

## ARTIGO 2º

GABRIELA CODORNIZ

LAURA PATELLA

MARINA COPOLA

*Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*III – os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*IV – as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*VI – as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*§ 1º Excluem-se do regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (Vide art. 1º da Lei nº 10.198, de 14.2.2001)*

*I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*I – exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*II – exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*III – dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*IV – estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011)*

## COMENTÁRIOS

O desafio inicial a ser superado para a análise do art. 2º da Lei nº 6.385/76 deriva da inexistência, no ordenamento jurídico brasileiro,

de um conceito de valor mobiliário<sup>29</sup>. A importância de se determinar quais títulos efetivamente são valores mobiliários decorre da necessidade de definir o escopo de atuação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo em vista que a Autarquia possui competência para supervisionar “a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado” (art. 1º, inciso I da Lei nº 6.385/76). Neste sentido, a opção legislativa foi pela enumeração, no caput do art. 2º, de títulos com características bastante distintas, sem contudo conceituá-los.

A primeira menção a valores mobiliários na lei brasileira remete à Lei nº 4.728/65, que originalmente disciplinou o mercado de capitais no Brasil<sup>30</sup>. A despeito de trazer referências variadas a valores mobiliários, seja preocupando-se com o acesso à informação, com a proteção de investidores ou com o combate a irregularidades, a Lei 4.728/65 não desenvolveu o conceito em seu texto, ou mesmo apontou quais seriam tais títulos<sup>31</sup>.

O legislador de 1976 optou também por não trazer no texto da lei a definição de valor mobiliário, prevendo entretanto, como já se disse, um rol de tais títulos. O texto original do *caput* do art. 2º da Lei nº 6.385/76 trazia uma lista de valores mobiliários bastante restrita, que se limitava a ações, partes beneficiárias<sup>32</sup> e debêntures, os cupões

29 Situação análoga pode ser identificada em outros ordenamentos jurídicos, tendo em vista que o “*termo ‘valor mobiliário’ constitui um ‘conceito jurídico polissêmico’, ao qual não corresponde uma precisa noção legal ou doutrinal universalmente aceite*” ANTUNES, José A. Engrácia. Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico. Revista da Faculdade de Direito do Porto. pp. 2. Disponível em [http://sigarra.up.pt/ant/fdup/publs\\_pesquisa.formview?p\\_id=3443](http://sigarra.up.pt/ant/fdup/publs_pesquisa.formview?p_id=3443).

30 “*Anteriormente, podemos encontrar, nas várias leis e regulamentos que tratam da matéria, diversas expressões de cunho mais ou menos genérico como ‘papéis de crédito’ (CComercial, art. 10), ‘valores comerciais’ (Regulamento dos Corretores de Fundos Públicos na Praça da Capital Federal, aprovado pelo Dec. 2.475, de 13.3.1897, art. 76), ‘efeitos comerciais’ ou, mais modernamente, ‘títulos de crédito’*”. ARAGÃO, Paulo César. *Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações*. In Revista dos Tribunais ano 73, junho de 1984, volume 584. pp. 292.

31 Luiz Gastão Paes de Barros Leães, na década de 70, desenvolveu estudo aproximando o conceito de valor mobiliário na legislação brasileira com o conceito de *security* norte-americano. Cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro* in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro, v.14, 1974, pp. 41-60.

32 Partes beneficiárias são títulos que conferem ao seu titular direito de crédito eventual contra a companhia emissora, consistente na participação nos lucros anuais da sociedade. Atualmente, não podem ser objeto de emissão por companhias abertas. Tal previsão encontra-se no § único do art. 47 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alteração da

desses títulos, os bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Naquele primeiro momento, a Lei nº 6.385/76 considerou como valores mobiliários apenas as ações, ou outras obrigações ou títulos emitidos por sociedades anônimas<sup>33</sup>, mais especificamente, “os títulos criados ou emitidos por Companhias Abertas e oferecidos ao público para colocação em massa, através do sistema de distribuição (art. 15 da Lei nº 6.385/76) com a utilização de qualquer meio de comunicação”<sup>34</sup>. Com efeito, o rol constante da lei aproximou a disciplina dos valores mobiliários na lei brasileira ao sistema que adota conceito restrito, à semelhança de certos ordenamentos europeus, como originalmente o francês<sup>35</sup>.

A opção inicial da lei brasileira de conferir poderes ao Conselho Monetário Nacional restringia a atuação da CVM, que precisava contar com norma expressa do CMN para incluir no seu universo de supervisão algum novo título, resultando em reduzida flexibilidade<sup>36</sup>.

Os valores mobiliários foram, inicialmente, examinados pela doutrina dentro da disciplina dos títulos de crédito. Contudo, tendo em vista certas características peculiares aos títulos de crédito, fazia-se necessário algum esforço para estender determinados requisitos para

---

Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que também excluiu esses títulos do rol de valores mobiliários do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

33 *“Da divisão de competências resultou que os valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas, e ofertados ao público, são fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como também a ela está adjudicada a política de estímulo para o desenvolvimento deste mercado. Já ao Banco Central do Brasil continua afeita a normatização e fiscalização dos valores mobiliários, que não sendo emitidos pelas sociedades anônimas, sejam ofertados ao mercado.”* MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, Conceito de Valor Mobiliário, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 59, set. 1986, p. 32.

34 SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários – comentários à Lei 6.385/76 coord. de Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins. Vol. III. São Paulo: Ed. Resenha Universitária / Instituto dos Advogados de São Paulo. 1980. p. 9.

35 SOUZA JÚNIOR. Francisco Satiro de. Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores. Tese apresentada para Doutorado em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2002. pp. 68.

36 Em artigo publicado no ano de 1995, Nelson Eizirik já criticava tal opção legislativa. Cf. ELZIRIK, Nelson. A Urgente Reforma da Lei 6.385/76 in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, RT, v. 98, p. 58-62.

todos os valores mobiliários. Desta forma, nem mesmo os autores que defendiam tal proximidade conseguiam aproximar a integralidade dos valores mobiliários a requisitos típicos dos títulos de crédito, como a cartularidade, a literalidade e a autonomia<sup>37</sup>.

São nesse sentido as palavras de Ary Oswaldo Mattos Filho: “[o] que resulta claro da análise das tentativas classificatórias dos valores mobiliários, que agora se começa a fazer, é que o grau de incertezas é muito superior ao desejável. A incerteza advém da tentativa de compatibilização de duas estruturas distintas. De um lado o conceito e categorização dos títulos de crédito existentes e peculiar ao sistema legal italiano, e por nós copiada e absorvida na primeira metade deste Século. De outro lado, o conceito de valor mobiliário constante das sistemáticas jurídicas francesas e, principalmente, americana, por nossa legislação absorvido a partir da segunda metade da década de 1960. Ou seja, se de um lado existe a dificuldade conceitual de per si, de outro, a absorção de dois sistemas incompatíveis entre si resultou num desgastante, porém inútil, esforço de compatibilização conceitual”<sup>38</sup>. Com efeito, a tentativa de aproximação, além de não auxiliar no alcance de uma definição precisa, possui pouca, ou nenhuma, relevância prática, tendo em vista que a Lei nº 6.385/76 será sempre a regra aplicável aos valores mobiliários, sejam ou não, títulos de crédito.

A Lei nº 6.385/76, por sua vez, foi objeto de relevante reforma, com o advento da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº 10.303/01”), que ampliou o mercado de valores mobiliários brasileiro<sup>39</sup>.

Com a Lei nº 10.303/01, o art. 2º da Lei nº 6.385/76 passou a vigorar com a redação atual, englobando, além dos títulos originalmente previstos, outros títulos já tratados em regramentos específicos<sup>40</sup>, além

37 ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O atual conceito de valor mobiliário in Revista de Direito Mercantil: industrial, econômico e financeiro, São Paulo, v.45, n.142, p.203-247, jun. 2006. pp. 239-242.

38 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, Conceito de Valor Mobiliário, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 59, set. 1986, p. 27.

39 Ainda que menos extensa, se comparada à reforma de 2001, deve-se mencionar também a reforma operada pela Lei nº 9.457/97, que alterou e incluiu alguns artigos à Lei nº 6.385/76.

40 “Posteriormente, o Decreto-lei nº 2.286, de 23.07.1986, estabeleceu, em seu artigo 3º, que também constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976: (a) os índices representativos de carteira de ações; e (b) as opções de compra e venda de valores mobiliários.

das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, contratos de investimento coletivo e contratos de derivativos.

Notavelmente, ao inserir os contratos de investimento coletivo no rol do art. 2º, a lei brasileira migrou da acepção mais restrita de valores mobiliários para uma mais abrangente, aproximando-se do conceito de *securities* do Direito norte-americano, que inspirou o disposto no inciso IX. Assim, com a redação atual do art. 2º da Lei nº 6.385/76, serão valores mobiliários, além dos títulos expressamente previstos em seus incisos I a VIII, quaisquer outros títulos, desde que haja esforço de captação da poupança popular, com o objetivo de investimento por parte dos doadores de recursos, mas com rendimentos advindos do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Permanece, contudo, a ausência de um conceito legal de valor mobiliário, apesar de ser possível destacar algumas características que, em princípio, são comuns a grande parte dos títulos, tais como a captação da poupança popular, a padronização dos direitos inerentes e a qualificação de títulos em massa.

Para o ex-diretor da CVM, Luiz Antonio de Sampaio Campos, entretanto, “aquela visão de título de massa, de longo prazo, com homogeneidade incompatível com a diversidade das situações individuais, dotados de fungibilidade, que ‘coisifica’ ou incorpora os direitos nele contidos, como exigência da negociabilidade, que deveria ser transmitido por tradição (em oposição à tradição por cessão), deixou de ser essencial para a existência de um valor mobiliário. Da mesma forma, a existência de

---

*A Resolução nº 1.723, de 27.06.1990, do Conselho Monetário Nacional, com base no inciso III do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, dispôs, em seu artigo 1º, que são considerados valores mobiliários, para os efeitos da Lei nº 6.385/1976, as notas promissórias e emitidas por sociedades por ações, quando destinadas à oferta pública (commercial papers).*

*A lei e a regulamentação também incluíram no elenco de valores mobiliários: (a) os direitos de subscrição, recibos de subscrição, opções, certificados de depósitos (Resolução CMN nº 1.907, de 26.02.1992); (b) as cotas de fundos imobiliários (artigo 3º, Lei nº 8.668, de 25.06.1993); (c) os certificados de investimentos audiovisuais (Lei nº 8.685, de 20.07.1993, regulamentada pelo Decreto nº 974, de 08.11.1993); (d) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica (Resolução do CMN nº 2.405, de 25.06.1997 e Instrução CVM nº 267, de 01.08.1997), (e) os certificados de recebíveis imobiliários – CRI (artigo 6º da Lei nº 9.514, de 20.11.1997 e Resolução do CMN nº 2.517, de 29.06.1998).” Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 54-55.*

um financiamento, da figura de um emitente e de um mercado primário para caracterizar um valor mobiliário também cedeu lugar”<sup>41</sup>.

O próprio órgão regulador é periodicamente convocado a posicionar-se a respeito de novos títulos, decidindo se são ou não valores mobiliários. Assim, a CVM foi consultada pela Prefeitura da Cidade de São Paulo, sobre a possibilidade de os Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC – serem caracterizados como valores mobiliários. Após tentativa de aproximação de tais títulos aos derivativos e aos contratos de investimento coletivo, a CVM concluiu que, quando ofertados publicamente, os CEPAC são caracterizados valores mobiliários independentemente de sua classificação, expedindo, para tanto, norma específica a respeito (Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003)<sup>42</sup>.

Consultas semelhantes levaram a CVM a concluir que as cédulas de crédito bancário “são valores mobiliários desde que (a) sejam objeto de oferta pública e (b) a responsabilidade da instituição financeira por

41 Trecho do voto proferido no Processo CVM nº RJ 2003/0499, em 28 de agosto de 2003, que tratou de consulta formulada pela Prefeitura da Cidade de São Paulo sobre a possibilidade de Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACS serem caracterizados como valores mobiliários.

42 Processo CVM nº RJ 2003/0499, decidido em 28 de agosto de 2004: “*Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) estão previstos na Lei 10.257/2001, que estabelece diretrizes gerais da política urbana. Tal Lei dispõe sobre a possibilidade de lei municipal específica delimitar área para aplicação de operações urbanas consorciadas (OUC), definidas como ‘conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo Poder Público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental’.*

*Nas OUC poderão ser previstas, como forma de atrair investimentos privados, entre outras medidas, a modificação de índices e características de parcelamento, uso e ocupação do solo e subsolo, bem como alterações das normas edilícias, considerado o impacto ambiental delas decorrente, ou a regularização de construções, reformas ou ampliações executadas em desacordo com a legislação vigente. Ou seja, criam-se direitos de construir ou utilizar imóveis acima dos padrões previstos pela legislação vigente de uso e ocupação do solo ou regularizar obras em desacordo com esses padrões.*

*Esses direitos são chamados de Direitos Adicionais de Construção. Os municípios podem conceder esses direitos a interessados mediante o pagamento de uma contraprestação, representada pela aquisição de um certificado, o Certificado de Potencial Adicional da Construção, ou CEPAC.*

*Assim, a emissão de CEPAC é uma alternativa do Município para captação de recursos a serem aplicados em investimentos públicos de revitalização ou reestruturação de determinada área da cidade. Os investidores privados fornecedores dos recursos recebem, em contrapartida, os direitos adicionais de construção, representados pelo certificado e estruturados e delimitados na lei específica que instituir as OUC.”* O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, p. 71, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/Livro-TOP-2ed.pdf>

seu adimplemento tenha sido expressamente excluída no título”<sup>43</sup>, e que “créditos de carbono não são valores mobiliários, mas sim meros ativos cuja comercialização pode ocorrer para o cumprimento de metas de redução de emissão de carbono ou com o objetivo de investimento”<sup>44</sup>.

Neste sentido, a adoção do modelo aberto de valores mobiliários exige que a CVM desempenhe constante exercício de interpretação para responder às demandas que lhe são postas pelo mercado.

## AÇÕES, DEBÊNTURES E BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO

As ações, debêntures e bônus de subscrição são títulos emitidos por sociedades anônimas, e designados valores mobiliários pela Lei nº 6.385/76 desde sua promulgação.

Ações<sup>45</sup> são as parcelas em que se divide o capital social das sociedades por ações – as sociedades anônimas e as sociedades em comandita por ações, sendo que estas últimas não interessam para o presente estudo<sup>46</sup>.

Sinteticamente, as ações conferem ao seu titular a qualidade de sócio, ou seja, o direito de participar da sociedade como acionista. Desta forma, “nas sociedades por ações, os direitos de participação e as obrigações dos acionistas são organizados a priori em conjuntos padronizados, com o mesmo conteúdo e indivisíveis em relação à

---

43 Processo CVM nº RJ 2009/6346, decidido pelo Colegiado em 22 de janeiro de 2008, com base em voto proferido pelo ex-Diretor Marcos Pinto, analisou pedido de dispensa de registro de oferta pública de cédulas de crédito bancário.

