

Nº 1187

# REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Inovações e Questões Controvertidas  
da Lei nº 10.303, de 31.10.2001

Coordenador: Jorge Lobo

Antonio Kandir	Arnoldo Wald
Calixto Salomão Filho	Carlos Augusto da Silveira Lobo
Carlos Henrique Abrão	Emerson Kapaz
Fábio Ulhoa Coelho	Francisco da Costa e Silva
Francisco Antunes Maciel Müssnich	J. A. Tavares Guerreiro
J. A. Penalva Santos	João Laudo de Camargo
Jorge Lobo	José Gabriel Assis de Almeida
Julian Fonseca Peña Chediak	Luiz Leonardo Cantidiano
Maria Isabel do Prado Bocater	Mauro Rodrigues Penteado
Modesto Carvalhosa	Nelson Eizirik
Norma Parente	Paulo Cezar Aragão
Paulo F. C. Salles de Toledo	



Rio de Janeiro  
2002

348.4  
L799v  
2002

U.C.R.G./SP  
Biblioteca  
0045/2002

1ª edição – 2002

© Copyright  
Coordenador Jorge Lobo

CIP – Brasil. Catalogação-na-fonte.  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

R257

Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001 / coordenador, Jorge Lobo; Antonio Kandir... [et al.]. – Rio de Janeiro: Forense, 2002.

ISBN 85-309-1570-4

1. Sociedades por ações – Legislação. 2. Brasil. [Lei das sociedades por ações]. 3. Brasil. [Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001].

I. Lobo, Jorge. II. Kandir, Antonio, 1953 –.

02-0054.

CDU 347.725

O titular cuja obra seja fraudulentamente reproduzida, divulgada ou de qualquer forma utilizada, poderá requerer a apreensão dos exemplares reproduzidos ou a suspensão da divulgação, sem prejuízo da indenização cabível (art. 102 da Lei nº 9.610, de 19.02.1998).

Quem vender, expuser à venda, ocultar, adquirir, distribuir, tiver em depósito ou utilizar obra ou fonograma reproduzidos com fraude, com a finalidade de vender, obter ganho, vantagem, proveito, lucro direto ou indireto, para si ou para outrem, será solidariamente responsável com o contrafator, nos termos dos artigos precedentes, respondendo como contrafatores o importador e o distribuidor em caso de reprodução no exterior (art. 104 da Lei nº 9.610/98).

A EDITORA FORENSE se responsabiliza pelos vícios do produto no que concerne à sua edição, aí compreendidas a impressão e a apresentação, a fim de possibilitar ao consumidor bem manuseá-lo e lê-lo. Os vícios relacionados à atualização da obra, aos conceitos doutrinários, às concepções ideológicas e referências indevidas são de responsabilidade do autor e/ou atualizador.

As reclamações devem ser feitas até noventa dias a partir da compra e venda com nota fiscal (interpretação do art. 26 da Lei nº 8.078, de 11.09.1990).

Reservados os direitos de propriedade desta edição pela  
COMPANHIA EDITORA FORENSE

Endereço na Internet: <http://www.forense.com.br> – e-mail: [forense@forense.com.br](mailto:forense@forense.com.br)

Av. Erasmo Braga, 299 – 1º, 2º e 7º andares – 20020-000 – Rio de Janeiro – RJ

Tel.: (0XX21) 2533-5537 – Fax: (0XX21) 2533-4752

Impresso no Brasil  
Printed in Brazil

## SUMÁRIO

<i>Co-Autores</i> . . . . .	VII
<i>Emerson Kapaz:</i> “Lei das S.A.: uma Contribuição Decisiva” . . . . .	1
<i>Antonio Kandir:</i> “A Nova CVM e a Modernização da Lei das S.A.”. . . . .	3
<i>Norma Parente:</i> “Principais Inovações Introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações” . . . . .	11
<i>José Alexandre Tavares Guerreiro:</i> “Propriedade Fiduciária de Ações” . . . . .	51
<i>Luiz Leonardo Cantidiano:</i> “Características das Ações, Cancelamento de Registro e ‘Tag Along’” . . . . .	61
<i>Carlos Augusto da Silveira Lobo:</i> “Ações Preferenciais – Inovações da Lei nº 10.303” . . . . .	107
<i>Francisco da Costa e Silva:</i> “As Ações Preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferências” . . . . .	117
<i>Jorge Lobo:</i> “Emissão de Ações Preferenciais sem Direito de Voto” . . . . .	141
<i>Mauro Rodrigues Penteado:</i> “Ações Preferenciais” . . . . .	183
<i>Arnoldo Wald:</i> “A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A.”. . . . .	219
<i>Carlos Henrique Abrão:</i> “Direito das Minorias” . . . . .	249
<i>Francisco Antunes Maciel Müssnich:</i> “Reflexões sobre o Direito de Recesso na Lei das Sociedades por Ações” . . . . .	285

alienação de suas ações pelo preço pago aos controladores (Parecer CVM-SJU nº 79/83), e

- (d) a oferta aos minoritários dever ocorrer simultaneamente à compra das ações dos controladores (Instrução CVM-SHJU nº 63/83), o que levou o excelente Carvalhosa a concluir que, “*para a Comissão (...), o controle possui um valor econômico inerente*” (ob. cit., p. 146, recomendando-se a leitura e o estudo de todo o capítulo, que esgota a matéria, inclusive com um amplo e atualizado enfoque sobre a orientação jurisprudencial, do qual nos valem, mais uma vez, pela segurança que nos inspira seu festejado e inclito autor).
- 62 Por fim, como ressaltado por Roberta Nioac Prado (ob. cit., p. 101), a solução adotada no Direito americano foi a de deixar o legislador fundar-se em princípios gerais e, para a doutrina e jurisprudência, a análise e a decisão casuística, já que o próprio mercado é capaz de regular-se.

## A REFORMA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*Julian Fonseca Peña Chediak*

*“The regime of capital has an intrinsic dependency on the enforcement power that resides in the political sphere, just as the state has an intrinsic dependency on the fortunes of the regime of capital, including its international activities, as the precondition for its own political success” (Robert L. Heilbroner, *The Nature and Logic of Capitalism* [New York: W.W. Norton, 1985], p. 124)*

### 1. Introdução

Tentativas de reforma da economia são tradicionalmente acompanhadas de mudanças no ordenamento jurídico. Não há notícia, no passado recente, de reforma econômica que tenha deixado de envolver alguma alteração do sistema jurídico.

Após uma verdadeira revolução implementada em nosso país, com a criação de uma estrutura jurídico-econômica que encaminha a responsabilidade fiscal por parte dos agentes públicos, a incapacidade do estado de suportar os investimentos necessários ao desenvolvimento de nossa sociedade, que já estava evidenciada no mundo fático, evidenciou-se no mundo jurídico. O estado brasileiro está hoje impedido, por lei, de realizar investimentos de forma irresponsável. A irresponsabilidade, que nos países desenvolvidos leva os agentes públicos a não serem reeleitos, transmutou-se, em nosso país, em ilegalidade, que deverá implicar em penas mais graves para tais agentes.

O senso comum foi erguido à condição de verdade política. O investimento irresponsável do setor privado é um acidente. O mesmo investimento realizado pelo poder público é uma catástrofe. As conseqüências da irresponsabilidade privada – em regra – se fazem sentir em um universo limitado. Já as conseqüências da irresponsabilidade pública – também em regra – se fazem sentir em todo universo nacional, com reflexos externos, efeitos na inflação, na confiança dos agentes econômicos, enfim, em todo espectro econômico.

A incapacidade do estado de prover a sociedade dos investimentos necessários para o seu desenvolvimento econômico não significa, porém, que o mesmo estado não possa contribuir, de forma importante, para que

tais investimentos se façam presentes e se tornem atrativos. O estado nunca poderá, por si só, conseguir gerar as condições necessárias a que os investimentos ocorram, mas poderá ser um elemento fundamental na criação de tais condições.

