

série *GVlaw*

Maria Lúcia L. M. Padua Lima
Coordenadora

**AGENDA
CONTEMPORÂNEA**

2

TOMO

**DIREITO E
ECONOMIA**

30 ANOS
DE BRASIL

Alkimar R. Moura
Ana Lúcia Pinto da Silva
Ary Oswaldo Mattos Filho
Carlos Eduardo Carvalho
Carolina Cutrupi Ferreira
Cinara Palhares
Claudio Michelin
Flavia Portella Püschel
Luciana Luk-Tai Yeung

Maira Rocha Machado
Mario Engler Pinto Junior
Mario Gomes Schapiro
Marta Rodriguez de A. Machado
Otavio Yazbek
Vera Lúcia Viegas-Liquidato
Viviane Muller Prado
Wanderley Fernandes

2012

 **Editora
Saraiva**

 **FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS**

» » » » » »
» » » » » »
» » » » » »
» » » » » »

DIREITOGV
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

PARTE V
MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

**1 TENTATIVAS DE DESENVOLVIMENTO DO MERCADO
ACIONÁRIO BRASILEIRO DESDE 1964**

Ary Osvaldo Mattos Filho

Professor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV; diretor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV de 2000 a 2011; mestre em Direito pela Harvard Law School; mestre em direito comercial pela Universidade de São Paulo – USP; doutor em direito tributário pela Universidade de São Paulo – USP; sócio-fundador do Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados; juiz do Tribunal de Impostos e Taxas; presidente da Comissão de Valores Mobiliários de 1990 a 1992; membro do Conselho Monetário Nacional de 1990 a 1992; presidente da Comissão Federal para Reforma Fiscal em 1992.

Viviane Muller Prado

Professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – Direito GV; doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.

1.1 Introdução

Imagine um mercado de valores mobiliários nos quais atuam corretores nomeados pelo governo, cujos cargos têm caráter hereditário e vitalício e não são bem remunerados. As bolsas são organizadas de forma precária e há horários determinados para a negociação dos papéis. Os investidores deste mercado são, em grande parte, pessoas físicas e especuladores, inexistindo relevante participação de investidores institucionais. Mas não é só. O número de companhias com ações negociadas em bolsa é pequeno e a liquidez é baixa. A formação de preços baseia-se principalmente em boatos e dados imprecisos, tendo em vista que as empresas não são obrigadas a divulgar as demonstrações financeiras e fornecem pouca informação ao mercado. Após a distribuição dos papéis, inexistem qualquer garantia de liquidez e de manutenção dos preços de subscrição. O investidor deve arcar ainda com elevada tributação dos eventuais rendimentos obtidos com a negociação das ações. Imagine ainda que isto se dá em uma época de alto índice de inflação e de escasso crédito de longo prazo. Na perspectiva regulatória, não há órgão estatal responsável pela regulação deste mercado, nem são previstas regras específicas para disciplinar os agentes, as emissões de papéis e a proteção dos investidores. Aliás, a legislação societária é francamente feita tendo em vista a realidade de companhias familiares de capital fechado. Neste ambiente regulatório, não se tem certeza nem mesmo dos critérios para definir se uma companhia é ou não de capital aberto.

Agora imagine outro mercado no qual os valores mobiliários são negociados em bolsa de valores organizada na forma de sociedade por ações com fins lucrativos e as ações de sua emissão são negociadas no seu próprio mercado. Neste ambiente, é reconhecida a relevância da atuação dos intermediários – corretores, bancos de investimentos, *underwriters*, auditores, advogados e analistas, denominados *gatekeepers* – para o bom funcionamento do mercado com a correta criação, certificação e disseminação das

informações sobre as companhias emissoras. Aliás, as empresas devem seguir obrigatoriamente rigorosos padrões internacionais de divulgação de informações. As companhias abertas com ações negociadas em bolsa somam 470, sendo que 157 submetem-se voluntariamente a padrões mais rigorosos de governança corporativa. Para facilitar o acompanhamento deste mercado, construíram-se índices que representam o termômetro do sobe e desce dos preços e possibilitam a análise temporal dos investimentos e comparativa entre setores e segmentos do mercado. São negociadas ações, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, notas promissórias, quotas de fundos, créditos de carbono, derivativos de valores mobiliários e de outros ativos. Empresas negociam simultaneamente seus papéis em bolsas nacionais e estrangeiras. Os títulos são escriturais e a sua negociação é feita de maneira totalmente eletrônica e virtual, existindo sofisticado sistema de custódia e liquidação. Quanto à característica dos investidores, 30,5% são pessoas físicas, 27,1% investidores institucionais, 7,4% instituições financeiras, 2,1% empresas e 34,1% investidores estrangeiros. No campo regulatório, a lei acionária traz arcabouço jurídico de proteção dos acionistas minoritários, há uma agência reguladora com competência específica para regular, fiscalizar e punir os agentes do mercado de valores mobiliários. Existe também espaço para a regulação privada desempenhada pela própria bolsa de valores e outras organizações autorreguladoras que visam a garantir o saudável ambiente de negócios. Os intermediários são minuciosamente regulados e uma série de regras é aplicável aos mecanismos coletivos de investimento.

Estas duas descrições referem-se ao mercado de valores mobiliários brasileiro. O que as separa são aproximadamente 45 anos. A primeira seria a realidade anterior a 1965¹ e a segunda de 2010². Não há dúvida que são

¹ As informações sobre as características do mercado de valores mobiliários brasileiro em 1965 foram obtidas no estudo "Pesquisa Preliminar sobre o mercado de capitais brasileiro", de Norman Poser e Allan Roth, solicitado pelo Banco Central. Norman Poser era Diretor e Consultor Jurídico para Estudos Especiais da *Securities Exchange Commission* norte-americana e Allan Roth era Diretor de Assuntos Jurídicos da Bolsa de Valores Americana. Os dois autores, a pedido do Banco Central, passaram três semanas (de 27 de setembro a 13 de outubro de 1965) no Brasil e elaboraram relatório narrando a situação do mercado de ações brasileiro e apontando sugestões para o seu aperfeiçoamento.

² As informações sobre o mercado de capitais em 2009/2010, especificamente, na BM&FBovespa, foram obtidas no Relatório Anual da CVM e no **Boletim Empresas** de

mercados com características e quadros regulatórios completamente distintos. A transformação do primeiro no segundo é resultado de constantes evoluções decorrentes de problemas, desafios e oportunidades vivenciados dentro da história brasileira.