44 Processo CVM nº RJ2007/11.593, decidido pelo Colegiado em 7 de julho de 2009, com base em voto proferido pelo ex-Diretor da CVM Otavio Yazbek. Trata-se de consulta formulada pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM ao Colegiado, a respeito da natureza dos créditos de carbono e de produtos que derivam de créditos de carbono, bem como sobre a possibilidade de aquisição de créditos de carbono por fundos de investimento, e sobre as formas de financiamento de projetos de mecanismo de desenvolvimento limpo por meio do mercado de valores mobiliários.

45 Para um estudo completo sobre as ações de sociedades anônimas cf.: Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. *Direito das Companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 215-276; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979. pp. 196-315. COMPARATO, Fabio Konder. *As Ações de Sociedade Anônima como Valores Mobiliários – Natureza e Efeito do Registro Acionário in Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense. 1981. pp. 16-31.

46 Além de não existirem na prática, sua estrutura de limitação de responsabilidade, prevista nos arts. 281 e 282 da Lei nº 6.404/76, não é compatível com a organização da grande empresa destinada à captação popular.

sociedade. Cada posição de sócio, ou ação, correspondem, portanto, iguais direitos de participação, cujo objeto é uma fração do lucro e do acervo líquido, função do número total de ações”<sup>47</sup>.

A Lei nº 6.404/76 (art. 4º)<sup>48</sup> estabelece como valores mobiliários as ações de emissão de sociedades anônimas de capital aberto e de capital fechado, distinguindo inclusive as duas espécies de sociedades anônimas pelo fato de suas ações estarem ou não admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários. As ações emitidas por companhias fechadas, contudo, não podem ser objeto de oferta pública e negociação em mercado, não estando desta forma sujeitas às disposições da Lei nº 6.385/76.

As ações são regidas pela Lei nº 6.404/76, e podem ser de diferentes espécies – ordinárias<sup>49</sup>, preferenciais<sup>50</sup> ou de fruição<sup>51</sup> (art. 15) –, e classes (art. 15, §1º), conforme a natureza dos direitos e vantagens que concedem a seus titulares. A Lei nº 6.404/76 também trata dos direitos dos acionistas, que podem ser classificados em direito essenciais (art. 109) ou passíveis de modificação (todos os que o estatuto ou a lei permitam sua modificação ou restrição). As ações de companhias abertas, por sua vez, são de livre circulação (art. 36), sendo que atualmente as ações podem ser nominativas (art. 31) ou escriturais (arts. 34 e 35).

As principais regras da CVM que tratam da negociação com ações são a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980<sup>52</sup>, que dispõe a respeito da aquisição de ações de emissão própria por sociedades

47 Bulhões Pedreira, José Luiz. Lamy Filho, Alfredo. *Direito das Companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2009. p. 522.

48 “Art. 4º 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”.

49 Ações cuja emissão é obrigatória em todas as companhias e outorgam a seus detentores os direitos comuns dos acionistas, inclusive o direito de voto (art. 110 da Lei nº 6.404/76), sem restrições ou privilégios.

50 Ações que conferem aos seus titulares determinadas vantagens ou preferências em relação às ações ordinárias, como por exemplo a prioridade de distribuição de dividendos fixos ou mínimos.

51 Ação dada em troca de outra ação, ordinária e preferencial, que foi integralmente amortizada.

52 Encontra-se em processo de revisão pela CVM, através da Audiência Pública SDM nº 11/13 que, na forma do art. 8º, § 3º, inciso I da Lei nº 6.385/76, submeteu para comentários minuta de Instrução sobre as negociações, por companhia aberta, de ações de sua própria emissão e de derivativos referenciados em tais ações e alterações na instrução que regula a divulgação de informações sobre negócios de administradores e acionistas com participações relevantes (disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1113sdm.pdf>).

anônimas – as recompras de ações, e a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que trata do procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas.

As debêntures, por sua vez, são títulos emitidos por uma companhia que conferem ao seu titular um direito de crédito contra a emissora, nas condições presentes na escritura de emissão<sup>53</sup>. Títulos de renda fixa, geralmente de longo prazo, possuem como finalidade econômica proporcionar o financiamento da companhia emissora, devendo sua oferta ser registrada perante a CVM quando houver captação da poupança popular.

Em geral, a debênture atribui a seu detentor uma remuneração consistente no pagamento de correção monetária e juros, podendo também prever participação no lucro da companhia. Vencendo o título, caberá à companhia pagar ao debenturista seu valor (principal), podendo contudo a debênture ser conversível em ações da companhia (art. 57 da Lei nº 6.404/76), com preferência de subscrição para os acionistas da companhia, ou perpétua, ou seja, sem vinculação de seu vencimento a certo prazo determinado (art. 55, § 4º da Lei nº 6.404/76).

As debêntures podem adotar, segundo a escritura de emissão, quatro espécies (art. 58 da Lei nº 6.404/76): com garantia real, com garantia flutuante (possui preferência sobre os credores quirografários na hipótese de falência da emissora), quirografária (sem preferência, ou seja, o debenturista concorre na massa falida com os demais credores da companhia) ou subordinada aos demais credores da companhia (preferência apenas sobre os acionistas no caso de falência).

A Lei nº 6.404/76 introduziu a figura obrigatória do agente fiduciário nas emissões de debêntures para negociação em mercado com a função de proteger os direitos e interesses dos debenturistas (art. 61, § 4º da Lei nº 6.404/76). A CVM, por sua vez, regulou a função do agente fiduciário através da Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983.

---

53

Sobre debêntures, cf.: BORBA, José Edwaldo Tavares. Das Debêntures. Rio de Janeiro: Renovar. 2005.

Ademais a CVM regulou, através da Instrução CVM nº 404, de 13 de fevereiro de 2004, as designadas debêntures padronizadas, com a criação de procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições a serem adotados nas escrituras de emissão, por companhias abertas, de debêntures quirografárias ou subordinadas destinadas a negociação em segmento especial de bolsa ou mercado de balcão organizado<sup>54</sup>.

Os bônus de subscrição, por fim, são títulos negociáveis que uma companhia pode emitir, dentro do limite de seu capital autorizado no estatuto social (art. 168 da Lei nº 6.404/76), que conferem o direito, ao titular, de subscrever novas ações mediante a apresentação do título à companhia, com o pagamento do respectivo preço de emissão, na forma estabelecida no certificado. Podem ser alienados diretamente pela emissora, ou atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de ações ou debêntures de uma companhia.

Os bônus de subscrição não se confundem com os direitos de subscrição de ações, que são os direitos legais conferidos aos acionistas para subscrever ações (ou títulos conversíveis em ações) em novas emissões. Representam, isso sim, um verdadeiro direito de crédito de seu titular contra a companhia, permitindo que seu detentor exija contraprestação do devedor (a companhia), a qual aumentará seu capital social e entregará em troca ações mediante pagamento. É, neste sentido, considerado título de legitimação, já que legitima seu proprietário a tornar-se acionista, embora também represente título de crédito<sup>55</sup>.

A CVM já reconheceu aos bônus de subscrição tratamento semelhante ao dispensado às ações, inclusive em decorrência do disposto no art. 78 da Lei das S.A., especialmente no que tange às regras aplicáveis às ofertas públicas de ações<sup>56</sup>.

---

54 Cf. sobre o tema a Nota Explicativa à Instrução CVM nº 404, de 13 de fevereiro de 2004, e Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 76-78.

55 Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 54-55

56 Processo CVM nº RJ2006/0645, decidido em 7 de fevereiro de 2006. A CVM, por sua vez, manifestou-se favoravelmente à possibilidade de operação de aquisição por uma companhia de bônus de subscrição de sua própria emissão no Processo CVM nº RJ2003/11177, decidido

## CUPONS, DIREITOS, RECIBOS DE SUBSCRIÇÃO E CERTIFICADOS DE DESDOBRAMENTO

Cumprindo inicialmente destacar que o inciso II do art. 2º faz remissão equivocada ao referir-se ao próprio inciso II. A referência correta, neste caso, será ao inciso I do art. 2º, remetendo-se aos títulos ali mencionados.

Os cupons, previstos na Lei nº 6.385/76 desde sua redação original (art. 2º, inciso I), são considerados “subprodutos” das ações ou debêntures<sup>57</sup>. Os títulos, assim, “podem ter cupões destinados ao exercício de direitos inerentes aos valores mobiliários”<sup>58</sup>.

No que tange às sociedades anônimas, os cupons estavam previstos no art. 26 da Lei nº 6.404/76<sup>59</sup>, que no entanto encontra-se atualmente derrogado, tendo em vista que fazia referência expressa às ações ao portador, extintas pela Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1990<sup>60</sup>. Sobre as debêntures, o cupom será o valor de juros a ser pago periodicamente ao detentor do título, sendo considerado valor mobiliário se possível sua circulação destacada.

Já os direitos e recibos de subscrição foram inicialmente instituídos como valores mobiliários pela Resolução CMN nº 1.907, de 26 de fevereiro de 1992 e, a partir da reforma de 2001, pelo inciso II do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

---

em 4 de novembro de 2003, e com salvaguardas adicionais no Processo CVM nº RJ2011-1532, de 14 de junho de 2011. Já no Processo CVM nº SP2002/0474, decidido em 31 de março de 2003, a CVM proferiu controversa decisão a respeito do preço de exercício dos bônus de subscrição de determinada companhia aberta.

57 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, Conceito de Valor Mobiliário, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Nº 59. Set. 1986. pp. 32.

58 Art. 104, 3, do Código dos Valores Mobiliários de Portugal. Ademais, ainda segundo o referido Código, “[o]s valores mobiliários destacados de outros valores mobiliários titulados são representados por cupões fisicamente separados do título a partir do qual se constituíram” (art. 46, 4).

59 Como referência histórica, estavam previstos no art. 22 do Decreto Lei 2.627/40. Nas palavras de Trajano de Miranda Valverde, “[c]upões são pequenos impressos, de forma, em geral, retangular, ligados aos títulos, e que, destes destacados, permitem ao portador receber, mediante sua apresentação e entrega à sociedade emissora, os respectivos dividendos.” (VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense. 1953. pp. 171).

60 ELZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I. São Paulo: Quartier Latin. 2011. pp. 191.

Com efeito, o art. 171 da Lei nº 6.404/76 prevê que os acionistas terão preferência para a subscrição de novas ações em aumento de capital na proporção do número de ações que possuírem. São estes os direitos de subscrição que podem ser, na forma da lei, cedidos (art. 171, § 6º), assim como negociados no mercado secundário<sup>61</sup>.

Neste sentido, “[o] direito de preferência é conferido ao acionista da companhia para subscrição do aumento de capital. Trata-se de um direito autônomo, que pode ser livremente transferido pelo seu detentor, gratuita ou onerosamente, na forma do art. 171, § 6º da Lei nº 6.404/76; Após o exercício do direito de preferência por seu detentor é originado um recibo de subscrição. Esse documento comprova o exercício do direito de preferência pelo investidor, materializando a relação jurídica que passou a existir entre o seu titular e a companhia emissora”<sup>62</sup>. O recibo de subscrição, portanto, é o título originado pelo exercício do direito de preferência para subscrição de ações por seu detentor.

Já a Instrução CVM nº 330, de 17 de março de 2000, dispõe sobre a negociação, em bolsa, de recibos de subscrição de ações de emissão de companhias abertas. Nos termos de seu art. 8º, “a operação com recibos a integralizar tratados pela presente Instrução somente poderá ser realizada com ações de companhias de capital autorizado que tenham deliberado a exclusão do direito de preferência e a contratação de líder da distribuição sob a modalidade garantia firme”.

61 *“Um pouco menos conhecida, mas também uma forma de remuneração, é a venda do chamado ‘direito de subscrição’, também conhecido como ‘direito de preferência’. No caso de emissão de novas ações por parte da companhia, os atuais acionistas recebem o direito de subscrever prioritariamente essas ações, pelo preço de emissão e na proporção das ações já possuídas. Caso não tenha interesse em realizar a subscrição, é possível vender esse direito no mercado.”* (O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013, pp. 73, disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-TOP-CVM.pdf>). Ademais, o art. 6º da Instrução CVM nº 10/80 (atualmente em processo de revisão pela CVM através do Edital de Audiência Pública nº 11/13, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1113sdm.pdf>) veda a negociação por uma companhia aberta com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão, ressalvada a hipótese de alienação em bolsa das sobras de ações não subscritas, prevista no art. 171, § 7º, alínea “a” da Lei nº 6.404/76.

62 Processo Administrativo CVM nº RJ2012/12858, decidido em 4 de junho de 2013.

Por fim, os certificados de desdobramento, ou certificados de desdobro<sup>63</sup>, eram títulos emitidos pelas bolsas de valores, e entregues aos comitentes de operações bursáteis<sup>64</sup>. Nestas operações, o detentor de cautela correspondente a múltiplo de ações solicitava à bolsa o seu desdobramento em certificado equivalente à quantidade menor de ações, para possibilitar sua negociação. As cautelas de ações, contudo, foram extintas com a Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1990, que terminou com os títulos ao portador e endossáveis. Considerados pela Lei nº 6.385/76 como valores mobiliários desde a reforma de 2001, os certificados de desdobramento tratam-se, atualmente, de títulos residuais, estando a BM&FBovespa desenvolvendo trabalho para o seu resgate.

## CERTIFICADOS DE DEPÓSITO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Previstos no art. 2º da Lei nº 6.385/76 desde sua redação original, inicialmente como seu inciso II<sup>65</sup> e, após a reforma de 2001, como inciso III, os certificados de depósito de valores mobiliários são títulos emitidos por instituições financeiras representativos de valores mobiliários por ela recebidos em depósito. Os títulos representam, desta forma, o depósito de um valor mobiliário que deixará de circular para que seu certificado circule. Neste sentido, tratam-se de “títulos de crédito representativos, cuja transferência importa constituição de direito real sobre o bem representado”<sup>66</sup>. Sua emissão é privativa de instituições autorizadas a operar como agentes emissores dos certificados<sup>67</sup> e especificamente, no que tange aos certificados de depósito de ações, a Lei nº 6.404/76 trouxe requisitos a serem observados em sua emissão (art. 43);

---

63 “Comprovante de desdobramento de um certificado de ações em vários outros.” (CAVALCANTI, Francisco. Mercado de Capitais: o que é, como funciona. Rio de Janeiro: Elsevier. 2009. pp. 315).

64 PARECER CVM/SJU/Nº 020, de 8 de agosto de 2008.

65 Cf., sobre os antecedentes legislativos, LOPES, Mauro Brandão. S.A.: Títulos e Contratos Novos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1978.

66 PARECER/CVM/SJU/Nº 061, de 25 de agosto de 1982.

67 Deliberação CVM nº 5, de 22 de maio de 1979.

Uma vez emitido, o certificado não dará, a seu detentor, o direito a receber uma quantia em dinheiro, mas sim o próprio bem depositado e seus rendimentos, não representando assim direito de crédito ou obrigação pecuniária como os títulos de dívida. O certificado, contudo, é passível de ser monetizado, mas a sua capacidade de transformação em dinheiro estará vinculada à cotação e à liquidez do bem depositado<sup>68</sup>. São exemplos de certificados de depósito de valores mobiliários o *Brazilian Depositary Receipt* – BDR, as *units* e a carteira selecionada de ações.

