ao 3.º.

³³ Instrução CVM 372/02, art. 2.º, § 4.º ao 6.º

³⁴ Carvalhosa, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2003, p. 651.

CVM notificará a companhia para que se manifeste sobre o pedido e, em seguida, submetê-lo-á ao Colegiado da CVM, para deliberação.³⁵

O Colegiado poderá indeferir o pedido ou determinar a interrupção do prazo que antecede a assembléia geral. Na hipótese de deferimento, a interrupção poderá ser de até 15 dias, contado da data do recebimento, pela companhia, da comunicação da decisão do Colegiado, reiniciando-se o prazo, se a companhia mantiver a intenção de realizar a assembléia, no dia subsequente à data do término do prazo de interrupção fixado pelo Colegiado.

Entretanto, é no prazo de interrupção fixado pelo Colegiado que se percebe a atualidade e o caráter nitidamente preventivo do instrumento regulatório de interrupção de assembléia geral. Se o caráter preventivo não é tão evidente na medida de adiamento de assembléia, ele transparece de forma gritante na hipótese de interrupção. Isso porque, até o término do prazo de interrupção fixado, o Colegiado da CVM pode se manifestar sobre a legalidade das deliberações propostas à assembléia geral. Ou seja, num primeiro momento a CVM tem o poder de postergar a realização da assembléia, interrompendo o prazo que a antecede; num segundo momento, a CVM tem o poder para conhecer e analisar as propostas que serão submetidas à assembléia geral e, se for o caso, informar à companhia, antes da realização da assembléia, as razões por que entende que as propostas a serem deliberadas violam dispositivos legais ou regulamentares.

A novidade regulatória reside neste segundo momento, pois, caso a CVM reconheça ilegalidade nas deliberações societárias, é evidente que os seus motivos implicarão importante consequência. Deles certamente resultará forte pressão sobre a companhia, no sentido de que reveja seus planos societários, haja vista que a aprovação da pauta proposta à assembléia geral poderá acarretar futura reprimenda administrativa, mediante a instauração de processo administrativo sancionador contra seu acionista controlador ou seus administradores. É manifesta, por conseguinte, a natureza nitidamente preventiva do instrumento regulatório, pois que claramente busca evitar a consumação do ilícito, respondendo assim à necessidade de regulação rápida e preventiva.

A interrupção tem por finalidade, portanto, resguardar a própria ordem jurídica contra a prática de atos irregulares que já na origem são flagrantemente ilegais, evitando-se assim a atuação fiscalizatória repressiva *a posteriori*, a qual nem sempre é

³⁵ Instrução CVM 372/02, art. 3.º.

suficientemente eficaz, na medida em que a simples prática do ilícito pode por si só gerar efeitos deletérios irreversíveis. É inegável que, muitas vezes, não é suficiente a punição do ilícito já praticado, sendo portanto importantíssimo evitar, tanto quanto possível, os ilícitos em via de concretização. A interrupção de assembléia permite assim que a CVM, em vez de valer-se da lógica dos instrumentos tradicionais de regulação (fixação de normas com conseqüente aplicação de penalidades por seu descumprimento), atue mais célere e eficazmente no que diz respeito aos objetivos perseguidos pela entidade reguladora, protegendo mais adequadamente, desse modo, os investidores contra atos ilegais.

De notar que a competência da CVM não diz respeito a aspectos formais, como, por exemplo, a forma da convocação da assembléia, o *quorum* de instalação do conclave, a forma de indicação da “ordem do dia” a ser deliberada. Para esses vícios, a CVM se vale amiúde das manifestações de entendimento, já tratadas no tópico anterior. No caso do art. 124, § 5.º, II, a CVM tem o *munus* de analisar o mérito das propostas a serem submetidas à assembléia e, se se sentir em condições para tanto, de informar à companhia por que entende que as deliberações propostas são ilegais. Essa conclusão decorre tanto da clareza insofismável da lei, quanto do contexto histórico em que surgiram as entidades reguladoras independentes, marcadas pela busca de regulação eficiente, que exige do Estado atuação rápida e preventiva.

É preciso deixar claro que a interrupção de assembléia geral não se confunde com o processo administrativo sancionador, que será objeto de análise do Capítulo seguinte. Enquanto o processo sancionador é pressuposto para a aplicação de sanções administrativas pela CVM, a interrupção de assembléia não pune ninguém, mas apenas adverte a companhia ou as companhias envolvidas de que a proposta sujeita à deliberação assemblear, se aprovada, implicará violação a disposições legais ou regulamentares.

Recente caso concreto pode ilustrar o alcance e a eficácia do remédio regulatório de interrupção de assembléia. Em dezembro de 2003, acionistas não controladores da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A (TCO) requereram a interrupção do prazo de antecedência da assembléia geral extraordinária convocada para o dia 11/12/03, na qual seria deliberada a incorporação da TCO por sua controladora, a Telesp Celular Participações S/A (TCP). O Colegiado da CVM, após a ouvida da companhia, interrompeu a assembléia geral da companhia, sendo que, no prazo de interrupção, manifestou o entendimento de que a operação societária em curso violaria dispositivos

legais e regulamentares, por implicar prática não eqüitativa e exercício abusivo do poder de controle. Em face da opinião da CVM, as companhias cancelaram a operação societária, certamente por temerem futura e provável atuação sancionadora da CVM, caso tivessem dado prosseguimento à incorporação.³⁶

Cabe dizer que Modesto Carvalhosa sustenta a inconstitucionalidade da interrupção de assembléia. Para o autor, a manifestação da CVM sobre eventual ilegalidade no exíguo prazo de quinze dias implicaria burla às garantias individuais do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa. Além disso, implicaria sanção sem prévio devido processo legal.³⁷ Não compartilhamos com o entendimento. Reiteramos que, a nosso ver, o instrumento regulatório não tem conteúdo sancionatório, mas sim preventivo. Além disso, não vemos violação aos princípios constitucionais decorrentes do devido processo legal, pois a companhia é ouvida antes decisão do Colegiado da CVM, parecendo-nos ainda que a CVM só deve se pronunciar pela ilegalidade quando se tratar de eventos societários cuja ilicitude seja evidente de plano, independentemente de maiores dilações instrutórias. Não haveria, portanto, prejuízo à possibilidade de defesa ou à produção de provas.

O entendimento expressado nesta dissertação a respeito da interrupção de assembléia geral foi acolhido recentemente pelo juízo da 23.^a Vara Federal do Rio de Janeiro, em processo que envolveu a TCO e a TCP como autoras, e a CVM como ré. Sucedeu que, após o cancelamento da operação de incorporação da TCO pela TCP, as empresas ajuizaram contra a CVM ação anulatória, com vistas a desconstituir a manifestação da CVM já comentada. Por se tratar do primeiro precedente judicial que examinou a fundo o instrumento regulatório em apreço, vale conferir alguns trechos do julgado, da lavra da Juíza Federal Maria Amélia Almeida Senos de Carvalho, que inacolheu a pretensão das companhias autoras:³⁸

“Em primeiro lugar, cumpre distinguir o inquérito para apuração de infrações no mercado de ações daquele procedimento previsto na Lei 6.404/76, art. 124, § 5.º, II. O inquérito é previsto na Lei 6.385/76 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários sendo etapa facultativa à abertura de processo administrativo de apuração e punição de atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal, acionistas de companhias abertas, dos intermediários e demais participantes do mercado (art. 9.º, inc. V, e § 2.º) aplicando-se as penalidades previstas no art. 11 da mesma lei.