Imaginar, nos dias de hoje, que o estado (ou o governo) nada pode fazer pela economia, devendo esta ser deixada exclusivamente às chamadas “leis” do mercado (ou dos agentes privados), é tão absurdo quanto imaginar que o estado deva se substituir aos agentes privados, como o principal responsável pela geração da riqueza. São os dois extremos que a história já demonstrou gerar ineficiências que afetam o desenvolvimento sócio-econômico de forma extremamente negativa.<sup>1</sup>

O estado pode – e deve – se fazer presente na economia, como agente regulador e incentivador. Em nosso ordenamento, aliás, tal dever tem conteúdo constitucional.<sup>2</sup>

Deve o estado criar as condições necessárias para que os agentes privados possam desenvolver a economia.

Tais condições englobam os mais diversos aspectos, desde a criação de um ambiente seguro, onde os agentes econômicos tenham segurança para realizar suas trocas, até a adoção de políticas econômicas consistentes.

No presente trabalho interessa mais diretamente a recente tentativa do governo de criar condições para que sejam realizados maiores investimentos nas companhias brasileiras.

Ainda que tal tentativa venha sendo tratada em geral como uma alteração na legislação das sociedades anônimas, a reforma introduzida com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, não se restringiu à Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (que “*Dispõe sobre as Sociedades por Ações*”). A mesma Lei 10.303 alterou também – de forma substancial – a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (que “*Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*”). Caso sejam consideradas ainda as alterações da Lei 6.385, contidas na Medida Provisória nº 8, e no Decreto nº 3.995, ambos editados concomitantemente à Lei 10.303, em 31 de outubro de 2001, pode-se afirmar, sem medo de estar exagerando, ter ocorrido uma revolução na regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Historicamente, as alterações na legislação das sociedades anônimas estão intimamente ligadas à tentativa de desenvolver o mercado de valores mobiliários. Ainda que a maioria das sociedades anônimas seja composta por companhias fechadas, as reformas na legislação que rege as companhias normalmente são motivadas pela busca de se ampliar o fluxo da poupan-

ça – interna ou externa – para a atividade produtiva. O aperfeiçoamento do regime jurídico das sociedades anônimas interessa na medida em que melhore as condições para que a poupança seja canalizada para o setor produtivo. A forma mais eficiente (ou barata) para que tal canalização ocorra é através do uso do mercado de valores mobiliários. É por isso que sempre que ocorre uma reformulação na regulação das sociedades anônimas é realizada, ao mesmo tempo, uma reformulação na regulação do mercado de valores mobiliários<sup>3</sup>.

Voltando para os efeitos da Lei 10.303 (e demais normas editadas em 31 de outubro de 2001) sobre a regulação do mercado de valores mobiliários, e apenas para introduzir o tema, demonstrando que tal reforma altera substancialmente a regulação do mercado, pode-se ressaltar desde já que (i) o mercado de valores mobiliários no Brasil passou a incluir as operações com derivativos (que ficaram, assim, submetidas à regulação da Comissão de Valores Mobiliários), (ii) os derivativos passaram a ser considerados como valores mobiliários; e (iii) a Comissão de Valores Mobiliários tornou-se uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

## 2. Notas sobre a Estrutura Normativa da Reforma do Mercado de Valores Mobiliários

Um exame da forma como se deu a reforma da regulação do mercado de valores mobiliários pode levar o leitor desavisado a imaginar que houve um desacerto entre os poderes legislativo e executivo. Afinal, no mesmo dia (31 de outubro de 2001) a Lei 6.385 foi alterada por uma lei, uma medida provisória e um decreto.

Não teria sido mais simples haver incluído todas as alterações em uma lei?

Era essa a idéia original. As alterações da Lei 6.385 contidas na Medida Provisória 8 e no Decreto 3.995 constavam do texto do projeto que viria a se tornar a Lei 10.303. Tais alterações, porém, sofreram veto do Vice-Presidente da República, que estava no exercício das funções de Presidente, em razão de dúvidas quanto à constitucionalidade de se incluir dispositivos sobre a estrutura e o funcionamento da Comissão de Valores Mobiliários em projeto de lei de iniciativa do próprio legislativo. Para sanar o eventual vício de iniciativa, preferiu-se vetar os dispositivos de cons-

titucionalidade duvidosa editando-se, concomitantemente, a Medida Provisória 8 e o Decreto 3.995.<sup>4</sup>

Vale notar aqui o ineditismo contido na edição do Decreto 3.995. Pode parecer inconstitucional, por si só, sem maiores considerações, realizar-se alteração em dispositivos de lei através de um decreto. Após a promulgação da Emenda Constitucional nº 32, porém, passou a ser de competência privativa do Presidente da República dispor, mediante decreto, sobre “*organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos*”, bem como sobre “*extinção de funções e cargos públicos, quando vagos*”.<sup>5</sup>

Como tais matérias passaram a ser de competência *privativa* do Presidente da República, não mais é possível ao Congresso Nacional pretender dispor sobre elas. Sendo assim, por mais inédito que seja, parece correto que tais matérias – e apenas elas – tenham sido alteradas através de edição de decreto.

Não parece, porém, que todas as matérias tratadas pelo Decreto 3.995 sejam estritamente referentês à “*organização e funcionamento da administração federal*” ou sobre a “*extinção de funções e cargos públicos*”.

As conseqüências de se dar, através de decreto, nova redação a dispositivos da Lei 6.385, que de certa forma tratam sobre o *funcionamento* da Comissão de Valores Mobiliários, mas em questões que, na realidade, tratam da *competência* da autarquia, ou de questões que afetam a *esfera jurídica de terceiros*, merecem um exame mais cuidadoso.

### 3. A Inconstitucionalidade de Certos Dispositivos do Decreto nº 3.995

A regulação do mercado decorre, como se sabe, de uma decisão política. O mercado, porém, é, por princípio, livre e desregulado. A decisão política de regulá-lo se exprime – necessariamente – através de lei<sup>6</sup> (ou ainda, no ordenamento brasileiro, através de medida provisória, que produzirá os mesmos efeitos da lei). Essa expressão deve indicar o alcance e, por conseqüência, os limites da regulação. É aí que entra a questão da competência. Quando se toma a decisão política de regular o mercado, a lei indica os limites da interferência do poder executivo – ou do governo – no mercado livre, marcando os limites de tal interferência e elencando, de forma clara, qual a *competência* do poder executivo no exercício da regulação.

É a lei que determina ao poder executivo que exerça a regulação, e é a lei que prevê os limites de tal dever de regular. Só a lei, portanto, poderá

ampliar – ou reduzir – a competência que é conferida ao poder executivo para regular o mercado.

Como já visto, a nova redação do inc. VI, do art. 84, da Constituição Federal, atribui ao Presidente da República competência para tratar determinadas questões de *organização e funcionamento* da administração. Por isso é claro que se uma lei confere determinada competência ao Conselho Monetário Nacional, e o Presidente decide que tal competência deve ser transferida para o âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, pode o Presidente, por decreto, alterar a lei, a fim de transportar a competência de um órgão para outro.<sup>7</sup> A decisão de se regular o mercado, naquele aspecto, e dentro daqueles limites, já estava tomada e, por conseqüência, expressa em lei.

O que não parece ser admissível é que o Presidente da República, por decreto, sob o argumento de que estaria tratando da “*organização e funcionamento*” da administração, amplie a competência da Comissão de Valores Mobiliários, aumentando a interferência do estado no mercado, sem que uma lei tenha previsto a possibilidade de tal interferência pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil ou por qualquer outro ente da administração.

É por tal razão que o novo § 6º, do art. 9º, da Lei 6.385,<sup>8</sup> não parece ser constitucional, já que amplia a competência da Comissão de Valores Mobiliários para punir condutas fraudulentas realizadas no exterior, afetando pessoas residentes no território nacional, hipótese que não era anteriormente prevista em lei.

Não se está aqui contestando o benefício para o mercado decorrente da ampliação de competência, mas apenas se expõe a opinião de que tal ampliação deveria ter sido mantida no texto da Lei 10.303, ou incluída no texto da Medida Provisória 8.