No Brasil, a responsabilidade pela criação, pela atrofia ou pelo crescimento do mercado acionário, em parte, foi e é atribuída à sua regulamentação jurídica. Desde 1964 até hoje, foram criadas e implementadas algumas estratégias regulatórias que tiveram o objetivo de transformar o mercado de ações em relevante fonte de financiamento de longo prazo para as companhias nacionais, com a canalização de poupança privada. O objetivo deste estudo é justamente reconstruir algumas políticas regulatórias relevantes neste período que pretenderam atingir este objetivo e aperfeiçoar o capitalismo brasileiro.

Organizamos o texto da seguinte maneira. Primeiro, descrevemos a política de incentivos fiscais do Fundo 157. Trata-se de instrumento tributário que surgiu em 1967 com o fim de desenvolver o mercado de ações brasileiro. Em seguida, vamos para 1976 para reconstituir os objetivos econômicos que justificaram a elaboração das leis que hoje são os pilares da disciplina jurídica do mercado de ações, isto é, a lei das sociedades por ações (Lei n. 6.404/76) e a lei que criou a CVM e disciplina o mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/76). Posteriormente, tratamos da liberalização do acesso do capital estrangeiro ao mercado acionário brasileiro, que se iniciou no final dos anos 1980 e ganhou importância na década de 1990. Por fim, seguimos para o ano 2000 e apresentamos a regulação privada da Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (atualmente denominada BM&FBovespa), que criou os níveis diferenciados de listagem com exigências de padrões mais elevados de governança corporativa. Também fazemos referências às modificações legislativas e aos atos normativos da CVM nos últimos anos. Ao final, apresentamos nossas observações conclusivas.

fevereiro de 2010, Edição n. 14, ano 2 (Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim-empresas.asp>. Acesso em: 2 jul. 2010) e na Resenha de dezembro/2009 – Mercados Bovespa (Disponível em: <www.bovespa.com.br>, no campo estatísticas. Acesso em: 2 jul. 2010).

1.2 Incentivos fiscais e fundos 157

1.2.1 Reformas institucionais de 1964 e 1965 e incentivos fiscais

O ponto de partida para compreender o atual desenho institucional e regulatório do mercado de valores mobiliários brasileiro está em 1964: o Programa de Ação Econômica do Governo - PAEG. Este programa foi elaborado pelo então recém-criado Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, composto por Roberto de Oliveira Campos (Planejamento) e Otávio Gouveia de Bulhões (Fazenda), que valeria para o biênio 1964-66 no governo de Castelo Branco. Pretendia-se a estabilização e desenvolvimento da economia brasileira. Um dos pontos importantes deste programa era o aperfeiçoamento do sistema financeiro e do mercado de capitais nacional.

Para atingir estes objetivos foi elaborado um conjunto de reformas institucionais para a reformulação do sistema. A Lei n. 4.595/64 estruturou o sistema financeiro nacional, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, de forma a extinguir a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC e a competência do Banco do Brasil para fazer política monetária. As reformas também foram implementadas pelas seguintes leis: Lei n. 4.380/64, que criou o Sistema Financeiro de Habitação e novos programas de seguro social, o PIS e o PASEP, representando captação compulsória de poupança privada, e instituiu a correção monetária em contratos imobiliários; Lei n. 4.357/64, que autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, adotou a correção monetária e concedeu benefícios fiscais para investimentos no mercado de capitais; e Lei n. 4.506/64, que criou o conceito de Sociedade de Capital Aberto, isentando o pagamento de imposto sobre lucros distribuídos para as companhias consideradas de capital aberto.

Em 1965, foi promulgada a Lei n. 4.728³, que traçou o desenho institucional do sistema financeiro, delimitando as funções dos bancos

³ Esta legislação é originária de anteprojeto elaborado por José Luiz Bulhões Pedreira, a pedido do então Ministro Roberto Campos (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 131). Sobre as possibilidades de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro da época, ver SIMONSEN, Mário Henrique (Coord.). **O mercado brasileiro de capitais.** 2. ed. Documentos EPEA (Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada), n. 2, 1965.

comerciais, bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, sociedade de crédito imobiliário, entre outras. Para este estudo, importa saber que a disciplina do mercado de capitais ficou a cargo do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização, a cargo do Banco Central do Brasil⁴.

Um dos pontos problemáticos para o crescimento econômico estava na escassez de crédito de longo prazo para financiamento da atividade econômica das empresas nacionais. Este diagnóstico decorria dos altos índices de inflação e da vigência da lei da usura, que não permitia a cobrança de mais de 12% de juros ao ano. Além disso, o combate à inflação fez com que o governo restringisse o crédito, criando um novo problema para a capitalização das empresas. Estas contavam com recursos do sistema bancário privado, do governo e do mercado paralelo de desconto de letras de câmbio. Era grande a desigualdade de oportunidades de financiamento de empresas nacionais, públicas e multinacionais. O acesso aos empréstimos externos em moeda estrangeira era exclusivo para empresas estrangeiras e estatais.

Diante da identificação da inexistência de oferta de recursos de longo prazo para as empresas nacionais, o governo defendeu o fortalecimento do mercado de capitais, em especial o mercado de ações, para suprir esta lacuna. Pretendia-se não só o seu desenvolvimento, mas a democratização das empresas nacionais. Com inspiração no sistema norte-americano, idealizou-se um modelo no qual haveria o financiamento de empresas com a ampla captação de recursos na poupança popular de forma que as empresas contariam com um crescente número de acionistas⁵.

⁴ Foi a Lei n. 4.728/65 que modificou o regime jurídico dos corretores. A Exposição de Motivos, assinada por Octávio Gouveia de Bulhões e Roberto de Oliveira Campos, aponta a seguinte justificativa: "Os corretores, segundo a lei vigente, são nomeados pelo governo. Não se subordinam, porém, ao serviço público porque sua atividade é de caráter empresarial. Por outro lado, não chegam a alcançar o estímulo da atividade das empresas particulares porque a corretagem é automaticamente assegurada e os cargos são vitalícios e hereditários. É um regime que conspira contra o senso de responsabilidade e contra o ânimo da eficiência. Daí a sugestão do projeto de convidar os corretores a se unirem em sociedades corretoras, sujeitas à fiscalização do Banco Central, orientadas e disciplinadas por meio de regulamentos a serem expedidos pelo Conselho Monetário Nacional".

⁵ Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouveia; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais.** Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 109.