³⁶ Processo CVM 2003/12770, apreciado pelo Colegiado em 26/12/2003.

³⁷ Carvalhosa, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 2003, p. 651.

³⁸ Processo judicial n.º 2004.51.01.004044-7, 23.^a Vara Federal do Rio de Janeiro. Sentença publicada do DOE de 30/06/2005. A decisão ainda está sujeita a recurso.

Já o procedimento de interrupção do prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária de companhia aberta é, como ressaltado pelas autoras, um procedimento sumário, previsto na Lei 6.404/76 (alterada pela Lei 10.303/01) ao qual confere-se à Comissão de Valores Mobiliários, através do seu Colegiado, o poder de, a seu exclusivo critério ainda que por decisão fundamentada e a pedido de qualquer acionista e após oitiva da companhia interessada, interromper por até 15 dias o curso do referido prazo a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta viola dispositivos legais ou regulamentares.

Veja-se que o primeiro procedimento (inquérito) além de ser facultativo é ato preliminar a um procedimento sancionatório, ou seja, que visa à aplicação de penalidades. O segundo não visa à aplicação de qualquer sanção e a deliberação do Colegiado possui caráter meramente declaratório, ou seja, através dela a CVM emite seu parecer sobre a proposta, operação ou negócio que é objeto da assembléia geral extraordinária. (...)

Apresentado o pedido por qualquer acionista (fls. 989/998), e após oitiva das empresas interessadas (fls. 1015/1063) a autarquia reguladora se manifesta em 15 dias expressando sua opinião. Como se pode verificar, em outro giro, sob o ponto de vista de observância do contraditório e da ampla defesa, nada há a inquirir o ato administrativo eis que o procedimento estabelecido pela Lei das Sociedades Anônimas e na Instrução CVM 372/02 foi estritamente observado. (...)

Ocorre que, ao contrário do que argumentam as autoras, a Lei 6.404/76, ao instituir o requerimento de interrupção do prazo de antecedência, em nenhum momento limita o campo de análise da autarquia. Cumpre à CVM analisar, a pedido do sócio, se a proposta a ser analisada em AGE viola lei ou regulamento. Veja-se que a lei não limita a fiscalização da CVM aos aspectos formais de convocação da AGE, ou, como querem no caso, aos aspectos formais estabelecidos em lei para os atos preparatórios à incorporação de ações. A lesão a direito de acionistas minoritários, que vem a ser a tônica dos votos duramente impugnados pela autoras e colacionados às fls. 112/122, também constitui vedação legal e, portanto, aspecto de legalidade. (...)

Este é o espírito da Lei. Cabe à CVM, autarquia com estatuto de agência reguladora, o controle de operações de alteração de controle acionário, dentre outras atribuições e poderes amplamente estabelecidos no art. 8.º, inc. V e art. 9.º, inc. V e VI, § 1.º da Lei 6.385/76. (...) A CVM tem por lei atribuição de agência reguladora do mercado de capitais, cabendo a ela a regulamentação e fiscalização das operações das companhias abertas de capital aberto. O art. 124, § 5.º, II, da Lei 6.404/76 atribui à CVM o exame da legalidade da operação, ou seja, o exame de sua conformidade com os ditames legais (em que se incluem princípios, além de normas).(...)

Isto posto, julgo extinta a ação sem a análise do mérito face à impossibilidade jurídica do pedido, com base no art. 267, inc. VI do CPC.”

Como se vê, o Poder Judiciário enfrentou consistentemente a matéria, superando a alegação de inconstitucionalidade do art. 124, § 5.º, II, da Lei 6.404/76 e confirmando a importância da atuação preventiva da CVM.

5

INSTRUMENTOS JUDICANTES DA CVM

A entidades reguladoras estão encarregadas de fiscalizar os agentes econômicos que atuam no seu respectivo âmbito de regulação. Como decorrência da competência fiscalizatória, elas geralmente têm a possibilidade de aplicar sanções decorrentes do descumprimento das normas do mercado regulado. Trata-se de instrumento regulatório tradicional, mas nem por isso menos importante. As penalidades administrativas, além de terem evidente caráter retributivo contra os infratores, suscitam importantíssimo efeito educativo em relação aos demais agentes do mercado, na medida em que os conclama a atuar legalmente, sob pena de reprimenda da entidade reguladora.

No Capítulo anterior, tratamos dos instrumentos de que se vale a CVM para fiscalizar o cumprimento da Lei 6.385/76, da Lei 6.404/76 e dos normativos baixados pela própria CVM. É hora, portanto, de examinarmos como a CVM aplica sanções contra os agentes que atuam em desrespeito às normas do mercado de capitais. Antes disso, porém, cabem breves referências à nossa Constituição.

A Carta brasileira, no seu famoso art. 5.º, que trata dos direitos e garantias fundamentais, traz balizas constitucionais para o eventual sancionamento do particular pelo descumprimento de preceitos legais ou regulamentares. Dentre elas, cabe especial menção aos incisos LIV e LV, segundo os quais “ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal” e “aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes”.

Depreende-se, a partir dos dispositivos constitucionais, que o sancionamento pela CVM do particular infrator deve observar um processo sancionador. Mas não um simples processo, isto é, um conjunto de atos tendentes a uma decisão final. Deve observar o devido processo legal, que garanta ao particular o direito de contraditar, processual e materialmente, toda e qualquer atuação estatal punitiva tendente a despojá-lo de sua liberdade ou de seus bens.

Estamos a tratar do processo administrativo sancionador da CVM, o qual, uma vez instaurado, culminará com o julgamento da entidade reguladora sobre a materialidade e a autoria do ilícito, assim como sobre a eventual sanção legal cabível. Nas palavras de Nelson Eizirik¹, “mediante a instauração de processo administrativo sancionador, a *CVM julga os atos ilícitos* praticados no âmbito do mercado de capitais, podendo aplicar aos infratores as penalidades previstas em lei”. Esta é a razão pela qual trataremos o processo administrativo sancionador da CVM como instrumento judicante, já que nesse particular, a atuação da entidade se confunde materialmente com a atuação de qualquer órgão jurisdicional, a quem cabe, diante dos fatos postos à sua apreciação, estabelecer, se for o caso, a sanção legal pertinente.