Também não se pretende contestar que as agências reguladoras do mercado em diversos países podem, e devem, na forma de convênios entre elas celebrados, auxiliar umas às outras no processo de apuração dos ilícitos ocorridos nas respectivas jurisdições. O que não parece ser possível, repita-se, é ampliar, por decreto, as hipóteses em que a agência pode *punir* os administrados.

Além da questão da ampliação da *competência*, existe ainda a da edição, por decreto, de regra que não trate exclusivamente da “*organização e funcionamento da administração federal*”, afetando a esfera jurídica de *terceiros*. Quando se prevê, na Constituição Federal, que normas de “*organização e funcionamento*” da administração devem ser editadas, privativamente, por Decreto do Presidente da República, o que se está tratando,

claramente, é de normas que se esgotam na própria organização e funcionamento da administração, sem produzir efeitos perante *terceiros*.<sup>9</sup> É inadmissível que, por decreto, e não por lei, edite-se norma de conduta que deverá ser observada pelos administrados, e não pela própria administração.

É o caso da parte final do novo inc. I, do art. 9º, da Lei 6.385,<sup>10</sup> que trata da obrigação dos auditores independentes de manter seus papéis de trabalho em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos. Tal regra não é, claramente, referente à “*organização e funcionamento*” da administração, e sim aos auditores independentes.

Como, porém, existe previsão legal de que a Comissão de Valores Mobiliários pode examinar documentos dos auditores independentes,<sup>11</sup> constitui extensão natural (ainda que não aceita de forma pacífica) da competência da Comissão editar regras sobre a forma como tal exame se dará, e parece perfeitamente legítimo que a autarquia – ela própria e não o Presidente da República – exija que os auditores independentes guardem seus papéis de trabalho pelo prazo mínimo de cinco anos.

A contestação de que tal regra seja incluída em decreto parece ser do próprio interesse da Comissão de Valores Mobiliários. Isso porque, em se admitindo que um decreto trate de questão de competência da autarquia, estar-se-á abrindo uma porta para reduzir o alcance da salutar e recém-obtida independência.

#### 4. A Ampliação do Mercado de Valores Mobiliários

Entrando mais especificamente no objetivo maior do presente trabalho – os efeitos da reforma na regulação do mercado de valores mobiliários – pode-se constatar que a Lei 10.303 amplia o mercado de valores mobiliários, determinando que certos títulos e contratos, cuja negociação não estava sujeita às regras de tal mercado, passem a ficar submetidos à regulação da Comissão de Valores Mobiliários.

A Lei 6.385 passou a ser aplicável ao chamado *mercado de derivativos*, inclusive no que diz respeito à organização e ao funcionamento das bolsas de mercadorias e de futuros.<sup>12</sup>

Tal mercado possuía, antes da reforma, uma situação curiosa. Quando os ativos dos quais os derivativos se originaram (ou *derivaram*) estavam sujeitos à regulação da Comissão de Valores Mobiliários (por serem valores mobiliários), cabia à Comissão de Valores Mobiliários a regulação do derivativo. Todos os demais derivativos estavam sujeitos à regulação do Banco Central do Brasil.

Tratava-se de situação confusa, mas que vinha se sustentando, especialmente por mérito da auto-regulação feita pelo mercado.

A decisão do legislador, porém, faz surgir uma pergunta: a ampliação do mercado de valores mobiliários, para incluir qualquer operação com derivativos, é adequada?

Não cabem, nesse momento, maiores considerações sobre o conceito de “*derivativo*”, tema que será adiante um pouco mais abordado. Trata-se de termo não jurídico e de complexa definição. Em termos gerais, porém, no mercado brasileiro, pode-se dizer que derivativos são contratos futuros, opções e *swaps*.

A inclusão no mercado de valores mobiliários das operações com contratos futuros ou opções referentes a valores mobiliários (como, por exemplo, uma ação) é natural e já era feita antes da reforma.

O que a reforma traz de novo é, na realidade, a inclusão de outras operações que transcenderiam ao que se poderia chamar de extensão natural do mercado de valores mobiliários, ou seja, os derivativos que não são passíveis de negociação no mercado secundário (como os *swaps*) e os derivativos que não se originam de valores mobiliários, mas que são passíveis de negociação em mercado secundário (como os contratos futuros de *commodities*).

Estariam tais derivativos *transcendentes* melhor situados no âmbito do mercado de crédito (aí incluídos o monetário e o de câmbio), sujeitos, assim, à fiscalização do Banco Central?

No mercado de crédito a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma indireta. Os ativos financeiros são objeto de intermediação. As entidades especializadas, autorizadas a funcionar em tais mercados (as instituições financeiras), captam os ativos e os repassam, agindo, porém, em nome próprio. Quando uma instituição financeira recebe recursos provenientes de depósito ou aplicação e os empresta a um terceiro, age em nome próprio. Tanto o aplicador como o tomador mantêm relação direta com o banco, sendo irrelevante para o tomador de onde veio o dinheiro, e irrelevante para o aplicador o destino que ele tomou. Não há relação direta entre aplicador e tomador.

No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a *participação* de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor

adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta.<sup>13</sup>

Em resumo, no mercado de valores mobiliários, as instituições especializadas têm uma função de *aproximação*, ao passo que, no mercado de crédito, tais instituições têm uma função de *substituição*.<sup>14</sup>

A operação realizada no mercado de crédito tem a segurança da capacidade patrimonial da instituição financeira que faz a intermediação. A instituição tem também a função de compatibilizar os prazos pretendidos pelos aplicadores e tomadores.

Já a operação realizada no mercado de valores mobiliários não conta com a segurança oferecida pela capacidade patrimonial de uma instituição financeira, e nem com a compatibilização de prazos realizada por tais instituições. A segurança em tais operações é dada através de outros mecanismos, que vão desde a criação de fundos de garantia, até uma cuidadosa normatização que busca gerar um amplo fluxo de informações confiáveis para os investidores. A compatibilização dos prazos se dá no mercado secundário, daí a necessidade de locais especializados na negociação dos valores mobiliários, como as bolsas e os sistemas de negociação eletrônica.<sup>15</sup>

As operações de *swap* são incompatíveis com a lógica de um mercado secundário. Tais operações podem ser traduzidas, em nosso ordenamento, como operações de *troca de rentabilidade*. Tal troca é incompatível com um sistema em que se negociam ativos *padronizados* (como seria o caso de uma ação, uma debênture, ou uma *commodity*). Não é razoável imaginar que existam no mercado tomadores em número suficiente buscando a troca (ou permuta) de taxas de rentabilidade exatamente iguais, de forma a que se possa ter taxas padronizadas, criando ativos fungíveis, emitidos em massa, exercendo a função dos *swaps*. É por isso que apesar de existirem contratos padrão de *swap* no âmbito da BM&F e da CETIP, não se pode dizer que exista um mercado secundário, propriamente dito, para este tipo de contrato.

Ainda que a regulação do mercado de valores mobiliários seja mais adequada para operações com títulos passíveis de negociação em mercado secundário – foi com base nesse tipo de título que o mercado de valores mobiliários se desenvolveu – os contratos de *swap* não parecem ser incompatíveis com tal forma de regulação. Do ponto de vista jurídico a diferença mais importante entre o mercado de crédito e o de valores mobiliários – a existência ou não de uma intermediação efetiva por instituições especializadas, conforme acima visto – leva a que se conclua fazer mais sentido manter as operações com *swaps* no âmbito das bolsas de valores, ou do

mercado de balcão organizado, já que em tais operações existe um contato direto entre os comitentes, as instituições que operam no mercado têm a função de mera aproximação, e não de substituição dos agentes.