Os desafios, no entanto, eram grandes. De um lado, as empresas brasileiras estavam sob o controle de grupos familiares, sem nenhum interesse em partilhar a tomada de decisão e dar informação aos seus investidores⁶. De outro lado, não havia a cultura de aplicação em investimentos que não em imóveis e moeda estrangeira.

As reformas institucionais de 1964 e 1965 não foram suficientes para desenvolver o mercado de capitais conforme o esperado. Em paralelo às leis que davam base às instituições do mercado, o governo utilizou-se de mecanismos tributários para incentivar o investimento do mercado de capitais⁷. A renúncia fiscal (sob o ponto de vista do governo) ou os incentivos fiscais (sob o ponto de vista do contribuinte) eram instrumentos de política econômica do governo bastante conhecidos e utilizados desde 1963, com a Lei n. 4.238/63, para alocar investimentos para o Nordeste (SUDENE). Posteriormente, surgiram incentivos fiscais em outras áreas e para diversos fins, tais como para o desenvolvimento da Amazônia (SUDAM), a partir de 1966; para desenvolvimento da pesca (SUDEPE) e do Turismo (EMBRATUR); e para o reflorestamento⁸.

1.2.2 Fundos 157

O sistema de incentivos fiscais também foi pensado para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Dentro deste contexto promulgou-se o Decreto-lei n. 157, em 10 de fevereiro de 1967.

Pelo mecanismo 157, o contribuinte investia parte dos valores devidos a título de imposto de renda nos fundos fiscais (Fundos 157).

Estes autores mencionam que o interesse do governo era desenvolver o mercado de capitais, pois "proporcionaria a dissolução do controle familiar ou de pequenos grupos de empresas" e surgiria o que denominaram de "capitalismo do povo" (*Op. cit.*, p. 109).

⁶ Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvea; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 108.

⁷ Para um resumo dos incentivos fiscais concedidos a partir de 1964, ver narrativa de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.**: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 132-133.

⁸ Para uma análise e síntese dos incentivos fiscais existentes, ver: SIMONSEN, Mario Henrique. **O sistema brasileiro de incentivos fiscais. Ensaio Econômico da EPGE**. Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, n. 12, 1974.

Estes fundos, por sua vez, aplicavam os recursos em empresas que preenchiam os requisitos previstos na legislação, denominadas empresas 157. O mecanismo estabelecia a redução do imposto de renda devido, já materializado como crédito tributário, mediante sua aplicação em um fundo de investimento, sendo tais recursos utilizados para a subscrição de ações em novas emissões. Em resumo, capitalizava-se determinada companhia com os recursos subtraídos do total devido ao governo.

O mecanismo 157 foi pensado e nasceu na busca de ensinar o acionista controlador a conviver com o acionista de mercado e este último com o primeiro. Esta seria a mecânica para se conseguir, além do crescimento econômico, o desenvolvimento de uma nova mentalidade econômica, na medida em que se propunha a criação de uma nova cultura de investimento, que não encontrava possibilidade somente na renda fundiária, tão inerente à nossa cultura secular.

Este esquema de renúncia fiscal com a finalidade de canalizar recursos para companhias brasileiras por meio do mercado de ações e debêntures deu-se mediante uma complexa disciplina jurídica. As regras eram modificadas ano a ano, por meio de uma série de Leis, Decretos-lei, Decretos, Resoluções do Conselho Monetário Nacional, Instruções Normativas da Secretaria da Receita Federal e Comunicados GEMEC. Tais normativos versavam sobre quem poderia se beneficiar dos incentivos fiscais, percentuais máximos de dedução do imposto de renda para aplicar no mercado de valores mobiliários, composição da carteira dos fundos fiscais, processo para a aplicação dos recursos, prazo para resgate dos valores alocados etc. A análise da evolução das normas jurídicas do mecanismo 157, desde a sua criação em 1967 até a sua extinção em 1983, aponta que se tratou de instrumento em constante evolução para dar respostas a objetivos da política econômica da época e também às crises e movimentos do mercado, em especial mercado de ações.

Para dar a ideia da intrincada legislação, é interessante descrever com algum grau de detalhamento as constantes modificações em temas centrais e apontar a relação destas alterações legislativas com alguns efeitos sentidos no mercado.

O primeiro ponto relevante do sistema 157 é o destinatário dos incentivos fiscais. Inicialmente, tanto pessoas jurídicas quanto físicas podiam alocar o valor devido ao governo a título de imposto de renda para

os Fundos 157. Conforme dados da Conjuntura Econômica, em 1968, 35 mil pessoas aproveitaram tais incentivos fiscais e, em 1969, tais fundos contavam como 447 mil quotistas⁹. As pessoas jurídicas, no entanto, foram excluídas já em 1971, sob o argumento que tinham a tendência a resgatar o montante investido tão logo acabasse o prazo de resgate previsto em Lei. Interessante relatar que, em 1968, a dúvida quanto à manutenção ou não das pessoas jurídicas como beneficiárias do mecanismo 157 originou o fechamento das principais Bolsas do país por três dias, sob o argumento de defesa dos interesses dos investidores¹⁰.

O segundo ponto constantemente modificado era o percentual máximo de dedução do imposto devido para alocação no mercado acionário. Inicialmente, consistia na dedução de 5% para as pessoas jurídicas e 10% para as pessoas físicas. Em 1972, após a crise nas bolsas em 1971, o percentual para pessoa física elevou-se para o máximo de 24% sobre o imposto de renda. Esta porcentagem chegou a 30% em 1979. No entanto, próximo à extinção do incentivo fiscal 157 e confiadamente atendendo à política do governo de extinção gradativa, em 1981, houve diminuição da dedução do imposto. Conforme dados do Banco Central, este corte, que representaria 40% na arrecadação destes fundos, não deveria ser de grande impacto no mercado, pois os Fundos Fiscais 157 não lideravam mais as aplicações dos investidores institucionais¹¹. O percentual chegou a zero quando, em 1983, houve modificação da legislação

⁹ Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 114, 1971.

¹⁰ No Relatório do Banco Central do Brasil, de 1968, ficou registrado o seguinte: "A expectativa de aprovação pelo Legislativo da continuação, em 1968, das deduções fiscais concedidas às pessoas jurídicas não se concretizou inicialmente. Tal fato ensejou o fechamento das principais Bolsas do País nos dias 13, 14 e 15 de março, a título de defesa dos interesses dos investidores. Logo a seguir, entretanto, a aprovação da matéria foi conseguida através de projeto de executivo" (p. 66).