Assim, no presente Capítulo, trataremos do processo administrativo de que se vale a CVM para a aplicação de sanções aos infratores das normas do mercado de valores mobiliários. Trataremos ainda do instituto do termo de compromisso, incorporado à Lei 6.385/76² pela Lei 9.457/97, o qual, como veremos mais adiante, tem ligação estreita com o processo sancionador, pois permite a sua suspensão, mediante a celebração de acordo entre a CVM e o particular que está sendo objeto de investigação ou de acusação já formulada. A intenção de tratar do processo administrativo sancionador e do termo de compromisso em tópicos separados, em que pese ambos constituírem a faceta judicante da CVM, é meramente didática, com vistas a dar maior clareza ao texto.

5.1

Processo administrativo sancionador

O processo administrativo sancionador ou punitivo constitui modalidade de processo administrativo pelo qual a autoridade pública aplica penalidades administrativas às pessoas submetidas à sua regulação, em decorrência da prática de atos qualificados em lei ou em regulamento como ilícitos administrativos.³ Nesse sentido, a CVM está legalmente autorizada a aplicar penalidades administrativas aos participantes do mercado de capitais que infringirem a Lei

¹ Eizirik, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, p. 147.

² Lei 6.385/76, art. 11, §§ 5.º ao 8.º.

³ Eizirik, *op.cit*, p. 148.

6.385/76, a Lei 6.404/76, os normativos baixados pela própria CVM, sem prejuízo de outras normas cujo cumprimento eventualmente lhe incumba fiscalizar.⁴

Naturalmente, cumpre à CVM fazer com que seu processo administrativo sancionador observe as linhas gerais da Lei de Processo Administrativo (Lei 9.784/99), diploma que fixou os princípios básicos norteadores do processo administrativo no âmbito da Administração pública federal. Embora não caiba aqui proceder a um exame profundo sobre a Lei 9.784/99, porquanto isso fugiria aos objetivos da dissertação, limitamo-nos a mencionar alguns dos princípios da referida Lei que indubitavelmente são aplicáveis ao processo sancionador da CVM: legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica e publicidade dos atos administrativos. É de se observar, todavia, que a Lei 9.784/99 é de aplicação subsidiária ao processo administrativo sancionador da CVM, que hoje tem disciplina especial nas Resoluções CMN 454/77 e 1657/89, na Deliberação CVM 457/02 e na Instrução CVM 251/96.⁵

O processo administrativo sancionador pode ser de rito ordinário ou sumário. Trataremos primeiramente do rito ordinário; em seguida, identificaremos as principais diferenças do rito sumário.

O rito ordinário é disciplinado pela Resolução CMN 454/77 e pela Deliberação CVM 457/02. Da mesma forma como acontece no direito processual penal, o rito prevê a existência de uma peça acusatorial, que no caso é elaborada pelas áreas técnicas da CVM (uma das Superintendências), a que se chama de termo de acusação. É ela que imputa aos participantes do mercado a responsabilidade pelo descumprimento de normas fiscalizadas pela entidade reguladora. Do termo de acusação devem constar necessariamente o nome e a qualificação dos acusados, a narrativa dos fatos investigados, os elementos de autoria e materialidade das infrações apuradas, bem como os dispositivos legais ou regulamentares infringidos.⁶ Na formulação do termo de acusação, a área técnica pode se valer de todos os mecanismos fiscalizatórios indicados no Capítulo precedente, como, por exemplo, coleta de depoimentos, recolhimento de documentação, intercâmbio de informações com outros órgãos ou entidades.

⁴ Lei 6.385/76, art 11.

⁵ Lei 9.784/99, arts. 2.º e 69.

⁶ Deliberação CVM 457/02, art. 5.º e 6.º.

Se necessário, o processo administrativo sancionador pode ter sua fase acusatorial precedida de etapa investigativa. É dizer, nos casos em que a elaboração do termo de acusação depende de investigação mais profunda, a CVM pode instaurar inquérito administrativo, o qual é conduzido por uma Comissão de Inquérito, com membros designados pelo Colegiado da entidade. A Comissão de Inquérito é presidida por um dos Superintendentes da CVM e deve ter no mínimo outros três membros, contando obrigatoriamente com um Procurador Federal, a quem incumbirá prestar assessoria jurídica e exercer o controle interno da legalidade dos atos praticados pela Comissão.⁷

A toda evidência, o inquérito administrativo da CVM se assemelha materialmente ao inquérito policial, visto que se trata de procedimento inquisitorial destinado a reunir os elementos necessários à apuração da prática ilícita e de sua autoria.⁸ A diferença básica consiste em perseguir o ilícito administrativo, e não o ilícito penal. Apenas eventualmente é que a infração pode ser ao mesmo tempo administrativa e penal. Cabe acrescentar que o inquérito administrativo pode inclusive ser conduzido sob sigilo. Decerto não se trata de sigilo *kafkiano*, incompatível com o Estado de Direito, mas sim do sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigidos pelo interesse público. É, por assim dizer, exceção ao princípio da publicidade, mas que se justifica para assegurar a efetividade das apurações ou para proteger a intimidade das pessoas investigadas.⁹

Formulado o termo de acusação por uma das Superintendências da CVM ou pela Comissão de Inquérito instituída, os acusados são intimados para a apresentação de defesa escrita no prazo de trinta dias, contados da data da intimação. A defesa deve vir instruída com os documentos em que se fundamenta. É a apresentação de defesa que inaugura a fase propriamente litigiosa do processo administrativo sancionador: de um lado figura a acusação e do outro, a defesa.¹⁰

Com a instauração da litigiosidade, o processo é finalmente levado à apreciação do Colegiado da CVM, a quem caberá julgar a acusação. São portanto o Presidente e os demais Diretores da CVM que absolverão os imputados ou lhes aplicarão as sanções administrativas previstas na Lei 6.385/76. No Colegiado da

⁷ Deliberação CVM 457/02, art. 2.º.

⁸ Mirabete, Julio Fabbrini, *Processo Penal*, 2002, p. 76: “Inquérito policial é todo procedimento policial destinado a reunir os elementos necessários à apuração da prática de uma infração penal e de sua autoria.”

⁹ Lei 6.385/76, art. 9.º, § 2.º.

¹⁰ Resolução CMN 454/77, art. 8.º.

CVM, o processo é distribuído por sorteio a um relator, a quem caberá conduzir o processo até a sessão de julgamento. Cabe ao relator deferir ou indeferir pedido de provas formulado pelos acusados ou ainda determinar novas diligências que entenda cabíveis para o julgamento. Uma vez devidamente instruído, o processo é levado pelo relator a julgamento pelo Colegiado da CVM, em sessão pública, ocasião em que ainda é dada ao acusado ou a seu representante legal a possibilidade de fazer defesa oral.¹¹

Assim como acontece no processo civil, o Colegiado da CVM formará livremente a sua convicção, sendo certo que, seja para afastar as imputações de prática ilícita, seja para aplicar alguma das sanções previstas na Lei, é imprescindível a fundamentação da decisão. Outro detalhe importante consiste em que a decisão sobre a acusação pode ser tomada por unanimidade ou por maioria, vez que o Presidente e os Diretores da CVM compõem um órgão colegiado. Todavia, havendo empate, o Presidente da entidade detém o Voto de Minerva, que faz prevalecer o seu entendimento. Qual uma decisão judicial, a decisão do Colegiado deverá conter relatório resumido do processo, os fundamentos da decisão e a sua conclusão.