Pode-se até criticar a posição do legislador, com base no fato de que está trazendo para a regulação da Comissão de Valores Mobiliários operações que, a rigor, não gerariam relações jurídicas idênticas ou substancialmente semelhantes às das demais operações reguladas por tal agência. Sem dúvida, porém, entre levar as operações com *swaps* para o âmbito do mercado de crédito – e da fiscalização do Banco Central do Brasil – ou levá-las para o âmbito do mercado de valores mobiliários, essa última decisão parece ser a mais acertada. A alternativa seria seguir o modelo norte-americano, e criar uma agência especializada para as operações com derivativos.<sup>16</sup> Tal alternativa, porém, implica no aumento da máquina administrativa federal, opção que não parece estar ao alcance dos países em desenvolvimento, em razão de restrições orçamentárias.

Chegando-se à conclusão de que faz sentido trazer as operações com *swaps* para o âmbito do mercado de valores mobiliários, com mais razão se pode aceitar trazer os contratos futuros de mercadorias. Nesse último caso, as operações se assemelham muito com as realizadas em qualquer mercado secundário de ações. E as instituições intermediárias são daquelas que fazem a aproximação, e não a substituição dos agentes.

Feitas tais considerações, conclui-se ter sido acertada a opção do legislador.

## 5. A Ampliação do Conceito de Valor Mobiliário

A Lei 10.303 amplia também o conceito de valor mobiliário, a fim de incluir os derivativos.<sup>17</sup> Parece uma solução lógica. Já que as operações com derivativos passaram a ser realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, nada mais simples do que ampliar o conceito de valor mobiliário, a fim de incluir o que a Lei 10.303 chama de *contratos derivativos*. É o verdadeiro ovo de Colombo. Ampliando-se o conceito de valor mobiliário, toda a regulamentação sobre valores mobiliários passa a ser aplicável aos contratos derivativos.

Nesse ponto a solução irá criar, certamente, muitas dificuldades. Tíngamos em nosso ordenamento uma bem estabelecida regulamentação sobre a emissão e negociação com valores mobiliários.

A evolução do próprio conceito de valor mobiliário foi feita com extremo cuidado.

Já o art. 2º da Lei nº 4.728, de 9 de dezembro de 1975, se referia aos valores mobiliários, mas nunca chegou a conceituá-los.

Isso não chegou a ser um problema grave, pois o mercado era incipiente e a regulação, então realizada pelo Banco Central, pôde ser insuficiente, sem causar maiores prejuízos.

Com o crescimento do mercado e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, porém, o legislador não teve como escapar de definir o que seria valor mobiliário, até mesmo para efeitos de demarcar a competência da nova agência. O legislador brasileiro tinha a opção de seguir o modelo norte-americano, que dá aos valores mobiliários um conceito mais extenso, ou o europeu, onde, normalmente, se atribui um conceito mais restritivo.

Não obstante alguns autores sustentarem que o Brasil adotou o sistema norte-americano — em razão de se manter a competência residual do Banco Central — o legislador de 1976, ao menos no que diz respeito à competência da Comissão de Valores Mobiliários, optou pelo sistema europeu, enumerando quais seriam os valores mobiliários cuja emissão e negociação estariam sujeitos ao novo regime.

Isso se alterou, porém, com a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente transformada na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, a partir da qual o ordenamento brasileiro transpôs para o nosso mercado o sistema americano.

Nos Estados Unidos, na realidade, existe definição legal de *security* que, de certa forma, é restritiva, como a da Lei 6.385, e que está contida em algumas leis, inclusive nos Securities Act de 1933 e Securities and Exchange Act de 1934. Dentro da lista de valores mobiliários (*securities*) incluída em tais normas, o legislador fez incluir os chamados *investment contracts*.

O legislador deixou de definir, porém, o que seriam *investment contracts*, e, dentro da tradição norte-americana, acabou competindo ao poder judiciário trazer para o ordenamento tal definição.

O *leading case* na matéria foi o conhecido SEC v. W. J. Howey Company.<sup>18</sup> Trata-se de caso em que uma companhia vendia pequenos lotes de terra para plantio de frutas cítricas. Anexo ao contrato de venda, outra companhia, subsidiária da primeira, comprometia-se a prestar serviços de plantio e cultivo da terra, bem como de comercialização das frutas.

A suprema corte entendeu que os contratos constituíam investimentos de centenas de pessoas, que não conheciam do negócio e eram, portanto, investidores passivos, até porque os lotes individualmente considerados eram inviáveis do ponto de vista econômico.

Com base nisso, definiu *investment contract* como sendo *toda transação através da qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa*.

Pode-se dizer que, de forma genérica, essa ampla definição de *investment contract* acabou se confundindo com a própria definição de *security*.

Voltando ao ordenamento brasileiro, a Medida Provisória 1.637, posteriormente convertida na Lei 10.198, passou a tratar como valores mobiliários, os chamados *contratos de investimento coletivo*, ofertados publicamente, definindo-os como “os 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”.

Como se pode notar, a definição de *contrato de investimento coletivo* importada pelo nosso ordenamento é praticamente uma transposição da definição dada pela suprema corte americana aos *investment contracts*, no caso SEC x W.J. Howey Company.

Podia-se dizer, assim, até a reforma introduzida pela Lei 10.303, que o conceito de valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro, após a edição da Medida Provisória 1.637, tornou-se praticamente o mesmo que o conceito de *security* no ordenamento norte-americano.

Com a Lei 10.303, porém, isso mudou. A nova redação dada aos incisos VII e VIII, do art. 2º da Lei 6.385 inclui no conceito de valor mobiliário “os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários” e ainda “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”.

Essa definição traz alguns problemas.

Em primeiro lugar volta-se a ter uma questão semelhante ao da definição de valor mobiliário antes da criação da regulação dos *contratos de investimento coletivo* (ou seja, antes da edição da Medida Provisória 1.637). Após a regulação dos contratos de investimento coletivo, e antes da edição da Lei 10.303, além dos títulos e contratos listados na Lei 6.385 (e outros de emissão de sociedades anônimas que assim foram considerados pelo Conselho Monetário Nacional, além de alguns poucos outros expressos em lei específicas), qualquer título ou contrato que se inseria na definição da Medida Provisória 1.637 era considerado um valor mobiliário. Não havia

mais espaço para especulações sobre o conceito de valor mobiliário, já que este deixou de ser adotado pelo nosso legislador meramente através de uma enunciação, e passou a ter uma definição.

A Lei 10.303, porém, não definiu o que é um *derivativo*. Como já se disse mais acima, a definição de *derivativo* não é jurídica. Pior do que isso. Na categoria de *derivativos* são incluídos títulos (ou contratos) de natureza absolutamente diversa, tanto do ponto de vista jurídico como econômico. O que tem um contrato em que duas pessoas trocam as taxas aplicáveis em financiamentos por elas celebrados com terceiros (*swap*) a ver com um contrato futuro de venda de mercadoria, em que o preço será pago e a mercadoria será entregue em data futura (ou, mais comumente, em que haverá a liquidação por diferença)?

A definição mais comum para *derivativos* é a de que estes seriam ativos que teriam seu preço *derivado* do preço à vista dos respectivos ativos subjacentes.<sup>19</sup>

Tal definição – ampla e meramente doutrinária – não é suficientemente precisa para, por si só, ser utilizada em âmbito jurídico. A dificuldade de encontrar uma clara definição para os *derivativos* trará, certamente, nova confusão para o conceito de valor mobiliário.

Outra questão que surge é a da aplicação de regras atualmente existentes. Como dito acima, existe hoje um sistema de normas, na sua maioria editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, relativas à emissão e circulação de *valores mobiliários*. A rigor, tais normas se aplicam a *todos* os valores mobiliários, já que não contém exceção expressa. Com a aprovação da reforma, muitas das regras existentes se demonstrarão inadequadas e, por vezes, incompatíveis com o regime dos derivativos.

Quando se insere determinado instituto jurídico em uma categoria, o que se pretende é estender a regulação de tal categoria ao novo instituto. Ao se tratar *derivativo* como valor mobiliário, o que se está fazendo, na prática, é estender a regulação dos valores mobiliários aos derivativos.

Essa não parece ser a melhor solução. Uma coisa é inserir as operações com derivativos no âmbito do mercado de valores mobiliários e, por consequência, submetê-las à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários. Outra coisa é tratar os derivativos como valores mobiliários.