O BDR é o certificado de depósito de valores mobiliários, emitido no Brasil, que representa outro valor mobiliário emitido por uma empresa patrocinadora estrangeira (companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior, que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM). O valor mobiliário originário permanecerá custodiado em instituição sediada no país de origem da empresa patrocinadora, autorizada por órgão similar à CVM a prestar serviços de custódia. A custódia possibilitará que uma instituição depositária no Brasil emita o BDR com base nos valores mobiliários custodiados no exterior.

Os BDRs são regulamentados pela Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, que trata de sua emissão e negociação, os classificando em diferentes níveis, conforme as características de divulgação de informações, distribuição e negociação e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito<sup>69</sup>.

É também possível a emissão e a negociação, no exterior, de certificados representativos de depósito de valores mobiliários emitidos por emissores brasileiros. Designados *Depositary Receipts* – DR, tratam-se de “os certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil”<sup>70</sup>. Atualmente regulamentados pela Resolução CMN

68 PARECER/CVM/SJU/Nº 061, de 25 de agosto de 1982.

69 Para relevante análise do regime jurídico de BDRs cf.: TESTA, Pedro. “Anotações sobre o Regime Jurídico do Brazilian Depositary Receipts” in *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores. 2011. Pp. 552-563.

70 Art. 1º, inciso I, do Regulamento Anexo V à Resolução nº 1.289, de 20 de março de 1987.

nº 1.289/87, e pela Instrução CVM nº 317/99, possuem como maior exemplar os *American Depositary Receipts* – ADR, certificados de ações emitidos por instituições financeiras norte-americanas, lastreados em valores mobiliários de companhias de outros países.

*Units*, por sua vez, são certificados de depósito de valores mobiliários compostos por mais de uma classe de valores mobiliários como, por exemplo, a união de ações ordinárias e preferenciais, ou ações e bônus de subscrição, para negociação em conjunto. Recorrentes no mercado de capitais brasileiro, as *units* são negociadas no mercado como um único certificado, ou seja, como uma unidade. A CVM já teve oportunidade de analisar casos que envolviam *units*, principalmente de ações, dando a tais certificados tratamento regulatório semelhante ao que atribui ao título representado, “dado que os certificados de depósito transferem a seus titulares todos os direitos inerentes à propriedade das ações que representam”<sup>71</sup>.

Há, por fim, a carteira selecionada de ações, espécie de certificado de depósito de ações, constituído por um recibo escritural “representativo de um conjunto preestabelecido de ações, cujas quantidades são previamente fixadas e conhecidas quando de sua constituição. Uma vez constituídos os recibos passam a ser negociados na BM&FBovespa como se fossem um único título, com seu valor sendo determinado pelo mercado”<sup>72</sup>. São regulados pela Instrução CVM nº 174, de 6 de fevereiro de 1992, que dispõe sobre a negociação em bolsa de carteira selecionada de ações.

## CÉDULAS DE DEBÊNTURES

As cédulas de debêntures são títulos de crédito previstos no art. 72 da Lei nº 6.404/76<sup>73</sup>, com lastro em debêntures, mas com garantias próprias,

---

71 Manifestação da Superintendência de Relações com Empresas no Processo CVM nº RJ2004-3666, decidido em 24 de junho de 2004, que analisou a possibilidade de tratamento diferenciado para alienação de ações preferenciais mantidas em tesouraria através da permuta de ações de uma companhia por *units* da outra. Vide também o Processo CVM RJ2009/7176, decidido em 18 de agosto de 2009, que analisou registro de distribuição primária de certificados de depósito de ações, combinado com pedido de dispensa de requisito de registro.

72 <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/rca.pdf>.

73 Cf. também a Resolução CMN nº 1.825/91.

emitidas privativamente por instituições financeiras autorizadas a efetuar esse tipo de operação, conferindo a seus titulares direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal e os juros nela estipulados.

Inicialmente designadas como cédulas pignoratícias de debêntures, pois envolviam o penhor dos títulos<sup>74</sup>, permitem “que as instituições financeiras possam exercer com maior flexibilidade e eficiência a intermediação entre as companhias e o mercado de capitais de empréstimo. Quando as condições do mercado não permitirem ou não recomendarem a distribuição imediata da emissão de debêntures no montante ou com os prazos de vencimento requeridos pela companhia, a instituição financeira poderá subscrever a emissão, mantendo-a em carteira para oportuna distribuição no mercado; e durante esse período disporá da Cédula Pignoratícia de Debêntures para captar recursos financeiros no mercado.”<sup>75</sup>

A CVM já teve oportunidade de reafirmar que as cédulas de debêntures, quando ofertadas publicamente, são valores mobiliários sujeitos ao regime do art. 2º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76. Desta forma, ainda que sejam de responsabilidade integral de instituição financeira, ou seja, cédulas de debêntures não-vinculadas<sup>76</sup>, não será aplicável o disposto no art. 2º, § 1º, inciso II da Lei nº 6.385/76<sup>77</sup>.

74 “O título, quando concebido pela Lei nº 6.404/76, era pignoratício, porque a sua característica primacial era a garantia constituída por penhor de debêntures. Esse penhor no entanto era de difícil viabilização prática, pois nessa época as debêntures apenas conheciam as formas ao portador e endossável, ambas dependentes de tradição física para o efeito de transferência. Uma cédula garantida por debêntures, considerando que o penhor somente se constitui com a tradição, teria que se fazer acompanhar dos títulos constitutivos da garantia, que com ela circulariam.” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. pp. 177-178).

75 Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp).

76 “‘Cédulas Não-Vinculadas’ representam inteiramente risco da instituição financeira emissora; no entanto, ‘Cédulas Vinculadas’, conforme abaixo exposto, representam risco das debêntures a que elas estão vinculadas” (Processo CVM RJ nº 2006/8566, decidido em 26 de fevereiro de 2007). Sobre a realização de operações ativas vinculadas por instituições financeiras cf. a Resolução CMN nº 2.921/2002.

77 Processo CVM RJ 2006/8566, decidido em 26 de fevereiro de 2007. No caso específico, as cédulas de debêntures foram excluídas do regime legal da Lei nº 6.385/76 não por sua natureza, mas por considerar a CVM que a oferta realizada seria uma oferta privada e, portanto, dispensada de registro (lotes únicos, indivisíveis, junto a investidores específicos, não existindo a possibilidade de comunhão de interesses entre investidores, e sem negociação em mercado secundário, tornando-se, assim, ativos ilíquidos, infungíveis, que poderiam ser negociados apenas privadamente, ou com o próprio banco emissor).

## COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento são comunhões de recursos, constituídas sob a forma de condomínio<sup>78</sup>, destinadas à realização de aplicações em ativos financeiros. Tratam-se de veículos que permitem, sob a ótica do cotista (investidor), a aplicação de montantes reduzidos, com acesso a administração especializada<sup>79</sup>.

A Lei nº 6.385/76, em sua redação original, não tratava dos fundos de investimento, que eram referidos unicamente pelas disposições da Lei nº 4.728/65<sup>80</sup>. À época, os fundos de investimento eram divididos em duas espécies distintas: os fundos regulados por normas emanadas pelo Banco Central (fundos de investimento financeiro)<sup>81</sup>, e os fundos regulados por normas expedidas pela CVM em decorrência da delegação de poderes feita pelo Conselho Monetário Nacional através da Resolução CMN nº 1.787/91, de 2 de fevereiro, de 17 de janeiro de 1991 (especialmente fundos de investimento em ações)<sup>82</sup>.

---

78 O entendimento majoritário, inclusive adotado pela CVM, é de que são condomínio especiais, tendo em vista que são regulados pela CVM, e não apenas pelo Código Civil Brasileiro. Há, no entanto, diversas correntes a respeito da natureza dos fundos. A respeito cf.: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin. 2006. pp. 139-228. E, Em sentido oposto à teoria condominial: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. "A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de Quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo" in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros. 2009. pp. 185-215.

79 A natureza condominial dos fundos de investimento não pode ser estendida aos fundos exclusivos, previstos no art. 111-A da Instrução CVM nº 409/04, criados especialmente por razões tributárias. Neste sentido, "os ativos dos fundos exclusivos se constituem em verdadeiras carteiras administradas – no sentido de um conjunto de recursos e ativos entregues por seu titular à gestão de um administrador de carteiras registrado na CVM." (Voto do Presidente da CVM Marcelo F. Trindade no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/9245).

80 Até os dias atuais os fundos de investimento encontram-se sumariamente tratados na Lei nº 4.728/65.

81 Regulados pela Circular Bacen nº 2616, de 18 de setembro de 1995.

82 Tal divisão de competências, com base nos ativos objeto de investimento dos fundos, era objeto de críticas decorrentes da possibilidade de arbitragem regulatória, tendo em vista que "Banco Central e CVM, nos diversos tipos de fundos de investimento que instituíram ao longo dos anos, sempre trataram de forma nitidamente distinta regras elementares como constituição e registro dos fundos, emissão e resgate de cotas, diversificação de risco e alavancagem de carteira, vedações legais, publicidade de informações, elaboração de demonstrações financeiras e auditoria, e, inclusive, obrigações do administrador." (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin. 2006. pp. 94.).

Com efeito, a reforma da Lei nº 6.385/76 criou um regime unificado de competência para regulação dos fundos de investimento no Brasil pela CVM. Assim, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários passaram a constar expressamente do rol de valores mobiliários do art. 2º. Já a supervisão sobre os fundos de investimento em outros ativos também passou a ser de responsabilidade da CVM por conta do disposto no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Neste sentido, quando ofertadas publicamente, todas as cotas de fundos de investimento, independentemente do ativo predominante do fundo, são valores mobiliários<sup>83</sup>. É, contudo, possível a constituição de um fundo de investimento sem que seja necessário seu registro na CVM. Basta, neste sentido, que suas cotas não sejam ofertadas publicamente.

A constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações por fundos de investimento, e por fundos de investimento em cotas de fundo de investimento em valores mobiliários, estão previstos na Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 e, a partir de 1º de julho de 2015, pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, data em que a primeira regra será revogada<sup>84</sup>. Ambas as normas, por sua vez, classificam os fundos de investimento em abertos ou fechados, conforme suas cotas possam ou não ser resgatadas pelos cotistas. Desta forma, considera-se aberto o fundo em que o cotista não pode ceder a sua cota<sup>85</sup>, mas pode solicitar o resgate de seu investimento a qualquer momento. Por outro lado, considera-se fechado o fundo em que o cotista pode resgatar suas cotas apenas

---

83 Veja-se, sobre o tema, a Decisão-Conjunta nº 10, da CVM e do Banco Central, de 2 de maio de 2002, bem como o Convênio que celebram a CVM e o Banco Central, com vistas ao intercâmbio de informações.

84 Art. 156, inciso I, e art. 157 da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.

85 A cota de fundo aberto apenas pode ser objeto de cessão ou transferência por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal. A vedação para a transferência, segundo precedente da CVM, existe para que os cotistas não alienem as suas cotas sem antes recolher os tributos devidos (Processo Administrativo nº RJ2009/4167, decidido em 22/12/09). A Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, por sua vez, ampliou o rol de possibilidades para a cessão ou transferência de cotas de fundos de investimento abertos, prevendo também tal faculdade por decisão arbitral, operações de cessão fiduciária, dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens, e transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.

no término do prazo do fundo mas, entretanto, pode cedê-las, sendo estas passíveis de negociação em mercado secundário<sup>86</sup>.

Há outras espécies de fundos de investimento que, de acordo com a composição das respectivas carteiras, possuem características peculiares, e são regulados em suas especificidades por regras próprias, tendo como principais exemplos os Fundos de Investimento em Participações – FIP, regulados pela Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, regulados pela Instrução CVM nº 356/01 e os Fundos de Investimento Imobiliário – FII, regulados pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008<sup>87</sup>.

Os fundos de investimento são constituídos por deliberação de seu administrador (figura prevista no art. 23 da Lei nº 6.385/76, e regulado pela Instrução CVM nº 306 de 5 de maio de 1999<sup>88</sup>), responsável pela administração e gestão do patrimônio comum dos cotistas. Ao administrador é facultado terceirizar certos serviços prestados ao fundo de investimento, como a gestão da carteira do fundo, que pode ser realizada por pessoa física ou jurídica credenciada junto à CVM como administrador de carteira de valores mobiliários.

As cotas representam frações ideais do patrimônio do fundo, e variam de valor de acordo com a valorização do patrimônio. Os cotistas, por sua vez, possuem iguais direitos e obrigações, cabendo a eles, inclusive, responder por eventual patrimônio negativo do fundo (por ser um condomínio, o fundo de investimento não possui personalidade jurídica)<sup>89</sup>. Os fundos, ademais, possuirão regulamento que disciplinará as matérias relevantes para o seu funcionamento. Já os

---

86 As cotas de fundos fechados podem ser, inclusive, objeto de oferta pública com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/09.

87 Veja-se, sobre o tema: SZTAJN, Rachel. “Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário” in Revista de Direito Mercantil nº 93. 1994. pp. 104-108.

88 Atualmente em processo de revisão pela CVM conforme Edital de Audiência Pública nº 14/11 e Edital de Audiência Pública nº 10/14 (disponíveis respectivamente em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1411sdm.pdf> e <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1014sdm.pdf>).

89 Sobre a não incidência das leis de consumo sobre a relação com os cotistas cf.: EIZIRIK, Nelson. Fundo de Investimento. Não Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Quotistas. Fato do Príncipe Consistente na Mudança das Regras de Contabilização dos Títulos de sua Carteira in *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. pp. 547-570.

limites de aplicação de recursos do fundo de investimento, estipulados por emissor ou ativo financeiro, encontram-se previstos nas respectivas regras de regência.

## COTAS DE CLUBES DE INVESTIMENTO

Clubes de Investimento são condomínios abertos constituídos por, no mínimo, três e, no máximo, cinquenta pessoas naturais, para aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários<sup>90</sup>. A Lei nº 6.385/76 reconheceu as cotas de clubes de investimento em quaisquer ativos como valores mobiliários no art. 2º, inciso V.

Os clubes encontram-se regulados pela Instrução CVM nº 494, de 20 de abril de 2011. Tal regra foi objeto de audiência pública recente, tendo a CVM reconhecido a importância dos clubes para a introdução do pequeno investidor no mercado de capitais. A Autarquia apontou, contudo, o receio de arbitragem regulatória entre as regras de fundos e clube, ou seja, a preocupação de que entidades bastante semelhantes estivessem reguladas de forma diversa, o que poderia resultar na proliferação de clubes, por conta de regras mais brandas, enquanto o veículo adequado para certos investimentos seria o fundo<sup>91</sup>.

Por serem condomínios, os clubes de investimento não possuem personalidade jurídica, sendo administrados por sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento<sup>92</sup>. Algumas regras, no entanto, são mais flexíveis que as de fundos, tendo em vista que a gestão da carteira do clube<sup>93</sup> pode ser realizada por um ou mais cotistas eleitos pela assem-

90 “O Clube de Investimento é constituído por um grupo de pessoas ligadas por um determinado tipo de vínculo, uma ‘affectio’, seja por trabalharem em uma mesma empresa, seja por qualquer outro tipo de vínculo associativo, que enseje a formação de uma coletividade, diferenciando-se, assim, dos fundos.” Eizirik, Nelson. Gaal, Ariádna B. Flávia Parente. Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. pp. 112.