¹¹ No Relatório do Banco Central do Brasil, de 1981, afirmou-se que a diminuição da arrecadação mais o resgate dos valores dos Fundos 157 não impactariam no mercado, pois, "conforme levantamento procedido pela BVRJ, com base no cadastro de clientes das corretoras cariocas, os Fundos Fiscais 157 não lideram as aplicações dos investidores institucionais. Observou-se que, dentro das aplicações dos investidores institucionais, 41,2% são de responsabilidade dos bancos de investimento, distribuidoras, corretoras e pessoas físicas ou jurídicas ligadas, direta ou indiretamente, a essas instituições" (p. 64).

de imposto de renda extinguindo o incentivo fiscal para aplicação no mercado de valores mobiliários.

O terceiro ponto era a disciplina da configuração da carteira dos Fundos 157. Em última análise, por esta regulamentação, o governo indicava onde seriam alocados os recursos resultantes dos incentivos fiscais. O direcionamento do investimento pelo governo possibilitava que os contribuintes experimentassem o papel de investidores, mas não os deixavam totalmente livres para escolher os ativos nos quais investiriam. Os limites vinham justamente dos critérios legais para alocação de recursos dos Fundos 157.

A principal variação, quanto ao mercado de ações, estava no percentual destinado à aplicação em valores mobiliários, na porcentagem que deveria ser alocada para o mercado primário ou secundário e na limitação de aplicação em valores mobiliários emitidos por companhias que se enquadrassem nos critérios do Decreto-lei n. 157, devidamente registradas como tal no Banco Central.

Como a intenção inicial do governo era o desenvolvimento do mercado primário e o aumento do capital de giro das empresas, determinou-se que os Fundos 157 deveriam aplicar os recursos na compra de ações ou debêntures de empresas que, alternativamente, (a) fizessem oferta pública de ações e os acionistas já existentes subscrevessem, no mínimo, 20% do valor da emissão; (b) colocassem no mercado debêntures convertíveis em ações de prazo mínimo de 3 anos e os acionistas atuais deveriam subscrever 20% do valor da emissão; ou (c) alienassem imóveis cujo valor correspondesse, no mínimo, a 15% do capital social¹². Além de atender a uma destas alternativas a empresa deveria aplicar os recursos captados com a oferta pública no capital circulante. Esta limitação de alocação dos recursos originou uma situação peculiar, qual seja, os Fundos 157 captavam mais recursos que os possíveis ativos a serem aplicados. Conforme comunicado do Banco Central, dois meses depois de editado o Decreto-lei n. 157, havia 57 fundos fiscais, mas nenhuma empresa conseguia se enquadrar no esquema legal para receber tais valores¹³.

¹² Requisitos constantes nos arts. 1º e 7º, do Decreto-lei n. 157, 10 de fevereiro de 1967.

¹³ Informação apresentada nos dados do estudo, não assinado, Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971. Conforme esta fonte, tratou-se do Comunicado GEMEC n. 2, de 5 de abril de 1967.

Para mudar esta situação, já em março de 1967 (o Decreto-lei era de fevereiro) houve flexibilização destes critérios, podendo os fundos fiscais aplicar em parcela do arrecadado também no mercado secundário, isto é, em ações já negociadas em bolsa, desde que em empresas que se configurassem como Empresas 157¹⁴. Ainda assim, tal flexibilidade não foi suficiente, justificando nova mudança em agosto de 1967, que possibilitou a aplicação de até 1/3 do montante arrecadado no mercado secundário. Esta regra vigeria de agosto a outubro e causou dúvidas na sua interpretação. Foi preciso posterior esclarecimento da nova regra por meio de comunicado do Banco Central¹⁵. Esta modificação, na leitura da Conjuntura Econômica da época, "teve efeito imediato no mercado, vez que estabeleceu melhores condições de aplicação dos fundos fiscais, pouco interessados em questões legais, desde que os novos conceitos lhes eram inteiramente favoráveis" ou ainda que a flexibilização foi "uma das causas mais importantes para a excelente performance das Bolsas em 1967: acréscimo de 74% do volume de transações com ações no Rio e de 83% em S. Paulo"¹⁶. Na leitura do Banco Central, esta alteração das condições de aplicação "diversificou as possibilidades de investimento, dinamizando novamente o mercado bolsístico, com repercussão positiva imediata nos índices de negociabilidade de papéis representativos do capital das empresas"¹⁷.

Havia uma constante alteração do percentual aplicável no mercado de ações, ora no mercado primário, ora no mercado secundário. Para se ter uma ideia, interessante descrever a variação entre 1970 e 1972. Em 1970, 2/3 dos recursos dos Fundos 157 poderiam ser aplicados diretamente em Bolsa, sendo que antes apenas 1/3 poderia ter esta destinação. Neste ano, conforme o Banco Central, os Fundos Fiscais obtiveram grande desenvolvimento e "um razoável segmento do público potencialmente investidor foi induzido a participar pela primeira vez do mercado,

¹⁴ Cf. Resolução n. 60, de 24 de agosto de 1967.

¹⁵ Comunicado GEMEC n. 8. Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971.

¹⁶ Cf. Fundos 157. Histórico e avaliação. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 4, p. 111, 1971.

¹⁷ Cf. *Relatório do Banco Central de 1967*, p. 131.

tendo suas parcelas dedutíveis do imposto de renda canalizadas para o mercado de ações"¹⁸.

Em 1971, para ativar o mercado primário, determinou-se novo percentual mínimo de destinação para as emissões primárias pelos recursos dos Fundos Fiscais 157. A aplicação no mercado secundário ficou reduzida de 67% para 30% dos recursos arrecadados a partir de 1971. Assim, 70% dos recursos deveriam ser alocados na subscrição de ações de empresas registradas no esquema do Decreto-lei n. 157. Além disto, determinou-se que, no mínimo, 20% dos recursos arrecadados fossem destinados a papéis de empresas de médio e pequeno porte, que não precisam estar enquadradas como Empresas 157.

Em 1972, foi abolida a figura da Empresa 157. As sociedades de capital aberto passaram a ter exclusividade nas aplicações dos fundos fiscais, nas condições previstas na legislação. A carteira dos Fundos Fiscais deveria obedecer à seguinte disciplina: 50%, no mínimo, e 75%, no máximo, poderiam ser aplicados na subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações de empresas de capital privado nacional com negociação diária em bolsa nos últimos seis meses¹⁹. Outros 25%, no mínimo, deveriam ser destinados à subscrição de ações ou debêntures conversíveis emitidas por empresas com capital e reservas inferiores a 140 mil vezes o maior salário mínimo do País. Aqui estava uma das reclamações dos fundos, pois 1/4 do investimento não encontrava qualquer liquidez e nem sempre representavam alguma rentabilidade. De toda forma, o resultado desta mudança foi o crescimento do mercado secundário - que havia sido objeto de crise sem precedentes no final de 1971. Na leitura do Banco Central, esta nova regra "aumentou o volume das compras de papéis de risco de cerca de 109%"²⁰.