No que pertine às penas administrativas aplicáveis pela CVM, cabe dizer que, por ser matéria de reserva legal, elas foram previstas expressamente pela Lei 6.385/76.¹² A primeira pena prevista na lei é a de advertência, cabível para as infrações mais leves ou para infratores que não tenham condenações anteriores. Trata-se de verdadeira chamada ao acusado, alertando-o para a necessidade do fiel cumprimento das normas do mercado. É pertinente, no entanto, o alerta de Nelson Eizirik: “embora constitua uma sanção branda, importa inequivocamente em penalidade administrativa.”¹³

A segunda pena prevista na lei, e sem dúvida a mais comumente aplicada pela CVM, é a multa. Trata-se de sanção de cunho pecuniário, que pode ser aplicada a sanções graves, moderadas ou leves, variando a sua fixação consoante a relevância da infração. A determinação do seu valor deve obedecer a alguns critérios. Nesse sentido, a multa não excederá o maior dos seguintes valores: I - R\$ 500.000,00; II - cinquenta por cento do valor da emissão ou operação

¹¹ Deliberação CVM 457/02, art. 11.

¹² Lei 6.385/76, art. 11.

¹³ Eizirik, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, p. 227.

irregular; ou III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. Nos casos de reincidência, a multa pode ainda alcançar até o triplo dos parâmetros que viemos de referir.¹⁴

Finalmente, a lei prevê sanções para infrações graves, assim definidas em normativos da própria CVM, ou para infratores reincidentes. São elas: III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no item anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades que dependam de autorização ou registro na CVM; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades que dependam de autorização ou registro na CVM; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.¹⁵ A olhos vistos, são penalidades extremamente fortes, pois proíbem ou pelo menos limitam a atividade profissional de agentes e, portanto, a sua própria liberdade. Essas sanções são cabíveis contra os infratores cuja atuação, a juízo da CVM, ponha em risco a confiabilidade e conseqüentemente o regular funcionamento do mercado de capitais.¹⁶

De notar entretanto que, diferentemente do direito penal, no qual para cada tipo criminal há em regra no mesmo dispositivo uma previsão de sanção, no âmbito administrativo da CVM não existe previsão direta que relacione a infração cometida com a sanção aplicável. Conseqüentemente, se comparado à atuação do juiz criminal, cabe ao Colegiado da CVM maior discricionariedade na fixação da pena, o que só confirma o caráter menos rígido do processo administrativo. Por expressa disposição legal, o Colegiado deve também levar em conta, dentre outros aspectos, a gravidade da infração, a culpabilidade e a reincidência do infrator, além da efetividade da pena. Ainda para efeito da fixação da penalidade

¹⁴ Lei 6.385/76, art. 11, § 1.º e 2.º.

¹⁵ Lei 6.385/76, incisos III a VIII.

¹⁶ Lei 6.385/76, art. 11, § 3.º.

administrativa, há ainda previsão legal no sentido de serem aplicáveis ao processo da CVM figuras típicas do direito penal, como o arrependimento eficaz, o arrependimento posterior e a confissão.¹⁷

Questão pouco debatida, mas que merece ser mais aprofundada, consiste em saber se a CVM pode aplicar mais de uma penalidade em face da verificação de um único ilícito administrativo. Isto é, pode a CVM cumular mais de uma das penalidades previstas na Lei 6.385/76 em face de uma única infração? Entendemos que sim. A Lei não proibiu a cumulação de sanções, mas simplesmente limitou-se a autorizar a entidade a impor aos infratores “as seguintes sanções”. Na verdade, a não fixação de específica sanção para cada infração segue uma lógica certa, qual seja a de conferir maior flexibilidade à entidade reguladora, o que coincide com a própria natureza do processo administrativo, marcadamente menos rígido do que o processo penal ou o processo civil. Nesse sentido, acreditamos que a possibilidade de cumulação de sanções ajuda a CVM a encontrar a sanção correta para a boa regulação do mercado. A flexibilidade, entretanto, não retira da CVM a obrigação de atender ao princípio da proporcionalidade, fundamental à noção de sanção.¹⁸

No que pertine ao processo administrativo de rito sumário, ao qual fizemos breve referência acima, cabe informar que está regulado pela Resolução CMN 1657/89 e pela Instrução CVM 251/96. Segue em linhas gerais a ordem do processo ordinário, com formulação da acusação feita pela área técnica da CVM, seguida de prazo para a apresentação de defesa e, finalmente, julgamento da imputação.

Alguns aspectos, porém, diferenciam-no do rito ordinário. O procedimento sumário tem cabimento apenas nos casos em que a infração administrativa cometida é de natureza objetiva, cuja tipificação está prevista na Instrução CVM 251/96. Para aclarar o que seriam infrações de natureza objetiva, nada melhor do que invocar algumas das infrações puníveis mediante o rito sumário: deixarem os administradores de companhia aberta de atualizar as informações constantes do registro da companhia perante a CVM; deixarem os administradores de companhia aberta de publicar as demonstrações financeiras anuais nos prazos

¹⁷ Lei 6.385/76, art. 11, § 9.º.

¹⁸ Osório, Fábio Medina, *Direito Administrativo Sancionador*, 2000, p. 200: “O princípio da proporcionalidade exige o exame da natureza do ataque ao bem juridicamente protegido e a sanção prevista a esse ataque. A sanção deve estar relacionada ao bem jurídico protegido.”

previstos na Lei 6.404/76; deixar o acionista controlador de acatar o pedido de acionistas de instalação do Conselho Fiscal.¹⁹

A diferença mais marcante, entretanto, é que é a própria área técnica da CVM que aprecia a defesa e decide pela aplicação de penalidade ao acusado. É dizer, o processo de rito sumário é instaurado pela Superintendência técnica competente, é concedido o prazo de 10 dias (e não de 30 dias, como no ordinário) para o acusado apresentar sua defesa, e, após a defesa, é a própria Superintendência que havia formulado a acusação que retira ou mantém a imputação, neste último caso aplicando a penalidade cabível. Contra a decisão do Superintendente, entretanto, cabe recurso ao Colegiado da entidade reguladora, também no prazo de 10 dias.²⁰ Portanto, são os dirigentes da CVM que dão a palavra final sobre a penalidade. Um último detalhe importante: no rito sumário, apenas é cabível a penalidade de multa.