91 Edital de Audiência Pública nº 01/10, de 23 de fevereiro de 2010, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1014sdm.pdf>.

92 A CVM analisou, no Processo CVM RJ2006/4535, decidido em 25 de novembro de 2011, a possibilidade de renúncia de administrador de clube de investimento.

93 A CVM analisou, no Processo CVM RJ2012/10374, decidido em 27 de agosto de 2013, a possibilidade de cogestão de clube de investimento.

bleia geral<sup>94</sup>, bem como a distribuição de suas cotas é dispensada de registro na Comissão de Valores Mobiliários.

A constituição sob a forma de condomínio aberto proporciona aos cotistas a possibilidade de requerer o resgate de suas cotas de acordo com as condições estabelecidas no estatuto. Seu funcionamento depende de registro em entidade administradora de mercado organizado, e suas atividades são regidas por estatuto social próprio.

## NOTAS COMERCIAIS

Atualmente previstas no inciso VI do art. 2º da Lei nº 6.385/76, as notas comerciais, também designadas notas promissórias<sup>95</sup> ou *commercial papers*, são títulos de crédito que, quando ofertados publicamente, assumem o caráter de valor mobiliário, funcionando como instrumento de captação da poupança popular.

As notas comerciais representarão título de dívida, ou seja, promessa de pagamento de um emissor, que receberá recursos e figurará como o devedor da obrigação, aos favorecidos aceitantes da oferta (os credores), de quantia determinada, em data certa<sup>96</sup>.

Qualificadas desde 1990 como valores mobiliários pelo CMN<sup>97</sup>, as notas comerciais ganharam previsão expressa no rol de valores mobiliários do art. 2º a partir da reforma de 2001.

A CVM, por sua vez, regulou a emissão de notas promissórias de companhias abertas ou fechadas para distribuição pública por meio da

---

94 A gestão da carteira do Clube pode ser exercida (i) pelo administrador, desde que previamente autorizado a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM e eleito pela assembleia geral; (ii) por pessoas naturais ou jurídicas contratadas pelo administrador, desde que previamente autorizadas a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM; ou (iii) por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral. A gestão é vedada a agente autônomo de investimento, ainda que cotista do clube e, no caso de gestão por cotista, este pode gerir apenas um clube, e não receber remuneração ou benefício por suas atividades.

95 “Vale notar que afigura-se incorreta a expressão “nota promissória comercial”, uma vez que seu ‘nomen iuris’ é apenas ‘nota promissória’ (Lei Uniforme, art. 77).” PARECER/CVM/PJU/Nº 011, de 17 de junho de 1998.

96 Sobre *commercial papers*, cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. Das Debêntures. Rio de Janeiro: Renovar. 2005. pp. 195-212.

97 Resolução CMN nº 1.723, de 27 de junho de 1990

Instrução CVM nº 134, de 1 de novembro de 1990<sup>98</sup>. Diferentemente das debêntures, que podem ser emitidas por longo prazo, as notas promissórias terão prazo máximo de vencimento de cento e oitenta dias quando emitidas por companhia fechada, e de trezentos e sessenta dias na hipótese de emissão por companhia aberta.

Em 2005, por sua vez, a CVM editou a Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, que dispôs sobre nova modalidade de nota comercial, a nota comercial do agronegócio. Trata-se de nota promissória emitida por sociedades anônimas, sociedades limitadas ou cooperativas, desde que tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

As notas comerciais são títulos passíveis de negociação em mercado secundário, sendo também possível a sua emissão com esforços restritos nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009<sup>99</sup>.

## DERIVATIVOS

A reforma da Lei nº 6.385/76, em 2001, trouxe definitivamente os derivativos para o âmbito de competência da CVM<sup>100</sup>. Nos termos do inciso VII do art. 2º, são valores mobiliários “os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários” e, do inciso VIII, “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”. A análise dos dois dispositivos demonstra, contudo, redundância, tendo em vista que, se são valores mobiliários os contratos derivativos, independentemente dos ativos

98 Acompanhada de Nota Explicativa disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

99 Art. 1º, § 1º, inciso I da Instrução CVM nº 476/09.

100 Julian Chediak critica a falta de definição legal para derivativos, a abrangência no termo de instrumento de natureza diversa, bem como a solução legislativa de tratá-los como valores mobiliários, sugerindo que a melhor opção seria estender a competência da CVM para regular a emissão e negociação de títulos e contratos negociados no âmbito das bolsas de mercadorias. (CHEDIAK, Julian. “A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários” in Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2002. pp. 536-537).

subjacentes, nesta descrição já estariam incluídos os instrumentos que detenham como ativos subjacentes valores mobiliários<sup>101</sup>.

Assim como os valores mobiliários, a definição de derivativos não advém da lei. São, segundo a doutrina, “contratos cujo valor deriva da expectativa de valor de outro ativo ou instrumento. Têm duas características marcantes: a referência direta a certo ativo ou índice e a uma data final de liquidação ou execução, que via de regra se dá por diferença. Dessa forma, o valor de um derivativo decorre (‘deriva’) da expectativa do valor futuro do chamado ‘ativo subjacente’, conforme a terminologia da Lei n. 10.303/2001 e que pode ser tanto a cotação de um ativo no mercado à vista, como taxas de juros, índices de inflação, índices de bolsa, ou, mais recentemente, até mesmo indicadores meteorológicos”<sup>102</sup>.

São quatro as principais espécies de derivativos: o contrato a termo, o contrato futuro, o swap e a opção, sendo que a sua negociação em mercado secundário dependerá da padronização dos contratos para que tornem-se fungíveis. O termo, o mais simples daquelas espécies, “nada mais é do que uma operação de compra e venda de um determinado bem ou ativo financeiro, com execução diferida. Todos os detalhes necessários – objeto negociado, preço, prazo e condições de execução – são definidos quando do fechamento do negócio”<sup>103</sup>. Desta forma, o contrato a termo obriga uma parte a comprar e, conseqüentemente, a outra a vender, o ativo objeto da negociação, ficando vinculadas uma a outra até a data de liquidação do contrato<sup>104</sup>.

O contrato futuro, por sua vez, possui características semelhantes ao termo, como a compra e venda e a liquidação diferida. Há, no entanto, algumas diferenças, tendo em vista que no contrato futuro as

---

101 Para a evolução do regime legal dos derivativos no Brasil cf. YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 127-129.

102 SATIRO, Francisco. Derivativos de Bolsa in Temas Empresariais de Direito Empresarial. São Paulo: Editora Saraiva. 2012. pp. 590.

103 YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 110.

104 Para uma análise do mercado a termo veja-se EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 230-231.

partes não precisam ficar vinculadas até o seu vencimento, podendo trocar de posições. Ademais, diversamente do termo, que tem a diferença de preço ajustada no vencimento, no contrato futuro as diferenças são ajustadas diariamente, podendo o contrato ser encerrado antes do vencimento, com as partes quitando as suas obrigações<sup>105</sup>.

Já o *swap* “é o contrato pelo qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixa futuros, de acordo com fórmula predeterminada”<sup>106</sup>. A operação consiste na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação de taxas ou índices sobre ativos ou passivos utilizados como referenciais. Por suas características, trata-se de contrato de difícil padronização<sup>107</sup>.

As opções, por fim, são instrumentos que dão aos seus titulares o direito de comprar ou vender ativos determinados, em condições pré-acordadas. “A opção de compra de ativos em bolsa também é chamada ‘call’. Por ela, uma pessoa (‘lançador’) garante a outra pessoa (‘titular’) mediante o recebimento de um valor pré-estabelecido (‘prêmio’) o direito de, em querendo, adquirir ativos por um preço determinado (‘preço de exercício’) até uma data estabelecida (‘data de vencimento ou de exercício’)”<sup>108</sup>.

Operações com derivativos são, em geral, realizadas com duas finalidades: investimento (especulação) ou proteção (*hedge*). São realizadas como investimento quando o agente acredita na valorização de certo ativo, mas não pode, ou não deseja, investir na sua aquisição. Já como proteção, são utilizados basicamente quando um agente está exposto ao risco de certo ativo, e deseja contratar proteção contra a

105 Veja-se, sobre o contrato futuro: Salles, Marcos Paulo de Almeida. O Contrato Futuro. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2000.

106 SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: uma Visão Jurídica. São Paulo: Cultural Paulista, 1998. p. 215. O Conselho Monetário Nacional também definiu as operações de swap como “aquelas realizadas para liquidação em data futura que impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais”. Tal definição estava no art. 1º, § 1º, inciso I da Resolução CMN no 2.873, de 26 de julho de 2001, mas que encontra-se atualmente revogado.

107 Veja-se, neste sentido, o exemplo ilustrativo dado por Otavio Yazbek sobre o *hedge* realizado por empresa exportadora: YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 119-120.

108 SOUZA JÚNIOR. Francisco Satiro de. Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores. Tese apresentada para Doutorado em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2002. pp. 75.

diferença da variação de preços desse ativo em relação a outro ativo. Otavio Yazbek identifica um terceiro tipo de agente além do investidor e do especulador: o arbitrador. Trata-se do “participante que atua em diferentes mercados a fim de obter ganhos decorrentes de diferenciais de preços entre eles”<sup>109</sup>.

## TÍTULOS OU CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Os títulos ou contratos de investimento coletivo encontram-se previstos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Neste sentido, a lei considera valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

O inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 foi incorporado pela Lei nº 10.303/01, que repetiu a previsão originalmente introduzida em nosso ordenamento pela Medida Provisória nº 1.637, de 8 de novembro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 12 de fevereiro de 2001. A motivação legislativa explícita foram as negociações com “boi gordo”<sup>110</sup>, em que empreendedores captavam investimentos no mercado para utilizá-los na aquisição, criação e engorda de bovinos, comprometendo-se a distribuir aos aplicadores os lucros auferidos com a venda dos animais.

Na prática, é a amplitude da previsão do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 que atribui à CVM o dever de analisar os casos específicos, manifestando-se a respeito do cabimento e da conveniência de sua supervisão e, conseqüentemente, regulamentando a matéria. No caso dos contratos de investimento coletivo, a Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998 dispõe sobre sua distribuição pública, sendo o registro dos emissores regulado pela Instrução CVM nº 480/09.

109 YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 108.

110 Exposição de Motivos que acompanhou a primeira edição da Medida Provisória nº 1.637/1998.

O inciso IX foi claramente inspirado no conceito de *investment contract* norte-americano. O legislador norte-americano, beneficiando-se da experiência dos estados e suas *blue sky laws*<sup>111</sup>, adotou uma longa lista legislativa de instrumentos definidos como valores mobiliários, a figurar primeiro no *Securities Act of 1933*<sup>112</sup> (“Securities Act”) e depois também no *Securities Exchange Act of 1934*<sup>113</sup> (“Exchange Act”)<sup>114</sup>. Tanto a *Section 2(a)* do Securities Act quanto a *Section 3(a)(10)* do Exchange Act elencam instrumentos específicos, tais como as ações, as notas, e as debêntures, além de outros de significação mais ampla, como os contratos de investimento e até qualquer “instrumento tido comumente como um ‘valor mobiliário’”<sup>115</sup>.

Vale notar que, por motivos intrínsecos à própria lógica do *common law*, as definições legislativas de *security*, mesmo aquelas tradicionalmente associadas ao mercado de capitais, como os *bonds* e a notas, são

111 LOSS, LOUIS; SELIGMAN, JOEL; PAREDES, TROY. *Securities Regulation*, Wolters Kluwer, 2013, p. 1.

112 Cf. *Section 2(a)* do Securities Act: “The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security,” or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.”

113 Cf. *Section 3(a)(10)* do Exchange Act: “The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, pre-organization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof) or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a “security”; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker’s acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.”

114 Curiosamente, as definições de valores mobiliários no *Securities Act of 1933* e no *Securities Exchange Act of 1934* não coincidem, mas são tratadas como “virtualmente idênticas” e intercambiáveis pela *U.S. Supreme Court*. Cf. *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681, 686 n.1 (1985) e outros.

115 COFFEE JR., JOHN C. *Securities Regulation: cases and materials*. 11<sup>a</sup> ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 254.

apenas o ponto de partida da atividade judicante. Isto é, no sistema norte-americano, ao interpretar o conceito de *security* contido na lei, devem as cortes privilegiar a substância sobre a forma, enfocando a realidade econômica<sup>116</sup>. As ações são as únicas exceções a esta regra, sendo excepcionalmente categorizadas como valores mobiliários em qualquer hipótese, por força de referência formal ao *Securities Act* e ao *Exchange Act*.<sup>117</sup>

Da intensa atividade judicante resulta que, se de um lado os fatos podem determinar que um instrumento tipicamente associado ao mercado de capitais não se caracteriza como valor mobiliário em um dado contexto, de outro, por meio desta abordagem é possível englobar instrumentos ou arranjos mais complexos que apresentam certas dificuldades para serem identificados à primeira vista como valores mobiliários<sup>118</sup>.

Neste contexto, os tribunais norte-americanos desenvolveram uma série de “testes” com o propósito de padronizar a análise da natureza jurídica de certos tipos de títulos. Assim se sucedeu no caso dos *notes*<sup>119</sup> (instrumentos representativos de dívida) e, notoriamente, dos chamados *investment contracts*, por meio do *Howey Test*<sup>120</sup>.

Por ser talvez a mais emblemática expressão dos esforços das cortes norte-americanas de privilegiar o substrato econômico da operação sobre a forma, o *Howey Test* é com frequência tido como o principal teste para identificação de qualquer espécie de valor mobiliário. Na realidade, contudo, o *Howey Test* destina-se apenas a identificar uma categoria ampla, mas específica de valor mobiliário: a dos contratos de investimento<sup>121</sup>. Por este motivo, a aplicação daquele teste para outras espécies de valores mobiliários invariavelmente resulta em distorções.

116 LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. *Securities Regulation*, Wolters Kluwer, 2013, pp. 1-2.

117 Cf. *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985).

118 COFFEE JR., John C. *Securities Regulation: cases and materials*. 11ª ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 254.

119 Cf. *Reves v. Ernst Young* 494 U.S. 56 (1990).

120 Cf. *U.S. Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946).

121 Cf. *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985): “Second, we would note that the *Howey economic reality test* was designed to determine whether a particular instrument is an ‘investment contract,’ not whether it fits within any of the examples listed in the statutory definition of ‘security.’”

Em *U.S. Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co.*, a Suprema Corte dos Estados Unidos foi provocada a decidir se a promoção de venda de lotes de árvores frutíferas a serem cultivadas por empresa ligada ao emissor, em benefício dos investidores adquirentes dos referidos lotes<sup>122</sup>, caracterizaria um contrato de investimento.