¹⁸ Cf. *Relatório do Banco Central de 1970*, p. 86. Em outra passagem também é confirmada a intenção de incentivar a participação do mercado acionário pelas pessoas físicas: "A Portaria do Ministro da Fazenda GB-95 ao facultar às pessoas físicas contribuintes do Imposto de Renda na fonte os benefícios do Decreto-lei n. 157, procurou não somente facilitar ao mercado o acesso a novas fontes de recursos, como também criar hábitos de poupança em importante faixa do público potencialmente investidor" (*Relatório do Banco Central do Brasil*, 1970, p. 82).

¹⁹ Cf. *Relatório do Banco Central de 1972*, p. 103.

²⁰ Cf. *Relatório do Banco Central de 1972*, p. 113.

O detalhamento anteriormente descrito sobre composição de carteira dos Fundos 157 poderia ser aqui analisado ano a ano. Esta breve descrição dos anos iniciais, no entanto, é capaz de demonstrar como era disciplinada a alocação dos recursos conforme a política do governo. Interessante, no entanto, notar que ao final, já em 1982, conforme informação do Relatório Anual do Banco Central, os Fundos 157 nem aplicavam mais no mercado acionário, preferindo o investimento em títulos públicos federais e debêntures.

Por último, outro ponto relevante no funcionamento dos incentivos fiscais está na previsão de prazos de resgate. Este assunto também era objeto de constantes modificações, conforme a necessidade de manutenção destes recursos no mercado. No início, o prazo de resgate era de dois anos. Em 1970, passou para 4 anos, sendo que os resgates deveriam ser feitos de forma parcelada a partir do segundo ano. Na fala do Banco Central, afirmou-se que a extensão deste prazo "veio impedir que maiores pressões de vendas se fizessem sentir sobre o mercado. O prazo anterior de dois anos foi julgado insuficiente para a conquista do investidor e o crescimento das solicitações de resgate de quotas forçaria uma queda no preço das ações motivada por um excesso de ofertas"²¹.

Nos Relatórios Anuais do Banco Central, verifica-se a percepção do órgão regulador sobre a importância dos incentivos fiscais para o funcionamento do mercado de ações. No final da década de 1960, o mecanismo era visto como o responsável pelo crescimento do mercado acionário. Segundo relatórios da instituição, "os mecanismos, ao criarem condições para o estímulo do mercado de ações, promoveram, incidentalmente, o aumento do grau de democratização do capital das empresas e elevaram a participação dos recursos não onerosos para a satisfação das necessidades de giro e investimento"²². No ano de 1967, as bolsas tiveram volume de negociação elevado em 51% em relação ao ano anterior. No ano seguinte, o volume de negócios cresceu 12% e, nas palavras do Banco Central, "a pedra de toque do mercado continuou sendo o Decreto-lei n. 157"²³. Em outra fonte, na *Revista da Bolsa de Valores de São Paulo* de 1974, em artigo não

²¹ Cf. Relatório do Banco Central de 1970, p. 82-83.

²² Cf. Relatório do Banco Central de 1967, p. 131.

²³ Cf. Relatório do Banco Central de 1968, p. 66.

assinado, afirmou-se que o esquema 157 "foi considerado como um dos mais perfeitos e originais mecanismos de apoio ao mercado de ações, numa experiência única em todo o mundo" e "ajudaram em muito o mercado de ações, mesmo quando as Bolsas atingiram suas baixas mais acentuadas"²⁴.

A leitura da época era que este mecanismo estava sendo responsável pelo efetivo desenvolvimento do mercado. Nas palavras de David Trubek, José Hilário Gouveia Vieira e Paulo Fernandes de Sá, o "sistema estabelecido pelo D.L. 157 canalizou substanciais recursos para dentro dos mercados primário e secundário, e foi responsável pelo ritmo do fenomenal crescimento de atividade nos mercados de ações, nos dois últimos anos. Talvez com ainda maior importância, ele serviu como um elemento 'disparador', e há evidência de que o DL 157 esteja conduzindo à criação de um processo automantenedor de crescimento do mercado"²⁵.

A tabela abaixo aponta a evolução do volume de recursos que circulou por meio destes fundos fiscais.

Tabela 1 - Patrimônio Líquido dos Fundos Fiscais 157 de Investimento (em Milhões)

Ano/Dez	Valor do Patrimônio líquido (em Cr\$)	Tx de Câmbio (Cr\$/US\$)	Valor em USD Corrente
1981*	104.583	93,349	1.120
1980*	47.965	52,811	908
1979*	32.019	26,818	1.194
1978*	15.883	18,078	879
1977*	11.193	14,144	791
1976*	5.816	10,673	545

Continua

²⁴ Cf. Fundos fiscais, objetivos foram alcançados? *Revista Bovespa*, p. 9-11, fev./mar. 1974.

²⁵ Cf. TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouveia; SÁ, Paulo Fernandes de. *O mercado de capitais e os incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971. p. 137. Este estudo faz uma avaliação da política de incentivos fiscais para desenvolvimento do mercado de ações brasileiro.

Continuação

1975*	2.557	8,127	315
1974**	1.391	6,79	205
1973***	1.414	6,126	231
1972***	788	5,934	133
1971****	936	5,2876	177
1970	-	-	-
1969****	387,9	4,074	95

Fonte: Diversos Relatórios Anuais do Banco Central de 1969 a 1982.

Nas terminologias dos Relatórios, os valores da tabela referem-se à: *20 maiores fundos; **Valor agregado nos 8 maiores fundos; ***Patrimônio líquido dos Fundos; ****Patrimônio Global.

Como balanço final, é inquestionável que a transferência de recursos do erário público, via o mecanismo do Fundo 157, foi colossal.

Com o passar dos anos 1970 e o crescimento da importância de outros investidores institucionais na década de 1980, os mecanismos de incentivos fiscais foram perdendo importância para o funcionamento do mercado de ações. O fim deste programa de incentivos fiscais ou renúncia fiscal se deu em 1983, quando se extinguiu a possibilidade de dedução no imposto de renda para aplicação nos Fundos 157. A partir de 1985, o destino dos Fundos 157 então existentes foi a sua transformação ou incorporação em Fundos Mútuos de Investimentos em Ações.