Talvez tivesse sido melhor simplesmente estender a competência da Comissão de Valores Mobiliários para regular a emissão e negociação públicas de títulos e contratos negociados no âmbito das bolsas de mercadorias e assemelhados, além da emissão e negociação pública com valores

mobiliários. Com isso se atingiria o objetivo de trazer a negociação de todos os derivativos para a regulação da Comissão de Valores Mobiliários, mas não se criaria imprecisão para o conceito de valor mobiliário e não haveria necessidade de trazer para texto de lei terminologia absolutamente imprecisa.

Aliás, o próprio legislador parece ter se dado conta da confusão que estaria criando. Ao alterar a redação do disposto nos incisos II e III, do art. 1º, da Lei 6.385, a Lei 10.303 dispôs que seriam disciplinadas e fiscalizadas (ou seja *reguladas*) de acordo com a Lei 6.385, as atividades de “*negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários*” (inc. II) e de “*negociação e intermediação no mercado de derivativos*” (inc. III). Ora, se para efeitos da Lei 6.385, conforme dispõem os incisos VII e VIII do art. 2º (com a redação dada pela Lei 10.303) são valores mobiliários “*os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários*” e ainda “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”, a negociação com derivativos já estaria incluída na “*negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários*”, conforme a nova redação do inc. II, do art. 1º, da Lei 6.385. Seria, então, desnecessária a inclusão do inc. III, que se refere à “*negociação e intermediação no mercado de derivativos*”, já que, sendo os derivativos considerados como valores mobiliários, repita-se, a “*negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários*” já incluiria “*negociação e intermediação no mercado de derivativos*”. O ato falho do legislador mostra bem a incoerência de tratar os derivativos como valores mobiliários. O próprio legislador se confundiu ao tratar do “*mercado de valores mobiliários*” e do “*mercado de derivativos*”.

Ainda no que diz respeito ao conceito de valor mobiliário, a Lei 10.303 se limita a consolidar em um único texto legal os valores mobiliários que anteriormente foram criados por força de leis esparsas ou de resoluções do Conselho Monetário Nacional.

Vale ressaltar que a Lei 10.303 retira do Conselho Monetário Nacional a competência para criar novos valores mobiliários de emissão de sociedades anônimas. Isso pode parecer, à primeira vista, inadequado, na medida em que a criação de novos valores mobiliários pelo Conselho Monetário Nacional mostrou-se de grande utilidade, na vigência anterior da Lei 6.385. Tendo em vista, porém, a definição de contrato de investimento coletivo que, agora, se confunde com a própria definição de valor mobiliário (esquecendo-se, por um momento, a confusão gerada pela inclusão dos deri-

vativos na categoria de “valores mobiliários”), parece acertada a decisão do legislador de excluir a competência do Conselho Monetário Nacional, nessa questão.

Sempre que títulos ou contratos ofertados publicamente *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*,<sup>20</sup> tal título ou contrato será um valor mobiliário e, por consequência, estará sujeito às regras da Lei 6.385, e à regulação da Comissão de Valores Mobiliários.

## 6. A Alteração na Estrutura da Comissão de Valores Mobiliários

A Medida Provisória 8 prevê que a Comissão de Valores Mobiliários passará a funcionar em regime especial, com ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo de seus dirigentes e autonomia financeira e orçamentária. O Presidente e os quatro Diretores continuarão sendo nomeados pelo Presidente da República, mas deverão ter seus nomes previamente aprovados pelo Senado Federal. Os dirigentes terão mandato de cinco anos, vedada a recondução, havendo a renovação, a cada ano, de um quinto dos membros. Os dirigentes passarão a ter estabilidade, perdendo o mandato apenas em virtude de renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou processo administrativo disciplinar, instaurado pelo Ministro de Estado da Fazenda, cabendo ao Presidente da República o julgamento e a eventual determinação de afastamento preventivo.<sup>21</sup>

O Decreto 3.995 – ainda que com redação sofrível – prevê que a Diretoria da Comissão continuará a funcionar como um órgão de deliberação colegiada, cabendo ao regimento interno da entidade fixar suas atribuições.<sup>22</sup>

Existe também a previsão de que as taxas cobradas pela Comissão de Valores Mobiliários, decorrentes do exercício do seu poder de polícia, serão usadas para custear as despesas necessárias ao seu funcionamento.<sup>23</sup>

É de se notar que os recursos advindos da taxa de fiscalização cobrada pela Comissão de Valores Mobiliários até a edição da reforma eram transferidos ao Tesouro Nacional, não havendo qualquer separação dos recursos dela provenientes para aplicação na própria Comissão. Os recursos provenientes da taxa entravam no bolo geral das receitas da União, e eram partilhados quando da elaboração e votação do orçamento.

A conjugação do mandato fixo dos dirigentes da autarquia especial, nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal,

com a criação de fonte de receita mais do que necessária para o custeio de suas atividades, deverá conferir à Comissão verdadeira independência funcional e política, possibilitando o exercício de suas funções de forma mais técnica e independente.

## 7. A Ampliação da Finalidade da Comissão de Valores Mobiliários

O art. 4º da Lei 6.385, antes de ser alterado, já incluía como finalidade da Comissão de Valores Mobiliários: (i) estimular a formação de poupança e sua aplicação no mercado de valores mobiliários; (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, estimulando o investimento em companhias abertas; (iii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; (iv) proteger os investidores em valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; (v) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários; (vi) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; (vii) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e (viii) assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A Lei 10.303 incluiu dentre as finalidades da CVM proteger os investidores contra “*o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários*”.<sup>24</sup>

Todo o sistema de regulação do mercado de valores mobiliários se baseia na ampla e honesta divulgação de informações. Não há ordenamento que pretenda regular o mercado de valores mobiliários que fuja dessa regra. Quando a Lei 6.385 se refere a evitar fraudes ou manipulações, ou a assegurar o acesso a informações, ou ainda a assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado, já está autorizando a Comissão de Valores Mobiliários a proteger os investidores contra o “*o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários*”. Como há na lei, porém, referência expressa a outras situações em que o investidor deveria ser protegido, não havendo referência clara ao uso indevido de informação relevante, sempre se poderia argumentar que a Comissão de Valores Mobiliários estaria impedida de exercer sua função regulamentar de forma a proteger os investidores contra o uso indevido de informações relevantes, quando se tratasse de uso de informações por quem não

integrasse a administração da companhia, já que a legislação societária, quando se referia ao dever de informar, incluía apenas os administradores da companhia aberta, e não qualquer terceiro que tenha acesso a informações relevantes, não conhecidas do público.

Essa argumentação, porém, não deveria prosperar – como, aliás, não vinha prosperando nos precedentes da própria Comissão – já que já existia, no texto da lei, antes da reforma, amplitude suficiente para permitir que a Comissão de Valores Mobiliários buscasse a defesa de qualquer investidor contra o uso, por qualquer pessoa, de informações relevantes não divulgadas ao mercado.

O legislador parece ter pretendido, porém, tornar essa questão ainda mais clara, inclusive com a inserção, pela Lei 10.303, de um novo §4º, no art. 155, da Lei 6.404, “vedando a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”.

## 8. A Ampliação da Competência da Comissão de Valores Mobiliários

Para compatibilizar a Lei 6.385 ao fato de que a regulação de todos os derivativos passou para a competência da Comissão de Valores Mobiliários, diversos pequenos ajustes foram feitos no texto da lei, incluindo referências às bolsas de mercadorias e de futuros ou ao mercado de valores mobiliários, sempre que o antigo texto se referia às bolsas de valores.<sup>25</sup> Foram incluídas também as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as próprias bolsas de mercadorias e de futuros no âmbito do sistema de distribuição de valores mobiliários e, por via de consequência, no âmbito das entidades cujas atividades dependem de prévia autorização da Comissão.