Ao afirmar que tal esquema de fato implicava na promoção de contratos de investimento, a Suprema Corte dos Estados Unidos pontuou que um instrumento se qualifica como *investment contract* naquelas hipóteses em que for possível verificar a existência dos seguintes elementos, os quais em conjunto formam o conhecido *Howey Test*<sup>123</sup>: (i) existência de investimento em dinheiro devido a; (ii) expectativa de lucros oriunda de; (iii) empreendimento comum; (iv) que dependa somente de esforços de terceiros. Com o tempo, as cortes norte-americanas desenvolveram cada um dos elementos do *Howey Test* em maior detalhe.

O legislador brasileiro beneficiou-se particularmente da experiência do legislador norte-americano – o que não deixa de ser natural, posto que foi nos Estados Unidos que o mercado de capitais alcançou maior sofisticação. Contudo, a importação de conceitos não deve ser realizada pela CVM sem que ocorra reflexão prévia a seu respeito<sup>124</sup>, tendo em vista que está-se diante de dois sistemas jurídicos diversos – *civil law*, adotado no Brasil, e *common law*, adotado nos Estados Unidos. Neste último, tendo em vista a relevância da orientação ju-

---

*Our cases are consistent with this view. (...) Moreover, applying the Howey test to traditional stock and all other types of instruments listed in the statutory definition would make the Acts' enumeration of many types of instruments superfluous.*" Veja também *Reves v. Ernst Young* 494 U.S. 56 (1990).

122 Na prática, os investidores aufeririam ganhos com a produção e comercialização dos frutos.

123 Para fins de comparação, os elementos analisados para a caracterização de uma *note* como valor mobiliário incluem os seguintes: (i) a motivação do comprador e do vendedor para contratar a operação; (ii) o plano de distribuição do emissor; (iii) as expectativas do público investidor; e (iv) se algum outro regime regulatório se aplica às notas e reduz significativamente o risco do instrumento, resultando na redundância da aplicação do Securities Act. Cf. *Reves v. Ernst Young* 494 U.S. 56 (1990).

124 "Assim, como disse, as citações e as referências ao direito comparado devem ser realizadas com muita cautela. Nessa linha, destaco que as citações de direito estrangeiro devem ser examinadas levando-se em conta não só o seu teor específico, mas também o que dispõem as legislações específicas." (Processo CVM nº 97/1297, julgado em 08.01.2003, Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos).

risprudencial, é comum ocorrerem discussões que seriam estranhas sob a ótica brasileira<sup>125</sup>.

A inclusão do inciso IX proporcionou o reconhecimento de determinadas modalidades de títulos ou contratos que eram anteriormente reconhecidos como valores mobiliários por conta da legislação ou regulamentação anteriores, assim como foram criados depois de 2001, ou assim reconhecidos pela CVM, mas que não encontram-se enumerados na redação atual do art. 2º. São eles: (i) as cotas de fundos imobiliários<sup>126</sup>, ou outros fundos que não invistam em valores mobiliários; (ii) os certificados de investimento audiovisuais<sup>127</sup>; (iii) os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica<sup>128</sup>; (iv) os certificados de recebíveis imobiliários<sup>129</sup>; (v) os certificados de recebíveis do agronegócio<sup>130</sup>; (vi) as cédulas de crédito bancária, quando emitidas publicamente, sem responsabilidade da instituição financeira<sup>131</sup>; (vii) as letras financeiras<sup>132</sup>;

---

125 Neste sentido, há precedente que analisou se a remuneração variável do elenco de um filme, atrelada a porcentagem do lucro bruto obtido em sua venda, poderia ser considerada um valor mobiliário (Caso *People v. Syde*, julgado em 1951 pela Suprema Corte da Califórnia). Leães reconhece que o caso relatado “talvez meio estranho, é trazido à colação, para mostrar até que tipo de operação pode ser objeto de exame, na América do Norte, com possibilidade de ser classificado como transação suscetível de ser alcançada pela legislação especial disciplinadora do mercado de capitais, sem causar espanto aos tribunais e às agências governamentais fiscalizadora do mercado de valores.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro in Direito Comercial: Textos e Pareceres*. São Paulo: José Bushatsky. 1976. Pp. 237-239).

126 Regulados pela Instrução CVM nº 472/08.

127 Regulados pela Instrução CVM nº 260/97.

128 Regulados pela Instrução CVM nº 267/97.

129 Regulados pela Instrução CVM nº 414/04.

130 A CVM divulgou, através de Comunicado, que decidiu, em reunião do Colegiado de 18 de novembro de 2008, “que utilizará, para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI”. Os títulos ainda não possuem regulamentação própria.

131 Por outro lado, a atração da supervisão das cédulas de crédito bancário pela CVM, desde que tais títulos “(a) sejam objeto de oferta pública e (b) a responsabilidade da instituição financeira por seu adimplemento tenha sido expressamente excluída” (Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-11593, julgado em 15.01.08), foi objeto de duras críticas. Veja-se, neste sentido, EIZIRIK, Nelson. A polêmica sobre a cédula de crédito bancário, publicado no *Jornal Valor Econômico*, 25/02/2008. *Legislação & Tributos*. p. E2.

132 A CVM editou a Instrução CVM nº 488/10, que alterou e acrescentou artigos às Instruções CVM nº 400/03, 476/09 e 480/09 com o objetivo de regulamentar as ofertas públicas de distribuição de letras financeiras – instrumentos de dívida de longo prazo de emissão priva-

(viii) os certificados de potencial adicional de construção – CEPACs<sup>133</sup>; e (ix) os condo-hotéis<sup>134</sup>.

## EXCLUSÕES LEGAIS

O § 1º do art. 2º trata expressamente de certos títulos que não estarão sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76. Não são considerados valores mobiliários, e portanto, excluídos da supervisão da CVM, os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. A exceção, contudo, não é exaustiva. Lembre-se, por exemplo, que outros segmentos de captação de recursos públicos, como o mercado de seguros e o mercado previdenciário, apesar de não estarem expressamente excluídos do texto da Lei nº 6.385/76, não estão sujeitos à supervisão da CVM, tendo em vista possuírem tratamento legal específico<sup>135</sup>.

A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76, apresentada à Presidência da República em 24 de junho de 1976, pelo então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen, descreveu os títulos que, naquele momento, integrariam o mercado de valores mobiliários: “os títulos emitidos pelas companhias ou sociedades anônimas: as ações, partes beneficiárias e debêntures; os cupões desses títulos; os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; e outros, a critério do Conselho Monetário Nacional (art. 2º)”<sup>136</sup>. A criação da CVM, neste sentido, teria o objetivo explícito de desobstruir as atividades do Banco Central do Brasil, responsável à época pela supervisão

---

tiva de determinadas espécies de instituições financeiras, criadas pela Medida Provisória nº 472/09 (convertida na Lei nº 12.249/10).

133 Regulados pela Instrução CVM nº 401/03.

134 Processo CVM nº RJ2014/1503, decidido em 30 de abril de 2014, Processo CVM nº RJ2014/6342, decidido em 12 de agosto de 2014 e Processo CVM nº RJ2014/5323, decidido em 2 de setembro 2014.

135 Tais setores são supervisionados pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP (sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada) e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (entidades fechadas de previdência privada).

136 Mensagem nº 203, de 2 de agosto de 1976, disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E\\_M\\_n\\_197.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E_M_n_197.pdf).

do mercado de capitais. A Exposição de Motivos, ademais, foi expressa ao tratar da extensão da transferência de competências pretendida, afirmando que “permanecem na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), e o mercado de títulos da dívida pública, inclusive o open-market”<sup>137</sup>.

Desde sua promulgação, o § 1º não sofreu alterações de redação, tendo sido apenas renumerado em 2001, pela Lei nº 10.303/01, passando de § único para § 1º, em decorrência da inclusão dos §§ 2º a 4º no art. 2º.

## TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL, ESTADUAL E MUNICIPAL

Entende-se por dívida pública a dívida contraída pelos tesouros nacional, estaduais ou municipais para financiar os déficits orçamentários dos respectivos governos, incluindo-se, aqui, o refinanciamento das próprias dívidas, ou a captação de recursos para a realização de operações com finalidades específicas, desde que com autorização legal prévia. A dívida pública, quando mobiliária, é representada por títulos emitidos pela União, estados e municípios<sup>138</sup>, que serão ofertados ao público. Sob a ótica do adquirente, que passará a figurar como credor do governo, trata-se de investimento em renda fixa com baixo risco de crédito.

Especialmente no que tange aos estados, municípios e ao Distrito Federal, compete privativamente ao Senado Federal estabelecer os limites globais e as condições para o montante da dívida pública mobiliária (art. 52, IX, da Constituição Federal). Já quanto à dívida pública mobiliária federal, foram designados poderes para o Congresso

137 Mensagem nº 203, de 2 de agosto de 1976, disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E\\_M\\_n\\_197.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E_M_n_197.pdf)

138 Art. 29, inciso II, da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal. “Além do Tesouro Nacional, o Banco Central possuía, até o início de 2002, autorização para emitir títulos públicos. Desde então, quando o Bacen perdeu o poder de emissão, o único órgão emissor dos títulos públicos federais passou a ser o Tesouro Nacional, permanecendo o Banco Central como o responsável por sua colocação no Mercado primário por meio dos leilões”. Oliveira, Gilson; Pacheco, Marcelo. Mercado Financeiro. 2ª Ed. São Paulo: Editora Fundamento Educacional. 2011. pp. 117.

Nacional, com a sanção do Presidente da República (art. 48, inciso XIV, da Constituição Federal).

A emissão de títulos da dívida pública não está inserida no mercado de capitais, mas sim no mercado monetário. Desta forma, “ao emitir títulos da dívida pública, colocando-os no mercado, sem necessidade de intermediação financeira, as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez da economia: quando pretendem reduzi-lo, vendem os títulos, diminuindo a quantidade de moeda em circulação; quando pretendem expandir a liquidez, recompram os títulos, fazendo com que o dinheiro retorne à economia”<sup>139</sup>.

Em âmbito federal, os títulos emitidos são de responsabilidade do tesouro nacional<sup>140</sup>. Neste sentido, “a atual estrutura do mercado de títulos públicos brasileiro nasce, com suas feições atuais, com a promulgação da Lei nº 4.357/1964, havendo-se iniciado as operações de mercado aberto (para as quais o Banco Central tem competência nos termos do art. 10, XII, da Lei nº 4.595/1964) em fins de 1968 (...). Embora a Lei Complementar nº 101 (a Lei de Responsabilidade Fiscal) tenha impedido a emissão de títulos pelo Banco Central desde 2002, este atua como agente do Tesouro Nacional tanto no mercado primário (as ofertas públicas) quanto nos leilões de títulos, caracterizados como operações de mercado secundário. As operações com títulos públicos são registradas no Selic (...)”<sup>141</sup>.

Já o mercado de títulos públicos estaduais e municipais no Brasil, por força da Emenda Constitucional nº 3, de 17 de março de 1993, assim como da Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001, encontra-se restrito basicamente à emissão de títulos com o objetivo

139 EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. Flávia Parente. HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3ª edição. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. p. 7.

140 A descrição completa dos títulos de emissão do tesouro pode ser acessada no Sumário dos Planos Brasileiros de Estabilização e Glossário de Instrumentos e Normas Relacionados à Política Econômico-Financeira, em <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/manualfinpublp.pdf>.

141 YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 104-105.

de renegociar dívidas antigas<sup>142</sup>. Tais títulos têm circulação restrita, apresentando baixa liquidez<sup>143</sup>.

Desta forma o legislador, ao excluir do âmbito de supervisão da CVM a emissão de títulos públicos federais, estaduais e municipais, optou por restringir a atuação da Autarquia apenas a títulos privados, deixando os títulos públicos de captação dos entes governamentais sob a supervisão dos respectivos tesouros<sup>144</sup>.

### TÍTULOS CAMBIAIS DE RESPONSABILIDADE DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA

A atual exclusão dos títulos cambiais<sup>145</sup> de responsabilidade de instituição financeira da disciplina do mercado de capitais foi inspirada na Lei nº 4.728/65, que já excepcionava tais títulos das disposições relativas às ofertas públicas de valores mobiliários (art. 21, § 4º).

A abrangência do termo instituições financeiras remete ao art. 17 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (“Lei 4.595/64”), segundo o qual “consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de

---

142 Sobre o mercado de emissão de títulos públicos estaduais e municipais no Brasil, veja-se o estudo *A Economia Política do Endividamento Público em uma Federação: Um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos* de Ivan Fecury Sydrião Ferreira, disponível em [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/iiipremio/divida/1lugar\\_divida\\_III\\_PTN/IvanFecury.PDF](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/iiipremio/divida/1lugar_divida_III_PTN/IvanFecury.PDF)

143 ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 4ª edição. São Paulo: Atlas. 2001. pp. 97.

144 Veja-se interessante análise realizada a respeito da natureza dos títulos da dívida agrária realizada por Fabio Konder Comparato, em que o autor destaca as semelhanças existentes entre tais títulos públicos e os valores mobiliários, concluindo, contudo, pela sua impossibilidade de circulação no mercado de capitais, em decorrência da previsão existente no inciso I do § 1º da Lei nº 6.385/76 (parágrafo único à época). COMPARATO, Fabio Konder. *Títulos da Dívida Agrária* in *Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Saraiva. 1ª edição. 1995. pp. 462-465.

145 A expressão títulos cambiais não faz referência a títulos relacionados ao mercado de câmbio, mas sim a títulos de créditos. “Nascido na Idade Média como instrumento do contrato de câmbio, passa, depois, a ser ele próprio título de crédito, vivendo para circular sem os entraves e os perigos de cessão de crédito do Direito comum, cumprindo observar que o crédito, sendo a confiança em pessoa determinada, portanto personalíssimo, transformado em título, adquire a natureza de coisa ou bem móvel, passando a preponderar não o elemento pessoal mas o real, daí porque as normas devem procurar resguardar a circulação cambiária e o terceiro de boa-fé, de acordo com o princípio filosófico-jurídico da certeza e da segurança (...).” LOBO, Jorge. *As ‘Dez Regras de Ouro’ dos Títulos Cambiais*” in *Revista da EMERJ*. v.3. n.9. 2000. pp. 55.

recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”<sup>146</sup>.

Tais instituições são autorizadas a emitir títulos de acordo com suas atividades e necessidades específicas<sup>147</sup>. Relacionados às operações passivas dos bancos, os valores recebidos dos clientes representam relações de créditos remuneradas, que são consubstanciadas pelos títulos emitidos<sup>148</sup>.

A CVM, por sua vez, já se posicionou no sentido de que a simples prestação de garantia por instituição financeira a um ativo não seria suficiente para privá-lo da qualidade de valor mobiliário<sup>149</sup>. Ou seja, caso uma instituição financeira emita título que se configure como valor mobiliário, haverá necessidade de supervisão da CVM, independentemente da prestação ou não de garantias.

Seria este, por exemplo, o caso das debêntures. Em princípio, por força do disposto no art. 35, inciso I, da Lei 4.595/64, é vedado às instituições financeiras emitir debêntures ou partes beneficiárias. As instituições financeiras que não recebam depósitos do público, entretanto, poderão emitir debêntures, desde que haja autorização prévia do Banco Central para o caso específico (art. 35, § único da Lei nº 4.595/64), sendo tais títulos considerados valores mobiliários (art. 2º, § 1º, inciso II da Lei nº 6.385/76).