1.2.3 Efeitos dos incentivos fiscais do Fundo 157

Assim, de 1967 até 1984, viveu-se com a expectativa de que o mecanismo dos incentivos fiscais seria apto a revolucionar o mercado acionário nacional, criando as bases firmes para o financiamento de longo prazo do sistema produtivo nacional e, como subproduto faria nascer o capitalismo de massa entre nós.

Hoje há dúvida se os efeitos se deveram às virtudes do mecanismo, ou se o contribuinte brasileiro tinha tamanha "repulsa ao fisco" que preferia considerar os tributos a ele entregues como irremediavelmente perdidos, de sorte que "perdido por perdido vamos investir em empresas que desconhecemos. Sempre há uma esperança de receber algo".

Não se pode negar que o instrumento de incentivo fiscal foi capaz de canalizar volumosos montantes de pessoas físicas para o mercado de ações, por um longo tempo. Ocorre que tais pessoas não tinham genuíno interesse em se tornarem investidores do mercado de renda variável, mas simplesmente pretenderam deixar de pagar imposto de renda para em momento posterior resgatar o dinheiro correspondente aos seus títulos. A entrada de investimento pela bolsa, ao que parece, seria quase a fundo perdido. Qualquer ganho seria aceitável e, se a perda ocorresse, igualar-se-ia à situação de pagamento aos cofres públicos. Esta constatação fica evidenciada na falta de interesse dos contribuintes-investidores demonstrada com valores que até hoje não foram resgatados. Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários teve que publicar no Diário Oficial da União uma extensa lista de cotistas que simplesmente não compareciam para buscar seus haveres. Foi noticiado na imprensa que há aproximadamente R\$ 1 bilhão nos Fundos com origem em aplicações decorrentes de incentivos fiscais²⁶. Lembre-se, ainda, de que esses recursos foram corroídos anualmente pela cobrança da taxa de administração.

De outro lado, as companhias que receberam os recursos também não tinham legítimo interesse em participar do mercado de capitais captando recursos de investidores que prestariam contas e remunerariam o capital. O verdadeiro objetivo de abrir o capital era receber recursos de maneira facilitada e mais barata que o captado no sistema bancário. Esta noção também fica evidente nos dias atuais. Em 2008, a CVM cancelou o registro de 249 companhias incentivadas e de outras 32 companhias, estas em razão de operações societárias. Além disso, a autarquia excluiu 648 companhias do cadastro de incentivadas não registradas²⁷.

A análise do mecanismo 157 permite perceber que de uma ideia engenhosa e razoavelmente simples, isto é, o contribuinte passaria a ser

²⁶ Cf. *Gazeta Mercantil*, 8 de janeiro de 2009.

²⁷ Cf. CVM, Relatório Anual, 2008, p. 14. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/relegst/Relatório_Anuual_CVM2008.pdf>. Acesso em: 7 de jun. 2010. Ressalta-se, todavia, que companhias incentivadas podem ter sido beneficiadas por outros incentivos fiscais diversos do mecanismo do Fundo 157. Em 2006, a CVM editou a Instrução 427/2006, definido critérios para cancelamento e suspensão de registro de companhias beneficiadas com recursos oriundos de incentivos fiscais do passado.

investidor, foi preciso acessar toda a burocracia estatal, mediante um emaranhado de normas, nem sempre claras, e experimentar as reações dos agentes do mercado. É justamente o encontro da justificativa do esquema de incentivos fiscais com a análise dos resultados alcançados no mercado da época que se abrem caminhos para conhecer a história da formação do nosso mercado.

Se a mecânica fiscal mostrou-se não tão adequada, foi ela mais um andar que se colocou na edificação, não acabada do mercado de valores mobiliários nacional. Qualquer que tenha sido o seu resultado concreto, sem dúvida, foi por meio do mecanismo do Fundo 157 que as entidades de classe, juntamente com os entes governamentais, continuaram as discussões que à época pareciam intermináveis e infrutíferas.

1.3. Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76) e Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei n. 6.385/76)

Os anos de 1970 e 1971 foram de grande especulação nas bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo²⁸. A esperança de obter altos rendimentos no curto prazo e os incentivos fiscais acima narrados chamaram pequenos investidores para o mercado de ações brasileiro. Alguns investidores desfizeram-se de outros bens ou mesmo tomaram empréstimo em bancos para investir na Bolsa²⁹. Em junho de 1971, no entanto, ocorreu o início da queda da euforia especulativa, representando a perda dos investimentos, em

²⁸ Em abril de 1971, com a grande especulação da bolsa, a análise colocada na Conjuntura Econômica sobre o mercado acionário já previa o problema que se iniciaria em junho de 1971: "existe teoria, bastante difundida, de que quando as principais altas são das ações mais especulativas, isto significa o fim de um mercado em ascensão. Realmente existe preocupação generalizada sobre como vai terminar a euforia atual (...) Pode-se afirmar, com segurança, que as altas ocorridas não foram igualadas em qualquer outra Bolsa, em qualquer época. Nunca houve tampouco mercado que tivesse permanentemente em alta, sem passar por um período de reajuste". Cf. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 5, p. 25, 1971.

²⁹ Cf. *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 5, p. 25, 1971: "As expectativas de elevados lucros a curto prazo têm motivado uma avalanche de recursos em direção ao mercado de ações, recursos estes procedentes da venda de imóveis, carros e outros bens, assim como empréstimo de bancos".

especial, dos investidores não profissionais³⁰. Lembre-se de que, nesta época, o sistema de informações das companhias emissoras era inadequado, aumentando a assimetria de informações e o abuso na atuação de alguns agentes do mercado.

A crise de 1971 do mercado acionário reforçou a ideia da necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção dos investidores e de exigência obrigatória de prestação de informações pelas companhias emissoras. Outro ponto criticado com o ocorrido estava na parte institucional com a percepção que o Banco Central deveria ser substituído por um órgão especializado para fiscalizar o mercado de valores mobiliários³¹.

Conforme relatam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em outubro de 1971, o Instituto de Planejamento Econômico e Social – IPEA defendeu a elaboração de anteprojeto que reformasse a lei acionária datada de 1940³². À época, no entanto, as preocupações estavam concentradas na reforma do Código Civil para unificar o direito privado. A disciplina das sociedades por ações, por sua vez, já estava incluída na redação do anteprojeto do Código Civil.