A mesma necessidade de compatibilização ocorreu no que se refere à ampliação da independência da Comissão. Praticamente todas as matérias que antes dependiam do Conselho Monetário Nacional, no âmbito do mercado de valores mobiliários, passaram à competência exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>26</sup> Caso isso não fosse feito, seria possível burlar a independência da Comissão através da edição de normas por parte do Conselho Monetário Nacional.

Além das normas aplicáveis às companhias abertas que já podiam ser expedidas pela Comissão, a reforma inovou ao autorizar que a autarquia expeça normas sobre informações que devam ser prestadas por membros do conselho fiscal e acionistas minoritários de companhias abertas,<sup>27</sup> relati-

vas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia (além das informações, já previstas na legislação anterior, que deviam ser prestadas pelos administradores e acionistas controladores).

O novo § 2º, do art. 22, da Lei 6.385<sup>28</sup> prevê que as normas emanadas da Comissão de Valores Mobiliários, com relação ao relatório da administração, demonstrações financeiras, padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes, sejam também aplicáveis às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, no que não forem conflitantes com as normas baixadas por este último. Trata-se de excelente inovação, já que diversas instituições financeiras têm seus valores mobiliários negociados no mercado. As instituições financeiras, no passado, contestavam a competência da Comissão para editar normas de tal natureza, relativas a tais instituições, já que estariam sujeitas às estritas normas sobre demonstrações financeiras baixadas pelo Banco Central do Brasil. A reforma, em boa hora, busca trazer para os investidores certa uniformidade que possibilita uma melhor comparação entre as informações apresentadas por uma companhia aberta de natureza financeira e uma companhia aberta que não tenha natureza financeira.

Poderá ainda a Comissão de Valores Mobiliários, por força do novo art. 21-A, inserido na Lei 6.385,<sup>29</sup> expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e a periodicidade de sua apresentação, por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante não divulgada.

Por fim, o novo art. 28 da Lei 6.385<sup>30</sup> prevê que o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e a Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações relativas à fiscalização que exerçam, nas respectivas áreas de atuação, no mercado de valores mobiliários. O parágrafo único do mesmo artigo prevê que o dever de guardar sigilo não será oponível por uma das instituições acima indicadas, em relação às demais.

Caso o sistema venha a funcionar, apenas essa medida já justificaria a reforma. Pela natureza das irregularidades praticadas no mercado de valores mobiliários, ter a confirmação do beneficiário final de operação irregular é fundamental para que se possa provar a ocorrência de prática ilícita. Atualmente, a Comissão de Valores Mobiliários tem dificuldades por vezes intransponíveis em processos administrativos por ela instaurados, para realizar esse tipo de demonstração, especialmente em razão dos sigilos bancário e fiscal. Com o funcionamento do sistema, esse problema deverá ser superado, já que será mais fácil demonstrar quem terá sido o beneficiário final dos resultados advindos da prática ilícita.

## 9. As Alterações nos Processos Administrativos da Comissão de Valores Mobiliários

Seguindo a tendência desse tipo de atividade em todo o mundo, a Comissão, no exercício de sua função reguladora, instaura inquéritos administrativos para apurar a possível ocorrência de ilícitos, no âmbito de sua área de atuação.

A necessidade de se dar *eficácia* às normas de conteúdo econômico, no sentido de que às agências reguladoras se deva dar competência para *fiscalizar* se elas estão atingindo os seus objetivos, inclusive atribuindo *podêr de polícia* a tais agências, já foi demonstrada pela doutrina,<sup>31</sup> e não parece mais ser objeto de contestação relevante na atualidade.

O que a reforma parece buscar é apenas aperfeiçoar a forma como são conduzidos os inquéritos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Passa a ser competência da Comissão de Valores Mobiliários, e não mais do Conselho Monetário Nacional, regulamentar o procedimento a ser adotado nos processos administrativos, que poderão ser precedidos de etapa investigativa, *em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público*.<sup>32</sup> Uma vez ultrapassada a fase investigativa, *serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal*.<sup>33</sup>

Apesar de a reforma ter dado um passo adiante, ao tornar públicos os processos (salvo exceções), o legislador deixou passar a oportunidade de corrigir um procedimento que claramente ofende o princípio da ampla defesa assegurado na Constituição Federal. Trata-se aqui da insistência da Comissão de Valores Mobiliários de não dar acesso aos arquivos coletados durante a investigação, antes de iniciada a fase do contraditório, ou seja, antes de iniciado o processo propriamente dito. Alega a Comissão que, enquanto não iniciada a fase do contraditório, não estaria ela obrigada a prestar qualquer informação sobre as suas investigações. Para corroborar essa posição, a reforma substitui em diversos pontos do atual texto da Lei 6.385 a expressão “*inquérito*”, pela expressão “*processo*”.

Quando a Comissão solicita que alguém preste informações – sejam escritas ou verbais – tal pessoa passa a ter o direito de acessar todo o processado, já que se torna um potencial indiciado. O novo § 2º, do art. 9º, da Lei 6.385 deve ser interpretado de acordo com o preceito constitucional, ou seja, o sigilo se aplica a terceiros, não interessados no processo – ou na in-

vestigação ou *inquérito* – mas jamais a pessoas de qualquer forma nele envolvidas, ainda que não sejam acusadas.

A Comissão de Valores Mobiliários passa a ter a faculdade de divulgar ao público o início de qualquer investigação, *quando o interesse público exigir*.<sup>34</sup> Essa nova previsão ajuda a que a autarquia cumpra uma de suas funções: a de educar o mercado. A divulgação de que determinado fato está sendo investigado impede que se crie na opinião pública a impressão de que a Comissão seria demorada e ineficiente na tomada de providências.

Por outro lado, a posição acima, no sentido de que não é constitucional manter o processo de investigação como sigiloso em relação a qualquer pessoa que, de qualquer forma, venha a ser chamada a prestar informações, fica confirmada. Estando associada a um procedimento investigativo – que a Comissão pode até mesmo divulgar que foi iniciado – constituirá ofensa aos princípios do devido processo legal e da ampla defesa negar acesso a tal procedimento a pessoa que a ele esteja associada.

A reforma prevê também que a Comissão deverá dar prioridade à investigação de irregularidades *de natureza grave, cuja apenação proporcione um maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado*.<sup>35</sup> Essa é uma prática que já foi adotada pela Comissão, informalmente, no passado. A transformação de mera prática informal em norma servirá para que se justifique deixar de lado pequenas irregularidades, praticadas no mercado, permitindo que a autarquia disponibilize seus escassos recursos para resolver os casos mais importantes. Isso não significa que *todas* as irregularidades que não sejam de natureza grave devam ser esquecidas, mas apenas que tais irregularidades deverão ser investigadas apenas quando não existam outras, mais importantes, do ponto de vista da educação do mercado.<sup>36</sup>

As sessões de julgamento da Comissão de Valores Mobiliários (salvo em curto período de tempo da história da autarquia) sempre foram fechadas, com acesso apenas aos interessados, seus advogados, e a funcionários da própria Comissão. Acertou a reforma em tornar públicas as sessões de julgamento, *podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido*.<sup>37</sup> Com isso a regra passou a ser a publicidade das sessões de julgamento, tornando as sessões fechadas mera exceção.

No que diz respeito ao termo de compromisso já previsto na Lei 6.385 (após a alteração realizada pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997), que possibilita a suspensão do procedimento administrativo, em qualquer fase, a reforma inclui dispositivo explicitando que tal termo será assinado a exclusivo critério da Comissão, se o interesse público o permitir.<sup>38</sup>

A Lei 6.385 previa que o descumprimento do termo de compromisso constituía crime de desobediência. Com a reforma, o descumprimento do termo deixará de ser crime, mas o termo passará a constituir título executivo extrajudicial.<sup>39</sup>

### 10. Algumas Considerações sobre a Vigência da Reforma

Curiosamente, tanto a Lei 10.303, quanto o Decreto 3.995, contêm previsão no sentido de que tais diplomas legais produzirão efeitos perante as companhias já constituídas apenas 120 (cento e vinte) dias após a data da publicação. A Lei 10.303, em seu art. 9º, prevê que “*Esta Lei entra em vigor após decorridos 120 (cento e vinte) dias de sua publicação oficial, aplicando-se, todavia, a partir da data de publicação, às companhias que se constituírem a partir dessa data*”. Já o Decreto 3.995 tem redação diferente, ao prever, em seu art. 3º, que “*Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos, em relação às companhias já constituídas, após decorridos cento e vinte dias daquela data*”.