Exposto como se dá a aplicação das penalidades legais, cabe, em arremate, mencionarmos que a Lei 6.385/76 prevê expressamente que, contra a aplicação de penalidade pela CVM, o infrator apenado pode interpor recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão do Ministério da Fazenda ao qual caberá julgar o processo administrativo sancionador em segunda e última instância administrativa.²¹ Nesse passo, após a fixação da pena pelo Colegiado da autarquia, o acusado apenado é intimado, podendo, no prazo de 30 dias a contar da intimação, interpor o recurso referido.²² No caso de absolvição dos acusados, a prática da CVM tem sido a de interpor recurso de ofício ao Conselho.²³

Um caso concreto recente pode ilustrar a expressiva atuação sancionadora da CVM. Em março deste ano, em processo administrativo que envolvia a SAM Indústrias S/A, a CVM aplicou ao controlador e diretor da companhia a multa de R\$ 243.175.211,40, por abuso do poder de controle, além da suspensão, por dois anos, do exercício do cargo de administrador de companhia aberta, por descumprimento dos deveres de administrador previstos na Lei das S/A. Aplicou

¹⁹ Instrução CVM 251/96, art. 1.º.

²⁰ Resolução CMN 1.657/89, art. 6.º.

²¹ Lei 6.385/76, art. 11, § 4.º.

²² Excepcionalmente, se a aplicação da pena decorrer de processo de rito sumário (Resolução CMN 1.657/89, art. 7.º) ou da apuração de irregularidades relacionadas à Lei 10.214/01 (que dispõe sobre o sistema de pagamentos brasileiro), o prazo de recurso ao Conselho é de 15 dias.

²³ O recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decorre do Decreto 1.935/96 (arts. 2.º, I, c, e 3.º), diploma que estabelece a competência do referido órgão.

ainda a outro diretor da SAM a multa de R\$ 1.030.488,41, também por infração aos deveres de administrador de companhia aberta.²⁴

5.2

Termo de compromisso

A figura do termo de compromisso foi incorporada à Lei 6.385/76 pela reforma empreendida pela Lei 9.457/97.²⁵ A CVM, por sua vez, disciplinou a matéria através da Deliberação CVM 390/01. A finalidade do instituto coincide com o momento de pós-modernidade a que já fizemos referência, no qual destacamos a atribuição às entidades reguladoras independentes de mecanismos regulatórios que lhes conferem significativa flexibilidade. Talvez as duas palavras que melhor exprimam a eficiência buscada com o Termo de Compromisso sejam flexibilidade e celeridade.

O termo de compromisso tem lugar quando existe na CVM processo administrativo sancionador, ou mesmo apenas procedimento administrativo investigativo instaurado para reprimir infrações à legislação do mercado de capitais. Nessa situação, o acusado (caso já haja formulação de acusação) ou o investigado pode propor ao Colegiado da CVM a assinatura de termo de compromisso junto com a entidade reguladora, com vistas a suspender o processo sancionador ou o procedimento investigativo.

A proposta de assinatura de termo de compromisso não importa confissão do proponente quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada. Todavia, a proposta só pode ser aceita pela CVM caso o proponente se obrigue através do termo ao cumprimento de dois requisitos legalmente previstos: primeiro, a cessação da prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM; segundo, a correção das irregularidades apontadas pela CVM, inclusive indenizando os prejuízos eventualmente sofridos por investidores ou pela própria CVM, enquanto protetora do mercado.²⁶

²⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2001/4474, julgado em 30/03/2005, decisão tomada à unanimidade. Relator: Presidente Marcelo Trindade Fernandez.

²⁵ Lei 6.385/76, art. 11, §§ 5.º ao 8.º.

²⁶ Voto do Diretor Wladimir Castelo Branco, Processo CVM 01/02, apreciado em 31/01/05: “Primeiramente, destaco o fato de que, para aceitação de uma proposta para celebração de Termo de Compromisso, exige-se que esta preencha os requisitos expressos no § 5.º do art. 11 da Lei

A decisão do Colegiado da entidade de acolher ou não a proposta de celebração de termo de compromisso depende também do juízo discricionário dos seus Diretores e Presidente, que devem se valer da sua experiência e sensibilidade para saber se o compromisso, uma vez assinado, prestigiaria ou desprestigiaria a regulação do mercado de capitais. É dizer, cabe ao Colegiado da CVM analisar, além dos requisitos para a sua celebração (cessação do ilícito e indenização dos prejuízos), a conveniência e a oportunidade das demais obrigações a que o proponente voluntariamente se submete através do termo.

No dia-a-dia da entidade reguladora, é bastante variada a gama de obrigações geralmente assumidas pelos participantes do mercado, cabendo-nos mencionar, apenas a título de exemplo, a obrigação de pagar quantia em dinheiro à CVM, a obrigação de promover cursos aos participantes do mercado, a obrigação de editar cartilhas educativas sobre as regras do mercado. Na análise da aceitação da proposta de termo de compromisso, o Colegiado deve também levar em conta a natureza e a gravidade das infrações cometidas, os antecedentes dos acusados ou investigados e ainda a possibilidade de punição efetiva no caso concreto.

Como se vê, o termo de compromisso confere evidente flexibilidade à entidade reguladora, com vistas a proporcionar o máximo de eficiência na solução de problemas, aliando, na dosagem necessária para cada hipótese, as vantagens da flexibilidade negocial privada com o rigor da coercitividade estatal.²⁷ Cabe portanto ao Colegiado fazer um efetivo juízo de ponderação a respeito do que é mais benéfico ao mercado: a celebração do termo proposto ou o indeferimento da proposta. Destacando o juízo de ponderação exercido pela CVM, vale a remissão à lição de Marcos Juruena Villela Souto:²⁸

“Poderá a CVM, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso.

Tal ocorre porque a atividade regulatória envolve uma ponderação entre custos e benefícios de regulação; tal função envolve poderes quase-legislativos, quase-executivos e quase-judiciais; nesta última etapa, a ponderação deve considerar se

6.385/76, de modo a: (i) cessar a atividade ou ato tido como ilícito; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, reparando o dano que porventura tenham causado.”

²⁷ Moreira Neto, Diogo de Figueiredo, *Direito Regulatório*, 2003, p. 107.

²⁸ Villela Souto, Marcos Juruena, *Direito Administrativo Regulatório*, 2005, p. 125.

da imposição de uma penalidade resultará a maximização do interesse coletivo representado pela atividade regulatória; do contrário, tal análise deve recomendar o acordo substitutivo, se dele resultar maior proveito geral.”

Acolhida a proposta pelo Colegiado, o termo de compromisso será assinado pelo Presidente da CVM, pelas partes interessadas e por duas testemunhas, devendo ainda ser publicado no Diário Oficial da União, o que atribui plena transparência ao instituto. Do termo deve constar a indicação do prazo em que as obrigações assumidas pelo proponente devem ser cumpridas. Da sua assinatura resultará a suspensão do processo administrativo sancionador ou do procedimento investigativo em curso, até que o acusado ou investigado comprove o efetivo cumprimento das obrigações assumidas.