Com efeito, por conta da natureza de suas atividades, as instituições financeiras estão sujeitas à rígida regulação prudencial por parte do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil o que, possivelmente, levou o legislador a optar pela exclusão dos títulos do

146 Sobre a classificação dos bancos, veja-se ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. São Paulo: Saraiva. 2009. 25-34.

147 Para os principais títulos emitidos pelas instituições financeiras veja-se YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 101-103.

148 “Ainda que isso não ocorra nos depósitos à vista, trata-se de prática comum nos depósitos à prazo, formalizados conforme regras específicas.” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. pp. 101).

149 “Disto não se pode extrair que qualquer garantia dada por instituição financeira a qualquer ativo vá privá-lo de seu status de valor mobiliário. Se assim fosse, as opções lançadas por instituições financeiras – por vezes até as negociadas em bolsa – não seriam valores mobiliários.” (Voto do Diretor Sergio Weguelin no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/10500, julgado em 22.01.08).

âmbito de supervisão da CVM, típica reguladora de conduta<sup>150</sup>. O Colegiado da CVM, contudo, foi adiante ao se pronunciar a respeito do fundamento de tal dispositivo, no sentido de “apenas evitar que os mecanismos habituais de captação de poupança popular por parte das instituições financeiras, inerentes às suas atividades de dia-a-dia, se sujeitem às formalidades previstas na Lei [Lei nº 6.385/76] (por exemplo, a necessidade de registro das ofertas), o que certamente terminaria por inviabilizar tais atividades”<sup>151</sup>.

É exatamente a prevenção à arbitragem regulatória, contudo, o argumento utilizado para criticar as atuais exceções do § 1º do art. 2º da Lei nº 6.385. Neste sentido, “as normas de exclusão não fazem mais sentido, porque o limite entre os produtos e serviços é cada vez mais tênue. O risco de arbitragem regulatória é prejudicial ao investidor, ela ocorre frequentemente.”<sup>152</sup>.

Desta forma, a existência de reguladores diversos para títulos que, em sua essência, podem não diferir, pode resultar em uma decisão de investimento tomada exclusivamente por critérios de conveniência já que, por exemplo, os títulos excluídos da supervisão da CVM não refletem os custos incorridos na divulgação de informações típica da regulação de conduta aplicada pela Autarquia.

Há, contudo, algumas medidas que atualmente aproximam as esferas de supervisão dos reguladores dos mercados de capitais, financeiro, de seguros e previdenciário no Brasil<sup>153</sup>, como o a celebração de convênios entre a CVM e o Banco Central<sup>154</sup>, a criação do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de

---

150 Para maior entendimento a respeito da regulação de condutas e da regulação prudencial, veja-se YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007.

151 Voto do Diretor Sergio Weguelin no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/10500, julgado em 22.01.08.

152 TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Auto-Regulação no Brasil e a Crise Internacional. pp. 45-46 (Acesso em 15 de maio de 2010. Disponível em [http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo\\_MarceloTrindade.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf)).

153 TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Auto-Regulação no Brasil e a Crise Internacional. pp. 46 (Acesso em 15 de maio de 2010. Disponível em [http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo\\_MarceloTrindade.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf)).

154 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=convenioato>.

Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC<sup>155</sup>, e a adoção, pela CVM, do Sistema de Supervisão Baseado em Risco<sup>156</sup>.

## EMISSORES

O § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76 foi incluído pela Lei nº 10.303/01. As motivações apresentadas durante o processo legislativo de 2001 esclarecem que tal reforma, dentre outros objetivos, pretendeu conferir mais poderes e prerrogativas à CVM<sup>157</sup> por conta da ampliação do rol de valores mobiliários estabelecido no *caput*<sup>158</sup>. Desde que criou a Autarquia, a Lei nº 6.385/76 não havia passado por reformas expressivas, ao passo que, na prática, o desenvolvimento do mercado de capitais demanda uma atuação sempre mais intensa e abrangente da CVM, justificando a intervenção legislativa então realizada<sup>159</sup>.

A inclusão do § 2º promoveu considerável extensão no campo de aplicação dos dispositivos da Lei, ampliando a competência normativa, fiscalizatória e sancionatória da CVM para todos os emissores de valores mobiliários, seus administradores e controladores. Se em alguns casos tal aplicação estendida da Lei poderia parecer evidente – e até mesmo independente da nova previsão legal –, em outros é essencial a previsão expressa determinando a incidência das regras desta Lei sobre os emissores dos valores mobiliários listados sob o *caput* do art. 2º, bem como seus administradores e acionistas controladores, e não apenas para as companhias abertas. Essa previsão, diga-se, está em linha com o disposto no inciso IV do art. 4 da Lei nº 6.385/76, que inclui, dentre as finalidades das atribuições conferidas à CVM, a proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do

155 Instituído pelo Decreto nº 5.685, de 25 de janeiro de 2006.

156 Resolução CMN nº 3.427/2006 e Deliberação CVM nº 521/2007.

157 Sobre o tema, cf. CHEDIK, Julian F. P. *A reforma do mercado de valores mobiliários*. In LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*, p. 525 a 551.

158 Como anteriormente referido, a redação inicial do art. 2º considerou como valores mobiliários apenas as ações, ou outras obrigações ou títulos emitidos por sociedades anônimas.

159 EIZIRIK, Nelson; CARVALHOSA, Modesto. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 433-439.

mercado de capitais contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e controladores de companhias abertas.

A compreensão do enunciado legal em exame requer, inicialmente, um esclarecimento sobre o conceito de “emissores de valores mobiliários”. Para Nelson Eizirik, “emissão (do latim *emissione*, ato de produzir e mandar para fora, lançar, expedir) designa o lançamento dos títulos e a sua introdução no mercado”<sup>160</sup>. Acrescente ainda “emissão designaria apenas o ato de criação dos valores mobiliários”<sup>161</sup>. Para o referido autor, não existiria “emissão pública”, mas apenas “oferta pública”<sup>162</sup>, ou a distribuição pública dos valores mobiliários emitidos. Esse entendimento está em linha com a expressão estampada no inciso IX do *caput* deste art. 2º, que como visto refere à oferta pública de títulos ou contratos de investimento coletivo, para enquadramento no conceito legal de valores mobiliários. Sob essa perspectiva, parece equivocarse o legislador ao, no *caput* do art. 19 desta mesma Lei, por exemplo, determinar que nenhuma “emissão pública” de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM.

---

160 O autor ressalva que há “[...] autores que aceitam o uso da expressão [emissão pública], no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a *distribuição* dos títulos aos subscritores” (grifo no original). EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 83, jul./set. 1991, p. 56; e EIZIRIK, Nelson. *Emissão pública de valores mobiliários*. In Aspectos Modernos do Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 13.

161 EIZIRIK, Nelson. *Caracterização Jurídica da emissão pública de valores mobiliários*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 83, jul./set. 1991, p. 56.

162 Nos termos do artigo 16, parágrafo 1º, da Lei nº 4.728/65 (que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento), o conceito de emissão coincide com o de oferta, *verbis*: “[...] § 1º Para os efeitos deste artigo considera-se emissão a oferta ou negociação de títulos ou valores mobiliários: a) pela sociedade emissora ou coobrigada; b) por sociedades ou empresas que exerçam habitualmente as atividades de subscrição, distribuição ou intermediação na colocação no mercado de títulos ou valores mobiliários; c) pela pessoa natural ou jurídica que mantém o controle da sociedade emissora dos títulos ou valores mobiliários oferecidos ou negociados”. O mesmo artigo, em seu parágrafo 2º, traz a noção de distribuição de valores mobiliários, com a seguinte redação: “[...] § 2º Entende-se por colocação ou distribuição de títulos ou valores mobiliários nos mercados financeiro e de capitais a negociação, oferta ou aceitação de oferta para negociação: a) mediante qualquer modalidade de oferta pública; b) mediante a utilização de serviços públicos de comunicação; c) em lojas, escritórios ou quaisquer outros estabelecimentos acessíveis ao público; d) através de corretores ou intermediários que procurem tomadores para os títulos”.

A competência da CVM alcança, pois, não só as companhias abertas<sup>163</sup>, como todos os demais emissores dos valores mobiliários listados sob o *caput* deste art. 2º<sup>164</sup>. Esses outros emissores podem ser companhias fechadas, nos termos da Lei nº 6.404/76, assim como podem ser sociedades constituídas adotando outros tipos societários, como as sociedades limitadas<sup>165</sup>. Da mesma forma, tendo em vista que, como visto, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos são valores mobiliários, também tais fundos e clubes são emissores de valores mobiliários, para os fins e efeitos desta Lei (como referido, os fundos e clubes de investimento são uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio)<sup>166</sup>.

No Relatório de Análise SDM Audiência Pública nº 05/2008<sup>167</sup>, foi aventada a possibilidade de a CVM vir a ser questionada quanto ao seu poder de polícia sobre os emissores de valores mobiliários, e seus respectivos administradores, na hipótese de estarem organizados sob a forma de tipo societário diverso da sociedade anônima. Em resposta, a Autarquia, por sua Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, invocou o § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e a jurisprudência do seu órgão colegiado para esclarecer que “a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência desta autarquia

163 Estas entendidas como as sociedades por ações cujos valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, nos termos do art. 4º da Lei nº 6.404/76 e do art. 22 da Lei nº 6.385/76, adiante comentado.

164 EIZIRIK, Nelson. *Os valores mobiliários na Nova Lei das S/A*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, vol. 124, out./dez. 2001, p. 56. Vale notar, por oportuno, que o critério para sujeição ao sistema da Lei nº 6.385/76 é a qualidade de emissor de valores mobiliários. E, não, como se poderia pensar, de emissores de valores mobiliários *registrados na CVM*, consoante disposto na Instrução CVM 480, em sua redação atual. Disso se depreende que, ainda que dispensado do registro perante a CVM, nas hipóteses previstas na mesma Instrução, os emissores permanecem sujeitos à disciplina legal da Lei nº 6.385/76

165 “A própria lei que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, a Lei nº 6.385/1976, posteriormente alterada pela Lei nº 10.303/2001, é taxativa ao prever, no seu artigo 2º, § 2º, seu alcance tanto sobre as companhias abertas quanto sobre os demais emissores de valores mobiliários”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 26.

166 Lembre-se que a CVM pode, inclusive, dispensar o emissor de certos valores mobiliários de registro na Autarquia, conforme disposição do art. 14 da Instrução CVM nº 476/09.

167 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476relat%C3%B3rio.pdf>.

quanto à aplicação das penalidades estabelecidas no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976”.

No mesmo sentido, no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/13207<sup>168</sup>, instaurado para apreciação de oferta pública irregular de valores mobiliários (Cédulas de Produto Rural – CPR), a defesa de alguns dos acusados alegou que a CVM não possuiria competência para julgá-los e puni-los, pois não eram administradores de companhia aberta (mas, sim, de sociedade limitada), não eram intermediários e não negociaram valores mobiliários. Sobre essa alegação, o Relator posicionou-se no sentido de ser dada interpretação “literal” à expressão “demais participantes do mercado”, constante do referido dispositivo, de forma a “alcançar todos aqueles que, direta ou indiretamente, participem do mercado de valores mobiliários”. Em suas conclusões, o ex-Diretor Marcos Pinto, relator do Processo, referiu-se ao parágrafo 2 do art. 2º da Lei nº 6.385/76, ora em exame, o qual, desde que inserido pela reforma de 2001, teria servido para consolidar o entendimento sintetizado acima.

Ainda sobre a norma em análise, os conceitos legais de controladores e administradores estão na Lei nº 6.404/76, respectivamente nos arts. 116 e 138<sup>169</sup>. Enquanto a identificação dos administradores de determinada companhia sujeita ao regime da Lei nº 6.385/76 é tarefa relativamente simples, em virtude das previsões legais da Lei nº 6.404/76 e das formalidades necessárias à investidura nos cargos de administração, renúncia e destituição; o mesmo não se pode dizer sobre os controladores. A dinamicidade das formas de organização dos poderes entre os acionistas, das quais decorrem as recentes formações de controle minoritário ou controle conjunto nas companhias nacionais<sup>170</sup>, tem dificultado a identificação dos titulares desses po-

---

168 Decidido em 2 de setembro de 2008.

169 Sobre sociedades constituídas sob a forma de outros tipos societários, observam-se as respectivas normas de regência no Código Civil brasileiro. Especialmente em relação aos controladores, se possível, aplica-se a matriz legal estabelecida pela Lei nº 6.404/76. Para os clubes e fundos de investimentos, observam-se as normas da CVM vigentes e aplicáveis.

170 Sobre o tema, cf. COMPARATO, Fábio K.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 4ª ed., 2005.

deres, tornando, por conseguinte, mais complexa a sua fiscalização e a aplicação de sanções.

Por fim, para auxiliar na aplicação do disposto no § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, identifica-se a incidência da extensão determinada por essa norma para os demais emissores de valores mobiliários por meio dos dispositivos da Lei nº 6.385/76 que tratam de companhias abertas. Tal extensão, contudo, não será automática, e deve ser adequada a cada emissor, assim como seus controladores e administradores, com base nas regras específicas expedidas pela CVM, sua motivação e objetivos.

É este o caso, por exemplo, do art. 1º, inciso VII da Lei nº 6.385/76, que refere-se à atividade de auditoria de companhias abertas. Interpretando a regra à luz do art. 2º, é possível estender tal disposição aos demais emissores de valores mobiliários. Da mesma forma, as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes, registrados na CVM, podem auditar não só as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários, como também dos demais emissores de valores mobiliários. Neste sentido, a Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, dispõe sobre a atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, sem referir-se especificamente às companhias abertas<sup>171</sup>.

## COMPETÊNCIA REGULATÓRIA

O § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, incluído pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, contém a fonte da competência normativa da CVM em relação aos valores mobiliários e seus emissores, balizada pelas finalidades estabelecidas pelo art. 4 do mesmo diploma legal. Tal competência, em sua atual extensão, é fruto da evolução do mercado de

171 Sobre este ponto, identificou-se aparente equívoco, *concessa venia*, no voto do relator do acórdão do Tribunal Regional Federal da 2ª Região que apreciou a Apelação em Mandado de Segurança nº 2000.51.01.033877-7, quando afirma que “[...] a Lei nº 6.385/76 é clara ao estabelecer que serão disciplinadas e fiscalizadas as atividades de auditoria das companhias abertas, não fazendo qualquer menção às sociedades anônimas de capital fechado”. Disponível em <http://www.trf2.gov.br/cgi-bin/pdbi?PRO=200051010338777&TOPERA=1>.

valores mobiliários e da própria CVM que, no princípio, não dispunha de tão amplos poderes normativos, fiscalizatórios e punitivos tais quais possui atualmente, sobretudo, como visto, em virtude da reforma da Lei nº 6.385/76 operada pela Lei de 2001<sup>172</sup>.