Em resumo, a Lei 10.303 tem sua vigência suspensa até 120 dias após a data da publicação, salvo no que se refere às companhias constituídas após tal publicação. Ou seja, no que diz respeito às alterações no mercado de valores mobiliários, apenas produzirá efeitos 120 dias após a publicação.

Já o Decreto 3.995 tem vigência imediata, salvo no que se refere às companhias já constituídas, em relação às quais só produzirá efeitos após 120 dias contados da publicação.<sup>40</sup> Ou seja, no que diz respeito às alterações no mercado de valores mobiliários (especificamente no que diz respeito à Comissão de Valores Mobiliários), ao contrário do que ocorre com a Lei 10.303, o Decreto produz efeitos imediatos.

A Medida Provisória 8, por sua vez, não contém qualquer dispositivo restringindo sua vigência a quem quer que seja. Ou seja, ela produz todos os seus efeitos imediatamente após a sua publicação.

Está-se diante de situação curiosa. As alterações da Lei 6.385 introduzidas pela Medida Provisória 8 e pelo Decreto 3.995 têm aplicação imediata. Já as alterações na Lei 6.385, introduzidas pela Lei 10.303, só produzirão efeitos 120 dias após a publicação. Isso significa dizer que a parte da reforma do mercado de valores mobiliários contida no Decreto e na Medida Provisória têm vigência imediata, após as respectivas publicações, já a parte da reforma contida na Lei apenas produzirá efeitos 120 dias após a publicação.

### NOTAS

- 1 A questão da relação entre as duas esferas de poder, o “governo” e a “economia”, é abordada de forma extremamente interessante por Robert L. Heilbroner, já citado no preâmbulo deste trabalho. Heilbroner chega a conclusões que merecem profunda reflexão: “*The outcome is that government treats with the economy, and to some extent the economy treats with government, much as two foreign nations. Emissaries are exchanged as personnel move from one sphere to the other; treaties are negotiated as laws; spheres of influence are defined and recognized as policy. This process of accommodation is rendered difficult by virtue of the frequently conflicting relations between the two spheres – business mainly desiring encouragement and protection in its task of seeking surplus; government charged with the necessity to reconcile, adjudicate, and on occasion to restrain or redirect this process through its law-making power. This inherently difficult problem is made more complex as internal and external developments alter the relative importance of the two branches; and the entire process is rendered still more complicated by virtue of the misperceived nature of the division of functions that exists under capitalism*” (*The Nature and Logic of Capitalism* [New York: W.W. Norton, 1985], pp. 123/124).
- 2 Dispõe o *caput* do art. 174 da Constituição Federal: “*Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado*”. Mesmo deixando de lado a pobreza da técnica legislativa contida em tal dispositivo (ser agente regulador já implica em ser agente normativo e ainda agente fiscalizador), está claro que o legislador constituinte atribuiu ao estado regular e incentivar a atividade econômica, respeitados “*os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa*”, que são fundamentos da República (conforme inc. IV, do art. 1º da Constituição Federal).
- 3 A própria criação da Lei 6.404, ora reformada, não fugiu a essa regra. Ao mesmo tempo em que se discutia o Projeto de Lei que viria a se transformar na Lei 6.404 era realizada a discussão do Projeto que viria a se transformar na Lei 6.385. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da Lei 6.404, ao tratar dos antecedentes de tal lei, afirmam: “*O aumento da taxa de investimento pressupõe a poupança, e o país que pretende crescer economicamente e não pode – ou não quer – usar poupanças estrangeiras para financiar os investimentos adicionais precisa formá-las internamente. O poder tributário do Estado pode ser usado – dentro de limites – com esse fim, mas nos países com economia de mercado ou mista o aumento da taxa interna de poupança requer o aperfeiçoamento e a expansão do mercado de capitais – que nesse tipo de economia são os mecanismos para estimular a formação voluntária de poupanças e alocá-las entre os agentes de investimento. Por essa razão, nos países em desenvolvimento em que há a possibilidade de organizar e expandir os mercados de capitais, a reforma das instituições desses mercados é instrumento importante de uma política de desenvolvimento econômico*” (*A Lei das S.A.* [Rio de Janeiro: Renovar, 1992], p. 126). Da edição da Lei 6.404 para cá, a única reforma realizada com conteúdo um pouco mais abrangente foi a implementada pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, que para confirmar a regra, também realizou alterações no texto da Lei 6.385.

- 4 Manifestaram-se pela existência do vício de iniciativa os Professores José Afonso da Silva e Eros Roberto Grau, ambos consultados pelo Professor Modesto Carvalhosa. Pela inexistência de vício, manifestou-se o Professor Luiz Roberto Barroso, consultado pela Comissão de Valores Mobiliários. Este último parecer apresenta brilhante arrazoado Argumentando que os integrantes do legislativo, se podem emendar projetos de autoria do executivo, podem também alterar leis já sancionadas e em vigor. O autor não tem conhecimento, até a data em que se concluiu o presente trabalho, de publicação de qualquer dos pareceres aqui referidos. De toda sorte, a questão do vício de iniciativa parece ter perdido a relevância diante dos vetos e da edição da Medida Provisória 8 e do Decreto 3.995.
- 5 Dispõe a Constituição Federal: “Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República: [...] VI – dispor, mediante decreto, sobre: a) organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos; b) extinção de funções e cargos públicos, quando vagos” (redação dada pela Emenda Constitucional nº 32).
- 6 Conforme expressamente dispõe o art. 174 da Constituição Federal, transcrito na nota 2 acima.
- 7 Como decorre, por exemplo, da nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 1º, do art. 9º, da Lei nº 6.385.
- 8 Que tem a seguinte redação: “§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I – seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II – os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional”.
- 9 Como exemplo desse tipo de norma, veja-se a regra transcrita na nota 22 abaixo.
- 10 Que tem a seguinte redação: “Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: I – examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos”.
- 11 Alínea “e”, do inc. I, do art. 9º da Lei 6.385.
- 12 A nova redação do art. 1º da Lei 6.385 é a seguinte: “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários”.
- 13 Existe também a possibilidade de a instituição financeira adquirir os títulos para depois revendê-los. Essa hipótese, porém, não invalida o raciocínio aqui desenvolvido, já que a instituição, quando adquire os títulos, torna-se ela própria o aplicador e a