Deve ficar claro que a assinatura do termo não significa o arquivamento incontinenti do processo sancionador ou do procedimento investigativo em curso, mas sim — e apenas — a sua suspensão. Não cumpridas as obrigações, a CVM deve dar continuidade ao processo ou ao procedimento suspenso, ficando as pessoas que se obrigaram através do termo sujeitas tanto às eventuais penalidades administrativas cabíveis quanto à execução judicial do termo de compromisso, pois este, por força de expressa disposição legal, constitui título executivo extrajudicial.²⁹ Porém, uma vez comprovado o integral cumprimento do compromisso, o Colegiado determinará o arquivamento definitivo do processo ou do procedimento administrativo.

São evidentes as vantagens proporcionadas pelo termo de compromisso, tanto para o suposto infrator quanto para a CVM. O infrator poderá se ver rapidamente “livre” dos ônus da investigação administrativa e de eventual aplicação de penalidades. A CVM, por sua vez, obterá a imediata cessação da atuação ilícita, o imediato ressarcimento dos prejuízos causados, além das demais obrigações assumidas pelo proponente. Estará ainda, de pronto, munida de título executivo extrajudicial contra o particular. Tudo isso mostra que o termo pode ser muito mais interessante para a regulação do que a espera do desfecho de um processo administrativo sancionador, que demanda muito mais tempo e muitas vezes não consegue recolher as provas necessárias à apenação do infrator. Finalmente, a assinatura rápida de termo de compromisso deixa evidente para o mercado a atuação rápida e efetiva da CVM.

²⁹ Lei 6.385/76, art. 11, § 7.º.

O termo de compromisso não pode ser confundido, evidentemente, com tolerância para com o ilícito, mas sim como forma de permitir à entidade reguladora identificar o momento em que a resposta regulatória já se apresentou suficiente para o bom desenvolvimento do mercado. Não se trata, portanto, de abdicar do interesse público, mas sim de perseguir-lo de forma mais ágil e eficiente.³⁰

Mais um caso prático da CVM pode ilustrar bem a eficiência do termo de compromisso. No Processo Administrativo Sancionador 02/01, haviam sido imputadas práticas ilícitas às companhias Usiminas, Vale do Rio Doce S.A. e Sibra Eletrosiderúrgica Brasileira S.A, bem como aos seus respectivos administradores, em operação envolvendo a controlada Companhia Paulista de Ferro Ligas. As acusações envolviam o descumprimento de vários dispositivos da Lei 6.404/76, incluindo o desrespeito ao direito de preferência de acionistas minoritários em aumento de capital e o exercício abusivo do poder de controle. Os acusados propuseram, além de corrigir as falhas verificadas, o pagamento à CVM da importância totalizada de R\$ 100.000,00, proposta que foi aceita pelo Colegiado da entidade reguladora.³¹

De notar, por fim, que a flexibilidade que o termo de compromisso oferece à CVM também pode ser identificada na regulação de outras entidades reguladoras. Por exemplo, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), autarquia responsável pela defesa da concorrência, também pode assinar compromisso de cessação de prática sob investigação, desde que o particular se obrigue a cessar a prática investigada, constituindo o compromisso igualmente um título executivo extrajudicial.³²

³⁰ Voto do Diretor Sergio Weguelin, Processo CVM RJ 2001/4652 apreciado em 22/03/2005: “Vale destacar que o instituto legal do termo de compromisso não tem outro sentido senão o de dar certa flexibilidade à CVM. Não se trata, evidentemente, de tolerar o ilícito, mas sim de permitir à entidade reguladora identificar o momento em que a resposta regulatória já se apresentou suficiente para o bom desenvolvimento do mercado. Trata-se, como se disse alhures, de alcançar o máximo de eficiência na solução de problemas, aliando, na dosagem necessária para cada hipótese, as vantagens da flexibilidade negocial com o rigor da coercitividade estatal. Nesse sentido, cabe também referência à espécie congênere aplicável ao CADE (art. 53 da Lei 8.884/94).”

³¹ Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 02/01, apreciado em 16/04/2004, decisão tomada à unanimidade. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco.

³² Lei 8.884/94, art. 53.

CONCLUSÃO

As últimas décadas têm se caracterizado pela intervenção estatal na economia mediante a atuação de diversas entidades administrativas reguladoras. Nesta dissertação, tratamos de analisar a regulação do mercado de capitais brasileiro, tarefa atualmente a cargo da Comissão de Valores Mobiliários.

Esperamos que o trabalho tenha suscitado a importância do mercado de capitais brasileiro e da sua regulação, tema ainda pouco disseminado na nossa cultura jurídica. Num país carente de investimentos e sequioso por crescimento econômico, o mercado de capitais se apresenta como um importante mecanismo de financiamento das empresas brasileiras.

É necessário que o mercado seja eficiente e tenha credibilidade, de forma que consiga atrair a poupança nacional e internacional para investirem na atividade produtiva brasileira. A eficiência e a credibilidade do mercado dependem, em larga medida, da capacidade da CVM de desempenhar bem o seu papel de agente regulador. É necessário que os investidores se sintam protegidos e seguros, propiciando desse modo o aporte de investimentos ao nosso mercado.

A boa regulação pressupõe a atuação de uma entidade reguladora especializada, independente e administrativamente estável. Pressupõe também um regime de *disclosure* eficiente, a fiscalização eficaz das normas do mercado e, finalmente, o sancionamento dos agentes infratores. Esses são os objetivos que a CVM, na qualidade de entidade reguladora independente, persegue por meio dos seus instrumentos regulatórios normativos, executivos e judicantes.

Os instrumentos normativos, notadamente as Instruções que instituem o Registro de companhia aberta e o Registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, são os principais mecanismos de concretização da política de *disclosure*. Por meio deles, colocam-se à disposição dos investidores as informações necessárias à sua decisão de investimento.

Os instrumentos executivos permitem à CVM fiscalizar o cumprimento das normas do mercado de capitais. São eles que fazem da CVM o “Xerife do mercado”¹,

¹ Jargão utilizado pelos participantes do mercado.

possibilitando-lhe recolher as provas de materialidade e de autoria das infrações cometidas. No mesmo sentido, os novos instrumentos de adiamento e de interrupção de assembléia geral de companhia aberta são capazes de dar respostas céleres e preventivas ao mercado, preservando ainda mais o quadro normativo vigente.

Finalmente, o processo administrativo sancionador é o instrumento judicante pelo qual a CVM sanciona os agentes que descumprem as normas do mercado. A certeza da punição do ilícito é fundamental para a redução das infrações cometidas. Sem prejuízo das penalidades cabíveis, o termo de compromisso atribui significativa flexibilidade à entidade reguladora. Permite-lhe suspender o procedimento sancionatório, caso o investigado ou o acusado se obrigue à cessação da atividade considerada ilícita e à indenização dos prejuízos, possibilitando à CVM identificar o momento em que a atuação estatal já se mostrou suficiente para a boa regulação do mercado.

Todos esses fatores permitem-nos concluir que o mercado de capitais brasileiro já tem, hoje, o arcabouço legal necessário ao seu pleno desenvolvimento. Evidentemente, a afirmação não quer dizer que a regulação não possa ser aprimorada.