Há registro de debates entre os doutrinadores acerca dessa função normativa da CVM, sobretudo em virtude de uma possível invasão na esfera de competência do Poder Legislativo<sup>173</sup>. A regulação do mercado de valores mobiliários por essa autarquia tem origem em movimentos relativamente recentes em nosso país<sup>174</sup>, congregando a intervenção do Estado na economia e a descentralização da atividade normativa<sup>175176</sup>.

172 “[...] a CVM enfrentou, desde o início, os obstáculos decorrentes de uma legislação na qual o direito administrativo desconhecia tal tipo de comissões independentes. Efetivamente, a nossa tradição jurídica, no particular, tinha as suas raízes nos direitos português e francês, que atribuem amplo poder de intervenção ao Estado em todas as áreas, sem reconhecer a existência de órgãos próprios da sociedade, com poderes próprios, embora organizados dentro do sistema estatal, que constituem novidade para o sistema jurídico continental europeu. Por outro lado, a CVM tinha poderes de intervenção muito limitados em relação ao mercado de capitais, tanto em virtude da relativa timidez da lei e da regulamentação, quanto pela sua própria estrutura, não tendo independência de fato em relação aos demais órgãos da administração e inclusive, e especialmente, em relação às grandes sociedades de economia mista. [...] Podemos, pois, afirmar que, numa primeira fase, a CVM exerceu um comando de caráter programático, sem ter os meios efetivos de fazer aplicar as suas determinações”. WALD, Arnaldo. *Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil*. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, nº 34, p. 5.

173 Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 251.

174 Marcelo Trindade relembra que “Conquanto os primeiros exemplos de preocupação do legislador brasileiro com o mercado e capitais datem do século XIX [...], somente a partir da metade do século XX começa a ser reconhecida a efetiva importância daquele mercado para a economia nacional, com alguma organização de ideias e planejamento de atuação”. TRINDADE, Marcelo F. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 297.

175 Na Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76 está consignado que “[...] A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito” ([http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E\\_M\\_n\\_197.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E_M_n_197.pdf)).

176 Sobre o tema, cf.: TRINDADE, Marcelo F. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 297; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sobre o poder disciplinar da CVM*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 43, 1981, p. 64 e SS; EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 48, 1982, p. 48 e SS.

O § 3º, especificamente, estabelece as diretrizes normativas para a execução do disposto no art. 2º em exame. Em seus incisos, prescreve orientações gerais para a implementação de tais diretrizes, cujo conteúdo é determinante para a atuação da autarquia em relação aos valores mobiliários e seus emissores.

Um exemplo da competência normativa balizada pelo inciso I pode ser visualizado na Instrução CVM nº 480/2009, cujo art. 1º, parágrafo 2º, prevê que “o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso”<sup>177</sup>. Uma indagação que se pode extrair desse enunciado legal é a razão de ser e os objetivos da regra que faculta à CVM exigir que os emissores de valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade anônima, quando possível<sup>178</sup>. Uma explicação razoável poderia decorrer do fato de estarem amalgamadas as previsões e os sistemas das Leis nº 6.404/76 e 6.385/76<sup>179</sup>, em virtude de serem as sociedades anônimas o tipo societário por excelência concebido para permitir o financiamento de atividades empresariais via acesso ao mercado de capitais, cuja estrutura foi desenvolvida para

177 Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009 – Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. A instrução estabelece também normas específicas para emissores constituídos sob outro tipo societário, no seu artigo 21, § 3º e artigo 30, § 1º. O artigo 33 da Instrução CVM nº 480/2009 prevê que “os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada”.

178 Lembre-se que há valores mobiliários que, por sua natureza, não terão como emissores sociedades anônimas, mas, por exemplo, fundos de investimento, clubes de investimento ou municípios (emissores de Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC).

179 A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76 entrelaça esses dois diplomas ao mencionar que “[...] o texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas” ([http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E\\_M\\_n\\_197.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/E_M_n_197.pdf)). Redação semelhante pode ser encontrada na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76: “[...] O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade” ([http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp)).

viabilizar aos empresários a captação de recursos nesse mercado, com a fundamental limitação da responsabilidade pessoal dos acionistas<sup>180</sup>.

Além disso, a disciplina legal das sociedades anônimas vigente em nosso País hoje estabelece um sistema rígido de normas cogentes, não obstante preserve a autonomia das partes, conferindo a necessária maleabilidade às estruturas criadas para consecução das atividades empresariais. Dessa forma, a Lei nº 6.404/76, ao estabelecer um aparato legal de deveres e responsabilidades impostos aos acionistas (controladores ou não), administradores e demais membros integrantes das estruturas societárias, cria um ambiente de maior segurança e de mais intenso controle dessas estruturas. Os outros tipos societários, tal como regulados hodiernamente, não possuem a mesma estabilidade das sociedades anônimas, o que não se coaduna com a complexidade e os usuais mecanismos de controle dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários. Assim, também a efetividade das normas estabelecidas pela Lei nº 6.385/76 e demais regulamentos criados pela CVM encontra na Lei nº 6.404/76 uma aliada, justificando a preferência pelas sociedades anônimas enquanto emissoras de valores mobiliários.

O mesmo § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, a partir do seu inciso II, permite à CVM exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado<sup>181</sup>.

180 Está na 5ª aula proferida por Tulio Ascarelli na Faculdade de Direito de Porto Alegre, em outubro de 1944, e compilada no seu Panorama do Direito Comercial (Sorocaba/SP: Editora Minelli, 2007, p. 93-94), a seguinte lição: “[...] a função econômica e social da sociedade anônima decorre do fato de constituir, ela, um instrumento jurídico para recolher economias em vastas camadas da população, angariando assim, capitais que superam as forças econômicas de indivíduos isolados ou de pequenos grupos e que, entretanto, são os necessários para a industrialização do país e para a constituição das instalações industriais; democratizando assim, a colheita do capital industrial, e facultando a participação a uma empresa industrial também a quem não poderia, pessoal e diretamente, constituí-la e administrá-la – seja à vista da monta das suas economias, seja à vista dos seus afazeres”. Sobre o tema, cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*, 1º volume. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 103-130.

181 O parágrafo 3 do art. 177 da Lei nº 6.404/76, desde sua redação original, modificada posteriormente pela Medida Provisória 449/2008 e pela Lei nº 11.941/2009, determina que as demonstrações financeiras das companhias abertas devem observar as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e ser obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes devidamente registrados. Logo, o exercício da faculdade conferida à CVM pelo inciso II do parágrafo 3º do artigo 2º da Lei em exame é forçado por uma norma cogente cunhada no diploma legal societário, no que concerne à auditoria independente

Esta exigência está em linha com os preceitos de ampla informação e transparência (*full disclosure*<sup>182</sup>), norteadores da regulação do mercado de valores mobiliários. O artigo 1º, inciso VII, da Lei nº 6.385/76 já prevê a disciplina e fiscalização, nos termos dessa Lei, da atividade de auditoria das companhias abertas. Da mesma forma, o art. 26 da Lei nº 6.385/76, adiante comentado, estabelece regras específicas sobre os auditores contábeis independentes<sup>183</sup>. Como referido, o registro de auditor independente é atualmente regulado pela Instrução CVM nº 308/1999.

O art. 19, parágrafo 5, inciso II, alínea “a”, da Lei nº 6.385/76 confere poder normativo à CVM para, dentre outras prerrogativas, fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas. A faculdade de exigir que as informações sobre o empreendimento ou projetos da companhia sejam auditadas é, pois, complementar à exigência das próprias informações para o registro previsto nesse art. 19. A esse respeito, note-se que a verificação da inviabilidade ou temeridade do empreendimento de determinada companhia, pela

---

sobre demonstrações financeiras. A discricionariedade da autarquia para exigir ou não a análise por auditor independente restringe-se, pois, às “informações sobre o empreendimento ou projeto”.

182 Tais princípios têm como referência a regulação do mercado de capitais norte-americano pela *Securities and Exchange Commission - SEC*. Em um apanhado histórico, Leães ressalta a importância da legislação reguladora norte-americana da década de trinta, em especial o *Securities Act* de 1933 e o *Securities and Exchange Act* de 1934, “[...] pois introduz um instrumento extremamente original de controle social: o da revelação completa e honesta de informações (*full and fair disclosure*). (LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais e ‘insider trading’*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982, p. 16). Para a SEC, os objetivos do Sistema de *Full Disclosure* são: i) *foster investor confidence*; ii) *provide investors with material information*; iii) *improve the quality and timeliness of disclosure to investors*; iv) *contribute to the maintenance of fair and orderly markets*; v) *reduce the costs of capital raising*; and vi) *inhibit fraud in the public offering, trading, voting, and tendering of securities*. Disponível em <http://www.sec.gov/pdf/annrepo2/aro2fulldisc.pdf>. Acesso em 03.01.2014. Sobre o tema, cf. PITTA, André G. *O Regime de Informação das Companhias Brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

183 Para Nelson Eizirik, “[...] cumpre ao auditor independente conferir credibilidade às demonstrações contábeis das companhias abertas e das instituições financeiras, na medida em que revisa, como especialista que é, referidas demonstrações, de maneira absolutamente isenta, neutra, com total autonomia frente à empresa auditada”. *Auditor Independente - Sigilo Profissional*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 112, out./dez. 1998, p. 137.

CVM, pode dar causa ao indeferimento do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, quando se tratar de constituição de companhia (por subscrição pública<sup>184</sup>)<sup>185</sup>.

O inciso III do parágrafo 3 do art. 2º da Lei nº 6.385/76 prevê a possibilidade da Comissão de Valores Mobiliários dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários listados no *caput* do art. 2º, a participação de sociedade integrante do sistema de distribuição.

Integram o sistema de distribuição, estabelecido pelo art. 15 da Lei nº 6.385/76, as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários<sup>186</sup>; as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revender por conta própria; as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; as bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado; as corretoras de mercadorias; os operadores especiais e as bolsas de mercadorias e futuros; e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários<sup>187</sup>. O art. 16 da Lei prevê que as atividades desses agentes estão sujeitas à prévia autorização pela CVM.

O art. 19, parágrafo 4, da Lei nº 6.385/76 estabelece que a emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no art. 15, podendo a CVM exigir a participação de instituição finan-

---

184 Nos termos do artigo 82 e seguintes da Lei nº 6.404/76, apesar da CVM, em geral, não analisar o mérito dessas questões.

185 Conforme artigo 16, inciso I, da Instrução CVM nº 400/2003, em sua redação atual.

186 A intermediação financeira na captação de recursos pelas companhias no mercado de valores mobiliários é o “negócio jurídico denominado *underwriting*”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 163). Sobre o tema, cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009; e EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2.ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 163-191.

187 O Sistema de Distribuição foi originalmente regulado pelo artigo 5º e seguintes da Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 4.728/65. Sobre o tema, Eizirik afirma que “A lei [6.385/76] também redefine o Sistema de Distribuição dos Valores Mobiliários, de forma mais explícita que aquela estabelecida pela Lei 4728”. EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 131.

ceira. Esta é a previsão que confere sentido à prerrogativa de dispensa prevista no art. 2º, parágrafo 3, inciso III, da mesma Lei<sup>188</sup>.

No Relatório de Análise SDM – Processo RJ 2006/5733, ficou consignado, pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM, que “a dispensa genérica da intervenção de entidades integrantes do sistema de distribuição da distribuição em uma oferta pública [...] é uma medida raramente utilizada pela CVM, sendo certo que, atualmente, apenas duas normas da CVM contêm essa possibilidade”<sup>189</sup>. Nessa mesma manifestação antes mencionada, a Superintendência referiu que “[...] além de escassos, os precedentes nos quais a CVM permitiu a dispensa de forma genérica tratam de hipóteses diferentes entre si — a primeira, em que o porte da emissão, o público destinatário da oferta e a ausência de negociação no secundário parecem ter pesado favoravelmente à dispensa; e a segunda, em que terá contado favoravelmente à concessão a intenção de incentivar emissores de pequeno porte a efetuar suas ofertas sob a jurisdição da CVM [...]”<sup>190</sup>.

Sobre o mesmo tema, o parágrafo 2 do art. 3 da Instrução CVM nº 400/2003 – modificada pela Instrução CVM nº 482/2010 – estabelece que a distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do

---

188 Nesse sentido, ao decidir sobre a distribuição pública e privada de cotas de fundos fechados (Processo CVM RJ 2005/2345), o Colegiado da CVM assim entendeu: “[...] Pelas mesmas razões expostas ao longo deste voto, no sentido de que a legitimação da intervenção da CVM no registro de funcionamento de fundos de investimento decorre da distribuição pública de suas cotas, entendo necessária a intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação de cotas de Fundos Fechados que sejam regidos pela CVM, pois tal intervenção decorre de comando legal (art. 19 da Lei nº 6.385/76). Nada obstante, nos casos em que a CVM dispensar o registro da distribuição pública, na forma da autorização legislativa constante do § 5º, I, do art. 19, poderá também dispensar a intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição, amparada no disposto no inciso III, § 3º, do art. 2º da Lei nº 6.385/76, devendo tais pontos ser aclarados em norma geral”. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4755-o.htm>.

189 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst459Relatorio.pdf>. Essas normas seriam a do artigo 9º da Instrução CVM nº 414/2004, com redação dada pela Instrução CVM nº 446/2006, que trata da distribuição de CRI; e a do artigo 7º, inciso III, da Instrução CVM nº 296/1998, reformada pela Instrução CVM nº 350/2001, que regula a distribuição pública de contratos de investimento coletivo, na qual a participação de intermediário seria facultativa, uma vez que a regulação refere a possibilidade (e não a obrigatoriedade) de instrução do pedido de registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo com a cópia do contrato firmado entre a companhia emissora e o intermediário.

190 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst459Relatorio.pdf>.

sistema de distribuição de valores mobiliários, ressalvadas as hipóteses de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4 da mesma Instrução<sup>191</sup>. O parágrafo 2 do mesmo artigo prevê que o pedido de dispensa será formulado pelo ofertante, e pela instituição intermediária, se for o caso, em documento fundamentado, nos termos do Anexo I da Instrução, que conterà as justificativas identificadas pelos requerentes para a concessão da dispensa. Por seu turno, o parágrafo 5 determina que, nas hipóteses de dispensa, a CVM pode impor restrições à negociação dos valores mobiliários em mercados regulados.

Ainda, o art. 2º da Instrução CVM nº 476/2009 prevê que as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários<sup>192</sup>. No Processo Administrativo CVM RJ 2011/12976, julgado em 5 de março de 2013, ficou clara a impossibilidade de dispensar a participação de intermediário nas hipóteses de ofertas realizadas com base na Instrução CVM nº 476/2009<sup>193</sup>.

Por fim, o inciso IV do parágrafo 3 do art. 2º da Lei nº 6.385/76 confere à CVM a possibilidade de estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça mencionados padrões. A mecânica dessa padronização, para estar em sintonia com os preceitos de segurança e previsibilidade das regras,

---

191 Art. 4º – Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive publicações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. § 1º Na dispensa mencionada no “caput”, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: I. a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976); II. o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; III. o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); IV. a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; V. características da oferta de permuta; VI. o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII. ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados [...].

192 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst476.pdf>.