Somente em 1974 foi tomada a decisão de retirar a matéria do anteprojeto do Código Civil e elaborar lei especial disciplinando as sociedades anônimas. Estávamos no Governo do General Ernesto Geisel, sendo o Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen e o Ministro do Planejamento, João Paulo dos Reis Velloso. A decisão foi tomada pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico, pela Exposição de Motivos n. 14, de 25 de junho de 1974 (CDE 14). Ficou decidido que deveria

³⁰ Para uma síntese do ano de 1971 no mercado acionário, ver *Conjuntura Econômica*, v. 25, n. 26, fev. 1972, p. 93. Menciona que em maio e junho, "o mercado entrou em fase denominada a loucura da bolsa", com grande fluxo de pequenos investidores, e o reajuste iniciou-se em meados de junho até final de novembro.

³¹ Para uma breve narrativa da crise de 1971 e a visão sobre a ineficiência do Banco Central em regular e policiar o mercado, ver LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 136.

³² Estes fatos estão narrados no livro de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 139 e ss.

também ser elaborado um anteprojeto para a criação da Comissão de Valores Mobiliários. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ficaram responsáveis pela formulação dos anteprojetos³³. Após passar por amplo debate público e pelo trâmite no Congresso Nacional, os anteprojetos deram origem a diplomas legais que se configuraram como os pilares da disciplina jurídica do mercado brasileiro: Lei n. 6.404/76, sobre as sociedades por ações, contendo regras específicas para as companhias abertas; e Lei n. 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, como autarquia competente para regular, fiscalizar e punir os agentes deste mercado.

As diretrizes destas leis constavam do II Programa Nacional de Desenvolvimento (II PND), para os exercícios de 1975 a 1979. Entre os objetivos deste programa, estava o fortalecimento das empresas nacionais. À época, a distribuição de atividades econômicas no Brasil se dava primordialmente entre empresas estatais e estrangeiras. As empresas estatais eram responsáveis pelas áreas de infraestrutura. O Estado era bastante presente na economia e figurava como controlador de companhias com títulos negociados em bolsa de valores nas áreas de telecomunicação (Telebras), minério (CSN e Vale), petróleo (Petrobras) e energia (empresas estatais, como, Eletropaulo, CESP, COPEL, CERJ). O setor bancário estava sob o comando de capital nacional e o capital estrangeiro era presente fortemente na indústria de transformação. Ao lado de empresas públicas e multinacionais, pouco espaço sobrava para os empresários brasileiros³⁴. Por isto, o programa de desenvolvimento econômico pretendia criar mecanismos para equilibrar o espaço das empresas nacionais e estrangeiras³⁵.

³³ Estes fatos estão narrados no livro de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 140-144.

³⁴ Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 137. Os autores mencionam: "os empresários privados nacionais praticamente estavam sendo excluídos de todos os setores básicos da economia nacional: as alternativas para a execução dos grandes projetos de investimento estavam reduzidas ao Estado e às empresas estrangeiras ou multinacionais".

³⁵ Informações sobre funções dos agentes econômicos retirados do Capítulo IV – A estratégia econômica: opções básicas, do II PND.

Apostava-se a sociedade por ações como instrumento de política econômica e de organização da grande empresa privada brasileira³⁶. Além de instrumentos organizativos, o diagnóstico para possibilitar o crescimento do empresariado nacional foi a necessidade de se ter um mercado primário de ações para o financiamento de longo prazo da expansão da capacidade produtiva³⁷.

Os desafios não eram poucos para o novo desenho institucional, tanto pelos investidores quando por parte das companhias emissoras. Em relação aos investidores, era preciso retomar a sua confiança no mercado de ações com instrumentos de proteção dos acionistas minoritários e obrigatoriedade de prestação de informação pelas companhias emissoras. Sob o ponto de vista dos empresários, o desafio estava na mudança do padrão de comportamento e respeito aos interesses e direitos dos investidores. As companhias privadas eram primordialmente empresas familiares, sem interesse em repartir a decisão e dar transparência sobre os seus negócios.

Na Lei de Sociedades por Ações, a tentativa de compatibilizar o conflito de interesses entre investidores e companhias emissoras está clara no seguinte trecho da Exposição de Motivos n. 196/76, assinada pelo então Ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen: o objetivo da lei é "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, às quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade*".

³⁶ Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 141. Neste ponto, os autores transcrevem a fundamentação da proposta de retirada da matéria sobre S.A. do Código Civil.

³⁷ Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 137: "A preservação de um modelo de sistema econômico misto, com participação relevante de empresa privada, requeria, portanto, o desenvolvimento do mercado primário de ações, onde o empresário privado pudesse encontrar o volume de capital de risco necessário para promover projetos com a dimensão reclamada pela nova escala da economia brasileira". Ver também p. 151 e p. 156.

O regime jurídico de proteção ao acionista minoritário foi temperado com a atratividade para abertura de capital pelas companhias familiares. Neste ponto, consegue-se explicar algumas escolhas da Lei n. 6.404/76 tais como a tão criticada permissão de emissão de 2/3 de ações sem direito de voto, a existência de regime jurídico flexível para os grupos societários e a resistência para a previsão do direito ao *tag along*, que ficou restrito aos acionistas titulares de ações ordinárias³⁸. De outro lado, encontram-se regras que fortalecem a posição dos minoritários, tais como, reconhecimento da figura do controlador desatrelada do percentual de participação, previsão de regime de responsabilidade dos controladores e administradores, direito de recesso, direitos de participação dos minoritários no Conselho de Administração, direito de instalação e representação no Conselho Fiscal, novas normas contábeis, distribuição de dividendo mínimo obrigatório e direito à informação.

Como já acima afirmado, acompanhando a Lei das S.A. estava a Lei que disciplina o mercado de valores mobiliários. Conforme Exposição de Motivos n. 197, de 24 de junho de 1976, da Lei n. 6.385/76, também assinada por Mário Henrique Simonsen, os dois projetos de lei formavam “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 o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares no capital dessas empresas”.

A criação da CVM justificou-se nas críticas da atuação do Banco Central como fiscal das operações do mercado de valores mobiliários, principalmente em decorrência da crise de 1971. Na mencionada Exposição de Motivos, Mario Henrique Simonsen justifica a mudança de perspectiva da Lei n. 4.728/65 para a retirada de competência do Banco Central e a criação da CVM: “A Lei n. 4.728, de 1965, organizou o mercado

³⁸ A primeira reforma significativa na Lei das S.A. ocorreu em 1997. Tal reforma é constantemente lembrada como aquela que retirou o direito dos minoritários à participação no prêmio pago ao controlador quando da alienação do poder de controle (*tag along*) para viabilizar as privatizações de importantes empresas estatais, em especial, do sistema Telebras e elétricas. Além desta alteração, modificou-se o direito dos preferencialistas e outras regras pontuais, que se justificavam na necessária proteção dos acionistas minoritários. Posteriormente veio a reforma da lei acionária em 2001, com o fortalecimento dos direitos dos minoritários e em 2007 foi reformada a parte contábil.

de capitais sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida e do balanço de pagamento, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários”. Afirma ainda: “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”.