Antes de finalizar o texto, gostaríamos de ventilar idéias que poderiam aperfeiçoar a regulação do nosso mercado, respectivamente no aspecto normativo, executivo e judicante. Não se trata aqui de argumentar com profundidade, mas simplesmente de propor reflexões que nos parecem ser “ordem do dia” para o aperfeiçoamento do marco regulatório brasileiro.

No plano normativo, é preciso que a CVM edite as Instruções necessárias à criação de registros diferenciados de companhia aberta (ou categorias diferenciadas de companhia aberta), novidade trazida pela Lei 10.303/01, mas ainda não implementada pela entidade.² A medida é importante, pois significará deixar de tratar de forma praticamente idêntica empresas com perfis absolutamente distintos. Será preciso rever a Instrução CVM 202/93, que trata do Registro de companhia aberta, a fim de que passem a ser feitas exigências de *disclosure* de acordo com o perfil das companhias emissoras. A medida poderá estimular o surgimento de novas companhias abertas, inclusive de menor porte, que incorrerão em custos menores para a obtenção e a manutenção do registro na CVM.³

² A criação de níveis diferenciados de registro de companhia aberta, prevista no § 3.º do art. 4.º da Lei 6.404/76, consta do Plano Estratégico da CVM para os anos de 2005/2007.

³ Cantidiano, Luiz Leonardo, *Reforma da Lei das S.A. Comentada*, 2002, p. 31.

No plano executivo, para aprimorar a atuação fiscalizatória da CVM, parece-nos necessário fazer com que a entidade tenha acesso às informações sobre operações financeiras protegidas por sigilo bancário.⁴ Apesar de a nossa legislação⁵ ter previsões no sentido de que a CVM e o BACEN devem manter intercâmbio de informações, o que se verifica na prática é o receio das entidades em concretizar esse intercâmbio, em grande medida pelo cuidado de não incorrerem no delito de quebra de sigilo, previsto no art. 10 da Lei Complementar 105/02. A solução dessa questão, com o conseqüente acesso aos dados bancários dos investigados por infrações ao mercado de capitais, facilitaria enormemente os trabalhos da CVM de repressão aos ilícitos.⁶

No plano judicante, parece-nos ser hora de repensar o papel desempenhado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão ao qual compete apreciar os recursos interpostos contra as sanções aplicadas pela CVM. A existência do duplo grau administrativo, no caso, implica desvantagens e incongruências. Traz evidente prejuízo à celeridade da atuação sancionatória, haja vista o trâmite processual prolongar-se por mais uma instância administrativa. Além disso, é fora de dúvida que o modelo de regulação independente da CVM — Presidente e Diretores com mandato fixo, após nomeação pelo Presidente da República e sabatina no Senado — queda inteiramente subvertido com a atuação revisora de um órgão que não goza nem da independência nem da legitimidade dos membros da CVM.⁷ Na verdade, a

⁴ Folha de São Paulo, de 21/06/2005, artigo de Iuri Dantas: “Um relatório publicado ontem pelo FMI (Fundo Monetário Internacional) sobre combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo critica o Brasil por limitar o trabalho das autoridades fiscais. (...) O Relatório é duro em relação ao sigilo bancário brasileiro. E, a despeito de concordar com as críticas, o governo brasileiro continua atado à rigidez e não atua mais incisivamente por temer críticas. (...) Na avaliação do grupo, outro órgão que tem sua ação de fiscalização comprometida pela rigidez do sigilo bancário é a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), que fiscaliza, entre outros, as Bolsas de Valores. ‘O Brasil também deveria considerar mudanças nas previsões de sigilo para permitir um acesso mais amplo das autoridades às informações financeiras sem ordem judicial’, recomenda o relatório.”

⁵ Lei Complementar 105/02, art. 7.º; Lei 6.385/76, art. 28.

⁶ Tivemos a oportunidade de, em recente trabalho (Parecer/PFE-CVM/GJU-2/N.º01/2005), sustentar a legalidade do intercâmbio de informações sigilosas sobre operações financeiras entre a CVM e o BACEN. As razões em que nos baseamos são de ordem variada: consideramos que a descentralização da regulação do sistema financeiro nacional pressupõe a atuação coordenada das entidades reguladoras; consideramos que o direito constitucional à preservação da privacidade não se reveste de caráter absoluto, podendo ser relativizado em face do interesse público representado pela atuação fiscalizatória das duas entidades; consideramos ainda que as disposições constantes da LC 105/01 e da Lei 6.385/76 autorizam o intercâmbio de informações sigilosas entre a CVM e o BACEN; finalmente, consideramos que o intercâmbio de informações sigilosas entre a CVM e o BACEN não implicaria quebra de sigilo, mas apenas transferência do sigilo entre autoridades públicas.

⁷ O Decreto 1.935/96 estabelece em seu art. 2.º a composição do CRSFN:

Art. 2º O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional será integrado por oito Conselheiros, de reconhecida competência e possuidores de conhecimentos especializados em assuntos relativos aos mercados financeiro, de capitais, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, e de consórcios, observada a seguinte composição:

única vantagem que poderia ser argüida a favor do Conselho seria a segurança proporcionada pela atuação de mais uma instância revisora. Não há, todavia, nenhuma necessidade nesse sentido, porquanto a composição colegiada da CVM já é garantia institucional suficiente para a tomada de decisões ponderadas e adequadas.

Finalmente, cabe assinalar que nos limitamos a apresentar um painel da regulação da CVM com foco apenas nas companhias abertas e nas ações de sua emissão. Hoje, todavia, as ações constituem apenas um dos produtos de um mercado extremamente diversificado, que conta com debêntures, bônus de subscrição, notas comerciais, cotas de fundos de investimento, cotas de fundos de direitos creditórios, contratos futuros, contratos derivativos, contratos de investimento coletivo, entre outros valores mobiliários.

A diversidade de valores mobiliários verificada, aliada à consolidação da regulação da CVM, faz despertar no horizonte próximo a possibilidade de termos um mercado de capitais relevante e com novos atores, em evidente benefício para a economia brasileira e para o desenvolvimento nacional.

I - um representante do Ministério da Fazenda;

II - um representante do Banco Central do Brasil;

III - um representante da Secretaria de Comércio Exterior, do Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo;

IV - um representante da Comissão de Valores Mobiliários;

V - quatro representantes das entidades de classe dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, por estas indicados em lista tríplice, por solicitação do Ministro de Estado da Fazenda.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de, **Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico**, 2.^a edição, Forense, Rio de Janeiro, 2003.

ALVAREZ, Alejandro Bugallo, **A Comissão de Valores Mobiliários, instância reguladora independente?**, Revista Direito, Estado e Sociedade n.º 3, Rio de Janeiro, 1993.

BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de, **O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro**, Revista de Direito Mercantil n.º 14, São Paulo, 1974, pp. 41-60.

BARROSO, Luís Roberto, **Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática**, Renovar, Rio de Janeiro, 2003.