- companhia o *tomador*. As operações de revenda por parte da instituição passam a ocorrer no mercado secundário.
- 14 Sobre esse tema, vale a remissão ao excelente e didático texto, pouco conhecido entre nós, de Luis Javier Cortés, na obra coletiva organizada por Rodrigo Uría e Aurélio Menéndez (*Curso de Derecho Mercantil* [Madrid: Civitas: 2001], pp. 335 e seguintes).
- 15 Em seu clássico estudo, Adolf A. Berle e Gardiner C. Means já afirmavam: “Desde o começo, a função desses mercados [onde se realizam a negociação pública com valores mobiliários] é a de assegurar a pronta conversibilidade de títulos em dinheiro – ‘liquidez’, como dizem os financistas. Daí a exigência de haver uma oferta constante tanto de compradores quanto de vendedores. Esse objetivo nunca foi abandonado e continua sendo a motivação dominante de todo o mecanismo. Mas a própria liquidez é apenas um termo relativo. Um título pode ter extrema liquidez a 1/10 de seu valor, no sentido de que a esse preço muita gente tem condição de comprá-lo. Pode ficar totalmente imobilizado se esse valor for multiplicado por dez, no sentido de que ninguém tem condições de pagar esse preço, ou se, por razões técnicas – como um ‘açambarcamento’ –, os proprietários não quiserem vender. É preciso elaborar uma teoria em que a ‘liquidez’ não signifique apenas que alguém tem condições de comprar se o preço for absolutamente reduzido. Resumindo, uma avaliação respeitável de um mercado aberto, baseada num acordo entre a opinião de compradores e vendedores dispostos a negociar era o que realmente se exigia. A avaliação gira necessariamente em torno da informação” (*A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada* [São Paulo: Nova Cultural, 1988], p. 233).
- 16 Tal alternativa, adotada nos Estados Unidos, não é também à prova de críticas. Com a dificuldade de definição do que seria um *derivativo*, surgem inevitáveis problemas de jurisdição. Nos Estados Unidos existem a *Securities and Exchange Commission*, que regula as operações com valores mobiliários e a *Commodity Futures Trading Commission*, que regula as operações com derivativos. Como seria de se prever, surgiram dúvidas quanto à jurisdição de cada uma das agências, no que dizia respeito a determinados títulos ou contratos. Sobre a questão da solução de tais conflitos confira-se Louis Loss: “The two Commissions jointly announced in December 1981 that, pending the enactment of clarifying amendments to the securities and commodities laws, they had ‘resolved a range of issues regarding their respective jurisdictions \*\*\* over a host of instruments generally described as **financial futures** or **financial options**’: (1) The agreement left untouched the CFTC’s exclusive jurisdiction over commodity futures trading on board of trade in **future contracts** (or options on futures contracts) on securities issued or guaranteed by the United States Government or other SEC-exempted securities (except municipals). (2) On the other hand, the agreement recognized the SEC as the sole federal regulator of the securities **options** markets. And, in recognition of SEC’s unique responsibilities over the market for corporate and municipal securities, the two agencies specified certain criteria to govern approval by the CFTC of futures trading in a **group** or **index** of such securities, in addition to affording the SEC an opportunity for an oral hearing before the CFTC (together with judicial review) in order to present the basis for an objection” (*Fundamentals of Securities Regulation* [Boston: Little, Brown and Company, 1988], p. 240).

- 17 A nova redação do art. 2º da Lei 6.385 é a seguinte: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 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. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I – exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II – exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III – dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; 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”.
- 18 Supreme Court of the United States, 1946, 328 U.S. 293.
- 19 “A derivative security is a security whose value depends on the values of more basic underlying variables. In recent years derivative securities have become increasingly important in the field of finance. Futures and options are now actively traded on many different exchanges. Forward contracts, swaps, and many types of options are regularly traded outside exchanges by financial institutions and their corporate clients in what are termed the over-the-counter markets. Other more specialized derivative securities often form part of a bond or stock issue. [...] Very often the variables underlying derivative securities are the price of traded securities. A stock option, for example, is a derivative security whose value is contingent on the price of a stock. However, as we shall see, derivative securities can be contingent on almost any variable, from the price of hogs to the amount of snow falling at a certain ski resort” (John Hull, *Options, Futures, and Other Derivative Securities* [Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1993], p. 1).
- 20 Conforme definição contida no novo inc. IX, do art. 2º, da Lei 6.385.
- 21 O Art. 6º da Lei 6.385, por força da Medida Provisória 8, passa a ter a seguinte redação: “Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de

- aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. § 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. § 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. § 3º Sem prejuízo do que prevêem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo. § 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento. § 5º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, assumirá o Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições. § 6º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído”.
- 22 O Decreto 3.995 inclui um § 7º no art. 6º da Lei 6.385, com a seguinte redação: “§ 7º A Comissão funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com o seu regimento interno, e no qual serão fixadas as atribuições do Presidente, dos Diretores e do Colegiado”.
- 23 A Lei 10.303 incluiu um novo inciso no art. 7º da Lei 6.385, com o seguinte teor “Art. 7º A Comissão custeará as despesas necessárias ao seu funcionamento com os recursos provenientes de: [...] V – receitas de taxas decorrentes do exercício de seu poder de polícia, nos termos da lei”.
- 24 “Art. 4º [...] IV – [...] c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários”.
- 25 Confira-se a nova redação dada (i) pelo Decreto 3.995, ao § 1º, do art. 8º, da Lei 6.385, (ii) pela Medida Provisória 8, ao inc. VI, do art. 15; ao inc. III, do art. 16; e às alíneas “b”, “c” e “h”, do inc. I, do art. 18, todos da Lei 6.385, e (iii) pela Lei 10.303, ao art. 14; ao inc. VI, do art. 15; e ao art. 17, todos da Lei 6.385.
- 26 Confira-se a nova redação dada (i) pelo Decreto 3.995, ao § 1º, do art. 15, da Lei 6.385, e (ii) pela Medida Provisória 8, ao inc. I, do art. 18, da Lei 6.385.
- 27 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995, ao inc. IV, do § 1º, do art. 22 da Lei 6.385: “§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: [...] V – informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras”. Note-se que tal dispositivo poderia ser considerado inconstitucional, por tratar de matérias que excederiam a competência da autarquia, não fosse o novo § 4º, do art. 155, da Lei 6.404, antes referido, inserido pela Lei 10.303.
- 28 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995: “§ 2º As normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários em relação ao disposto nos incisos II e IV do § 1º aplicam-se às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, no que não forem conflitantes com as normas por ele baixadas”.

- 29 É a seguinte a redação dada pelo Decreto 3.995: “*Art. 21-A. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que tenha acesso a informação relevante*”. Essa é outra regra que poderia ser considerada inconstitucional, por tratar de matérias que excederiam a competência da autarquia, não fosse o novo § 4º, do art. 155, da Lei 6.404, antes referido, inserido pela Lei 10.303.
- 30 É a seguinte a redação dada pela Lei 10.303: “*Art. 28. O Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários. Parágrafo único. O dever de guardar sigilo de informações obtidas através do exercício do poder de fiscalização pelas entidades referidas no caput não poderá ser invocado como impedimento para o intercâmbio de que trata este artigo*”.
- 31 Confira-se, a esse respeito, Nelson Eizirik, *O Papel do Estado na regulação do Mercado de Capitais* (Rio de Janeiro: IBMEC, 1977).
- 32 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 2º, do art. 9º, da Lei 6.385: “*§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão*”.
- 33 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 2º, do art. 8º, da Lei 6.385: “*§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal*”.
- 34 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 3º, do art. 9º, da Lei 6.385: “*§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º*”.
- 35 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 4º, do art. 9º, da Lei 6.385: “*§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado*”.
- 36 Críticas a esse dispositivo foram objeto de publicação na imprensa, logo após a edição da reforma, alegando-se que com a aplicação de tal regra haveria ofensa ao princípio da impessoalidade, que deve ser observado em processos administrativos. Tais críticas não parecem ser fundadas, já que não se estará *deixando* de apurar infrações menores, apenas *dando prioridade* às mais relevantes. Ademais, o texto original da Lei 6.385 prevê desde 1976 que na fiscalização e inspeção das companhias abertas, a Comissão deverá dar “*prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório*” (inc. V, do art. 8º). Tal dispositivo encontra-se em vigor e, que se saiba, jamais teve sua constitucionalidade contestada.
- 37 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 5º, do art. 9º, da Lei 6.385: “*§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido*”.

- 38 É a seguinte a nova redação dada pelo Decreto 3.995 ao § 5º, do art. 11, da Lei 6.385: “*§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a: [...]*”.
- 39 É a seguinte a nova redação dada pela Lei 10.303 ao § 5º, do art. 11, da Lei 6.385: “*§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial*”.
- 40 É de se notar que a referência, no Decreto, à produção de efeitos em “*relação às companhias já constituídas*” é claramente inconstitucional. Não se pode, através de decreto, tratar de matéria que diga respeito a sociedades anônimas. A competência do Presidente da República, contida no inc. VI, do art. 84, da Constituição Federal, diz respeito apenas à organização e funcionamento da administração federal e à extinção de funções ou cargos públicos. Não há competência para, mediante decreto, tratar de matéria que atinja diretamente qualquer sociedade anônima (veja-se nota 5 acima).