193 Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8029-o.HTM>.

deverá garantir o estabelecimento prévio dos padrões de cláusulas e condições exigíveis pela CVM, por regulamento próprio, de forma que todos os agentes tenham deles conhecimento, podendo lhes ser exigida a observância de dita padronização em cada caso. Outras padronizações eventualmente estabelecidas pela CVM deverão igualmente ser divulgadas aos agentes do mercado de forma antecipada, não podendo ser impostas *ad hoc*, sempre observando os limites da lei.

Otávio Yazbek lista, sob os exemplos de regras de conduta conformadoras da regulação dos mercados financeiro e de capitais, a “obrigação de uniformizar procedimentos e modelos negociais”. O mesmo autor leciona que “[...] é na especificidade da relação entre emissores de títulos, intermediários ‘não depositários’ e clientes, assim como na complexidade das estruturas de bolsa e de balcão, que se manifestam de forma mais evidente as assimetrias informacionais típicas das relações financeiras”, o que de certa forma justifica a exigência de padronização estabelecida pela norma em exame. O autor ainda refere a maior padronização dos contratos e relações atinentes às atividades bancárias e securitárias se comparadas às relações estabelecidas no âmbito do mercado de valores mobiliários<sup>194</sup>.

Nos termos da Instrução CVM nº 461/2007, os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não-organizados, referidos no inciso em análise. Ainda conforme a mesma Instrução, considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros. Tais mercados – organizados – compreendem as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado. Por seu turno, nos mercados de balcão não organizados as negociações de valores mobiliários são conduzidas por intermediários integrantes do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II

---

194 YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 226.

e III do artigo art. 15 da Lei nº 6.385/76, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado, conforme definido pela Instrução<sup>195</sup>.

A Instrução CVM nº 296/1998, em sua versão atual, regula o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo e prevê, no seu art. 5º, que tais contratos devem obrigatoriamente conter uma série de informações, estabelecendo a padronização a que refere o enunciado legal em exame.

Por fim, o enunciado em análise atribui à CVM o poder de recusar a admissão, ao mercado, da emissão que não satisfaça os padrões a que se refere a norma. Tal poder decorre da competência atribuída pela Lei nº 6.385/76 a essa Autarquia, sobretudo por força do seu art. 19, parágrafo 5, adiante comentado, nos limites estabelecidos pelo art. 1 do mesmo diploma. Essa recusa, no entanto, deve respeitar os estritos termos da lei e ser devidamente justificada, em observância às regras e princípios que regem os atos da administração pública, aos quais está vinculada a autarquia.

## O REGISTRO DOS CONTRATOS DE DERIVATIVOS

Introduzido pela Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011, o §4º do art. 2º da Lei nº 6.385/76 estabelece que o “registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários” é condição de validade dos contratos derivativos.

Para melhor compreender a inovação trazida pelo referido dispositivo, convém retomar um pouco da história recente dos registros de operações envolvendo contratos derivativos no Brasil.

---

195 Otavio Yazbek (*Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 130 e ss.) identifica e discorre acerca das dificuldades de conceituação das bolsas atualmente, analisando igualmente o sistema de negociação de balcão que, segundo o autor, “[...] é aquele em que as instituições financeiras e as demais entidades autorizadas a operar fazem-no diretamente entre si, ou diretamente com seus clientes, sem um mecanismo centralizado e compulsório de formação de preços”.

O período que se seguiu à crise financeira mundial de 2008 foi de intensa atividade regulatória, promovida, em larga medida, por órgãos multilaterais. A crise, gerada nos países desenvolvidos, lançou a Europa e os Estados Unidos na recessão e afetou drasticamente as perspectivas de crescimento dos países emergentes. Do ponto de vista político, o alcance da crise subitamente revestiu de renovada legitimidade órgãos como o *Financial Stability Board*, composto, de um lado, pelos representantes das economias desenvolvidas, que tentavam recuperar os mercados domésticos e a credibilidade e, de outro, os representantes dos países em desenvolvimento, interessados em garantir que novos choques externos não acontecessem. Neste contexto, a regulação dos instrumentos derivativos ganhou particular atenção dada a dimensão sistêmica que nestes se reconheceu em razão da falência de instituições como o banco Lehman Brothers e o quase colapso da seguradora AIG, dentre outros exemplos.

Com efeito, o processo de exame da crise nos fóruns internacionais evidenciou que reguladores, auto-reguladores e intermediários sofriam, em sua maior parte, de uma deficiência crônica de informações relativas a operações envolvendo contratos derivativos e à magnitude deste mercado. A solução amplamente encampada para suprir tal deficiência foi o registro ou reporte universal de informações sobre aquelas operações a uma contraparte central<sup>196</sup>.

O registro das operações com contratos derivativos nunca foi, porém, desconhecido dos participantes do mercado brasileiro. A hi-

---

196 Para maiores detalhes sobre a história da regulamentação do mercado de derivativos de balcão no Brasil e os benefícios informacionais do registro, cf. YAZBEK, Otavio, *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*: "... o registro centralizado de operações permite, aos participantes do mercado, um acesso mais simplificado, mais ágil, ao seu estoque de operações e a uma série de informações a elas relacionadas. Também os reguladores podem ter acesso a tais dados, em tempo real ou periodicamente (conforme a opção em cada país), o que facilita as atividades de supervisão e uma série de análises. Por fim, o mercado como um todo tende a se beneficiar das informações assim obtidas, uma vez que, ainda que as posições individuais sejam usualmente protegidas por sigilo, nada impede a divulgação periódica de dados agregados referentes, por exemplo, a volumes negociados em mercado, média de preços praticados etc. Esta terceira dimensão seria, assim, essencial para aumentar o nível de transparência do mercado e mesmo para ajudar os participantes deste na definição de suas estratégias." In SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coord.). *Mercado de Capitais*, Editora Saraiva/Direito GV, São Paulo, 2013, pp. 135-ss.

perinflação na década de oitenta e a estreita relação entre os contratos derivativos e a formação de preços de *commodities* foram determinantes para que, já naquele período, se buscassem alternativas a fim de garantir o provimento de informações mínimas sobre o mercado de derivativos ao Estado. Assim, as primeiras regulamentações sobre o tema já previam o registro de operações, a fim de cumprir, essencialmente, objetivos informacionais<sup>197</sup>.

Da forma como concebido, o registro de operações era exigido apenas das instituições financeiras<sup>198</sup>. Logo, porém, o registro passou a estender-se para todas as operações com derivativos celebradas em mercado de balcão organizado. Nas palavras de Otavio Yazbek, “[n]a prática, ainda que o regime de registro de operações originariamente criado por meio de regulamentação se aplicasse diretamente apenas às instituições financeiras, ele já acabava por abarcar todo o universo de operações realizadas em mercado de balcão, independentemente da natureza das partes. Em larga medida, tal efeito decorreu do fato de que o registro era considerado requisito para o reconhecimento dos efeitos econômicos das operações (e, conseqüentemente, para a produção de efeitos tributários para as partes), mesmo que as partes não fossem instituições financeiras. Daí porque se pode afirmar que, em regra, as operações de mercado de balcão já eram levadas a registro no Brasil.”<sup>199</sup>.

Conforme já tratado acima, em 2001 os contratos derivativos foram tipificados como valores mobiliários e passaram, com tal me-

197 Yazbek aponta outros benefícios incidentais que podem ser oferecidos pelas “entidades registradoras” em seus respectivos mercados, notadamente, a prestação de serviços de agentes de cálculo (“*calculation agents*”), encarregados de apontar os valores devidos quando da liquidação das operações, de suporte à constituição de garantias pelas partes envolvidas nas operações com contratos derivativos (“*collateral management*”) e de “*portfolio compression*,” ou a compensação entre diversas operações celebradas entre as mesmas contrapartes, gerando um número menor de contratos em aberto, mantendo-se a mesma exposição total. Cf. YAZBEK, Otavio, *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coord.). Mercado de Capitais, Editora Saraiva/Direito GV, São Paulo, 2013, pp. 135-ss.

198 Cf. Resolução CMN nº 2.042, de 13 de janeiro de 1994 (conforme reeditada). A matéria é hoje regulamentada no âmbito do Conselho Monetário Nacional pela Resolução CMN nº 3.505, de 26 de outubro de 2007.

199 Cf. YAZBEK, Otavio, *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coord.). Mercado de Capitais, Editora Saraiva/Direito GV, São Paulo, 2013, pp. 149-151.

didada, para a competência da Comissão de Valores Mobiliários. Novas regras foram editadas com o intuito de aprimorar o arcabouço então existente de regulação dos instrumentos derivativos, instituindo princípios de conduta para os intermediários<sup>200</sup>, regulando as “entidades registradoras” atuantes como repositórios informacionais<sup>201</sup> e exigindo a aprovação de certos modelos de contratos<sup>202</sup>. Medidas específicas também foram adotadas após o advento da crise de 2008 com o objetivo de aperfeiçoar o reporte das exposições das companhias abertas aos contratos derivativos<sup>203</sup>.

Como se pode notar, o registro de operações e os esforços de supervisão do mercado de derivativos pelos órgãos reguladores competentes não eram estranhos aos participantes do mercado brasileiro às vésperas da edição da Lei nº 12.543/11. De fato, da associação daquelas obrigações de registro para as instituições financeiras ao reconhecimento de certos efeitos fiscais sobre as operações registradas resultou que, ao contrário do que se pôde observar na maioria dos mercados internacionais, já em 2011, virtualmente todas as operações envolvendo contratos derivativos eram objeto de registro no Brasil<sup>204</sup>.

Feitos estes esclarecimentos, torna-se possível analisar em maior detalhe o disposto no §4º do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

Outrossim, a grande inovação legal do §4º se deu no âmbito dos requisitos de validade do contrato derivativo. Como visto, até a introdução de tal dispositivo, o registro de operações com contratos derivativos possuía uma dimensão essencialmente informacional, além de produzir efeitos de natureza fiscal. A rigor, até 2011, desde

200 Cf. Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003, hoje revogada pela Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011.

201 Cf. Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

202 Cf. Instrução CVM nº 467, de 10 de abril de 2008.

203 Cf. Deliberação CVM nº 566, de 17 de dezembro de 2008 e Instrução CVM nº 475, de 10 de abril de 2008.

204 Cf. Financial Stability Board, “Implementing OTC Derivatives Market Reforms”, 2011, p. 45: “Brazil has a full-fledged reporting system dating back to the early 1990s that ensures high levels of transaction reporting, while Japan and South Korea have updated their regulatory frameworks to require transaction reporting.”

que observados os requisitos elencados no art. 104<sup>205</sup> do Código Civil, que trata da validade dos negócios jurídicos, a ausência de registro não afetava a validade do contrato derivativo. A partir de 2011, porém, a Lei nº 12.543/11 passou a exigir o registro do próprio contrato (e não mais da operação) como requisito de validade daquele<sup>206</sup>. Por consequência, ausente o registro, fica o contrato derivativo sujeito às sanções disponíveis aos negócios jurídicos viciados no plano da validade.

Vale remeter, nesse sentido, à Exposição de Motivos da Lei nº 12.543/11: “5. Embora tenhamos um marco legal que incentive ou mesmo obrigue o registro das operações com contratos derivativos, em especial daquelas que contam com instituição financeira como contraparte, e que tenhamos regras que estabeleçam a apresentação de informações sobre derivativos nas informações trimestrais das sociedades anônimas, é importante que consolidemos estas competências, em grande parte esparsas e não necessariamente explícitas, num novo texto legal. (...) 7. Em linha semelhante de raciocínio, explicita-se, por meio da redação do art. 4º, a nulidade dos contratos de derivativos não registrados em bolsa de mercadorias e de futuros ou em balcão organizado.”.

É razoável admitir que a imposição de um novo requisito de validade a instrumentos financeiros que vêm sendo negociados de forma relativamente padronizada ao redor do mundo traz um novo nível de complexidade a operações com contratos derivativos celebradas por contrapartes brasileiras, em particular em operações do tipo *cross-border*. Nesse sentido, é importante assinalar que, em resposta a recente

205 Nos termos do artigo 104 do Código Civil, “[a] validade do negócio jurídico requer: I – agente capaz; II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III – forma prescrita ou não defesa em lei.”

206 Há que se retomar, aqui, os ensinamentos do Prof. Antônio Junqueira de Azevedo sobre os três planos em que deve ser analisado o negócio jurídico—existência, validade e eficácia: “(...) temos que o negócio jurídico, examinado no plano da existência, precisa de elementos, para existir; no plano da validade, de requisitos, para ser válido; e, no plano da eficácia, de fatores de eficácia, para ser eficaz. (...) A validade é, pois, a qualidade que o negócio deve ter ao entrar no mundo jurídico, consistente em estar de acordo com as regras jurídicas (“ser regular”). Validade é, como o sufixo da palavra indica, qualidade de um negócio existente. “Válido” é adjetivo com que se qualifica o negócio jurídico formado de acordo com as regras jurídicas.” JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antônio. Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia. 4ª Ed – atualizada de acordo com o novo Código Civil. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 30-42.

questionamento da International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA), organização internacional que congrega os participantes do mercado de derivativos de balcão, a Comissão de Valores Mobiliários confirmou que o registro de que trata o parágrafo quarto do art. 2º da Lei nº 6.385/76 “não constitui requisito de validade para os contratos celebrados no exterior e regidos por lei estrangeira”, ainda que firmados por contrapartes brasileiras.”<sup>207</sup>.

Vale notar, por fim, que os procedimentos para registro dos contratos continuam semelhantes àqueles adotados para o registro das operações antes do acréscimo do parágrafo quarto ao art. 2º da Lei nº 6.385/76.

A lei exige que os contratos derivativos sejam registrados em “câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.” O parágrafo único do artigo primeiro da Instrução CVM nº 461/07, por sua vez, dispõe que o registro será exclusivo “das entidades administradoras de mercados de balcão organizado”. Nos termos da mesma Instrução, tais entidades administradoras são responsáveis pela estruturação, manutenção e fiscalização dos mercados organizados de valores mobiliários,<sup>208</sup> os quais podem ser “de bolsa” ou “de balcão”, a depender de certos requisitos<sup>209</sup>. As entidades administradoras de mercados de balcão organizado são no Brasil hoje a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros e a CETIP S.A. – Mercados Organizados.

A despeito das semelhanças, é de se esperar porém, que, no futuro, a mudança da natureza jurídica do registro também resulte em certos efeitos operacionais, que não devem ser negligenciados. O mercado de derivativos, no Brasil e no exterior é, tradicionalmente, um mercado onde predominam o dinamismo e os usos e costumes mercantis, muitas vezes em prejuízo de um maior formalismo nas tratativas. Tal modo

207 Ofício/CVM/PTE nº 158/2014.

208 Artigo 9º. da Instrução CVM no. 461/07.

209 Artigo 5º. da Instrução CVM no. 461/07.

de operar não impactava a questão do registro quando este possuía um caráter basicamente declaratório. À medida em que o registro é requisito de validade, o conteúdo daquele passa a requerer maiores cuidados, sob o risco de afetar toda a operação<sup>210</sup>.

---

210 YAZBEK, Otavio, Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco (coord.). Mercado de Capitais, Editora Saraiva/Direito GV, São Paulo, 2013, pp. 151-ss.