_____, **Temas de Direito Constitucional – Tomo II, Banco Central e Receita Federal. Comunicação ao Ministério Público para fins penais. Obrigatoriedade da conclusão prévia do processo administrativo**, Renovar, Rio de Janeiro, 2003.

BOCATER, Maria Isabel do Prado e CAMACHO, Marília Gama Rodrigues, **Capacidade legal da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil para editar normas e regulamentos, e formas de fazê-las cumprir**, Comissão de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro, 1988.

BONAVIDES, Paulo, **Curso de Direito Constitucional**, 13.^a edição, Malheiros, São Paulo, 2003.

BORBA, José Edwaldo Tavares, **Direito Societário**, 8.^a edição, Renovar, Rio de Janeiro, 2003.

CAMPANHOLE, Hilton Lobo e CAMPANHOLE, Adriano, **Constituições do Brasil**, 12.^a edição, Editora Atlas, 1998.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo, **Reforma da Lei das S.A. Comentada**, Renovar, Rio de Janeiro, 2002.

_____, **Aspectos regulatórios do mercado de capitais**, in BACHA, Edmar Lisboa e OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de, **Mercado de capitais e Crescimento econômico, lições internacionais, desafios brasileiros**, Contra Capa, Rio de Janeiro, 2005.

CARVALHO, Cesar Arthur Cavalcanti de, **Anotações sobre as agências reguladoras no direito estrangeiro: Europa, Estados Unidos e Argentina**, Universidade Federal de Pernambuco, 2004.

CARVALHOSA, Modesto, **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, Volume II, 3.^a edição, Editora Saraiva, São Paulo, 2003.

CHEDIAK, Julian, **A reforma do mercado de valores mobiliários**, in LOBO, Jorge, **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**, Forense, Rio de Janeiro, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios**, Rio de Janeiro, 1979.

_____, **Relatório de Gestão 2004**, Rio de Janeiro, 2005.

_____, **Plano Estratégico 2005-2007**, Rio de Janeiro, 2005.

COMPARATO, Fábio Konder, **O poder de controle na sociedade anônima**, 3.^a edição, Forense, Rio de Janeiro, 1983.

_____, **Aspectos jurídicos da macro-empresa**, Revista dos Tribunais, São Paulo, 1970.

_____, **Estado, empresa e função social**, Revista dos Tribunais n.º 732, São Paulo, 1996, pp. 38-46.

COSTA E SILVA, Francisco da, **As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.01: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências**, in LOBO, Jorge, **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**, Forense, Rio de Janeiro, 2002.

DANTAS, Iuri, **Brasil é criticado por lavagem de dinheiro**, Folha de São Paulo, edição de 21/06/2005.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella, **Direito Administrativo**, 13.^a edição, Editora Atlas, São Paulo, 2001.

DUBEUX, Rodrigo Ramalho, **O Novo Mercado da Bovespa e a Governança Corporativa**, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.

ECO, Umberto, **Como se faz uma tese**, 15.^a edição, Editora Perspectiva, São Paulo, 1999.

EIZIRIK, Nelson, **O papel do Estado na regulação do Mercado de Capitais**, IBMEC, Rio de Janeiro, 1977.

_____, **Aspectos Modernos do Direito Societário**, Renovar, Rio de Janeiro, 1992.

_____, **Reforma das S/A e do Mercado de Capitais**, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da, **Direito Econômico**, 4.^a edição, Forense, Rio de Janeiro, 2002.

GÓMEZ, José Maria, **Política e democracia em tempos de globalização**, Editora Vozes, Petrópolis, 2000.

GRAU, Eros Roberto, **A ordem econômica na Constituição de 1988**, 9.^a edição, Malheiros, São Paulo, 2004.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, **Sobre o poder disciplinar da CVM**, Revista de Direito Mercantil n.º 43, 1981, pp. 64-78.

HAZEN, Thomas Lee, **The Law of Securities Regulation**, Third Edition, West Publishing Co., Saint Paul, Minn., 1996.

LOSS, Louis, **Securities Regulation**, Second Edition, Little Brown and Company, Boston - Toronto, 1961.

_____, **O papel do governo na proteção dos investidores**, Revista de Direito Mercantil n.º 58, 1985, pp. 71-87.

MAZZILLI, Hugo Nigro, **A defesa dos interesses difusos em juízo**, 14.^a edição, Saraiva, São Paulo, 2002.

MIRABETE, Julio Fabbrini, **Processo Penal**, 13.^a edição, Editora Atlas, São Paulo, 2002.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo, **Direito Regulatório**, Renovar, Rio de Janeiro, 2003.

NOVAES, Ana, **Mercado de capitais: lições da experiência internacional**, in BACHA, Edmar Lisboa e OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de, **Mercado**

de capitais e Crescimento econômico, lições internacionais, desafios brasileiros, Contra Capa, Rio de Janeiro, 2005.

NUSDEO, Fábio, **Curso de economia: Introdução ao Direito Econômico**, 3.^a edição, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2001.

OSÓRIO, Fábio Medina, **Direito Administrativo Sancionador**, Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2000.

PARENTE, Norma, **A Lei das Sociedades Anônimas sob a ótica dos princípios constitucionais**, Revista de Direito Mercantil n.º 134, São Paulo, 2004, p. 72-76.

RATNER, David, **Securities Regulation in a nutshell**, Fourth Edition, West Publishing Co., Saint Paul, Minn., 1992.

ROCHA, Bolívar, **O poder normativo de órgãos da Administração: o caso da Comissão de Valores Mobiliários**, Revista de Direito Mercantil n.º 64, 1986, pp. 47-69.

SALOMÃO, Calixto, **Regulação da Atividade Econômica, Princípios e Fundamentos Jurídicos**, Malheiros, São Paulo, 2001.

SILVA, José Afonso da, **Curso de Direito Constitucional Positivo**, 19.^a edição, Malheiros, São Paulo, 2001.

SUNFELD, Carlos Ari, **Introdução às Agências Reguladoras**, in SUNFELD, Carlos Ari, *Direito Administrativo Econômico*, Malheiros, São Paulo, 2000.

TÁCITO, Caio, **Comissão de Valores Mobiliários, Poder Regulamentar**, Temas de Direito Público, Tomo II, Ed. Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

TAVARES, Ana Lucia de Lyra, **O estudo das recepções de Direito**, in **Estudos Jurídicos em Homenagem ao Professor Haroldo Valladão**, Livraria Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1983, pp. 45-66.

TRINDADE, Marcelo, **O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil** in SADDI, Jairo, **Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**, IOB, São Paulo, 2002, pp. 297-329.

VILLELA SOUTO, Marcos Juruena, **Direito Administrativo Regulatório**, 2.^a edição, Lumen Juris, Rio de Janeiro, 2005.

_____, **Direito Administrativo da Economia**, 3.^a edição, Lumen Juris, Rio de Janeiro, 2003.

ZAGREBELSKY, Gustavo, **El derecho dúctil. Ley, derechos, justicia**, Editorial Trotta, Madrid, 1995.