Sob esta explicação, a Lei n. 6.385/76 instituiu a CVM como autarquia ligada ao Ministério da Fazenda que teria a “função de disciplinar o mercado de títulos privados – ações debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional”. Além da criação da CVM, a lei traz as normas do mercado de valores mobiliários sobre emissão e distribuição de valores mobiliários, negociação e intermediação no mercado, organização e funcionamento das bolsas. Continuou-se a reconhecer o poder das bolsas de organizarem os seus mercados. A nova legislação, todavia, qualificou as bolsas como “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”.

Apesar da Lei n. 6.404/76 e da Lei n. 6.385/76 não terem originado efeitos imediatos no crescimento do mercado nos anos seguintes à sua edição, elas configuraram-se como pilares institucionais e regulatórios do mercado de ações brasileiro até os dias de hoje.

1.4. Livre acesso do investimento estrangeiro ao mercado de ações

Nos anos 1990, após a chamada década perdida e em momento de abertura da economia brasileira, um tema relevante para o desenvolvimento do mercado de ações era o acesso do nosso mercado por investidores estrangeiros. Sob o ponto de vista normativo, a acessibilidade dos

não residentes aos ativos negociados no mercado brasileiro, em especial, ações, foi viabilizada por dois instrumentos jurídicos: (1) Anexo IV e (2) os programas de *ADR*.

Já no final dos anos 1980, o Conselho Monetário Nacional criou mecanismos que pretendiam a abertura do nosso mercado para investimentos externos. Em 1987, a Resolução CMN n. 1.289/87 previu que investidores internacionais podiam adquirir ações de empresas brasileiras por intermédio de companhias ou fundos de investimentos constituídos no Brasil ou por fundos especializados em mercados emergentes, conforme as regras dos três Anexos da referida resolução. O Anexo I disciplinava Sociedade de Investimento – Capital estrangeiro; o Anexo II tratava de Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro; e Anexo III versava sobre Carteira de Investimento – Capital Estrangeiro. Apesar de este normativo permitir a entrada de recursos externos, ele estabelecia uma série de condições limitadoras. Três eram as que mais chamam atenção pela interferência na autonomia da decisão do investidor: exigência de capital mínimo, permanência mínima de 90 dias do investimento no país e regras sobre composição de carteira. Este esquema, por si só, não foi capaz de atrair capital externo³⁹.

Além da inexistência de instrumentos flexíveis para entrada e saída de recursos do país, a nossa situação econômica e a falta de credibilidade no bom funcionamento do mercado de valores mobiliários nacional não o tornavam atrativo ao investimento estrangeiro. A falta de credibilidade decorreu do escândalo que acarretou a séria crise da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em razão da especulação no mercado à vista conjuntamente com o mercado de opções, caso que ficou conhecido como Caso Nahas. Este caso demonstrou a fragilidade no sistema de custódia de ações das bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro. A situação

³⁹ No Relatório Anual da CVM de 1985, que apresenta a evolução do patrimônio líquido das Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro, de 1978 a 1985, consta o seguinte diagnóstico sobre este instrumento: “Criadas com o objetivo básico de atrair recursos externos para serem aplicados em Bolsas de Valores, as Sociedades de Investimento–Capital Estrangeiro não conseguiram cumprir, a contento, o papel a elas reservados, tendo em vista a pouca expressividade do volume de poupanças captadas por tal instrumento. Este fraco desempenho é, na maioria das vezes, creditado ao rigor da legislação específica e ao risco cambial” (p. 35).

econômica também não colaborava. No início de 1990, o Brasil vivia uma hiperinflação de mais de 80% ao mês, que foi seguida do Plano Collor, que determinou o confisco e o congelamento de preços e salários.

Apesar das dificuldades macroeconômicas, em 1991, havia a intenção de ativar o mercado de valores mobiliários com a flexibilização das regras de acesso do capital externo. Pretendia-se que o Brasil usufruísse da liquidez internacional e do interesse dos estrangeiros nos ativos nacionais, em especial, em razão do futuro plano de privatização de importantes empresas estatais⁴⁰.

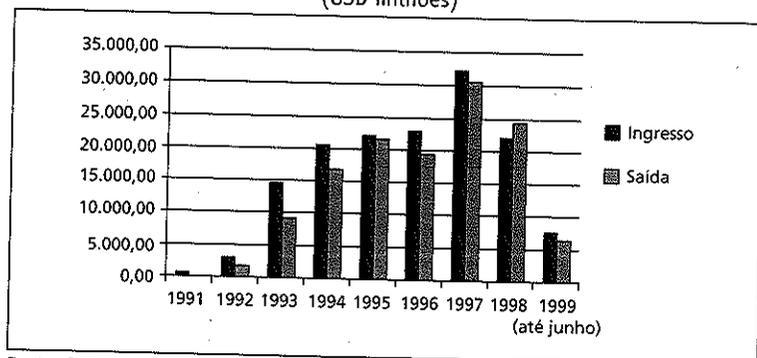
Em maio de 1991, foi criado o instrumento de maior relevância para a entrada de investimentos estrangeiros diretos no mercado de valores mobiliários. O caminho burocrático para o estabelecimento da nova regulação foi simples. Apenas acrescentaram-se mais dois anexos à Resolução n. 1.287/87. Foi incluído o conhecido Anexo IV, pela Resolução do CMN n. 1.832/91, e o Anexo V, pela Resolução do CMN n. 1.848/91.

Na sistemática do Anexo IV, investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, seguradoras, instituições financeiras, fundos de investimentos, corretoras etc.) podiam investir diretamente em valores mobiliários negociados no mercado brasileiro. Não era mais necessário utilizar obrigatoriamente fundos ou sociedades como veículo de investimento. Também não havia regras sobre capital mínimo, tempo de permanência ou formação de carteira. Existia apenas a exigência que a participação fosse minoritária no capital social de companhias abertas. Além disso, eram vedadas as negociações fora do pregão, o empréstimo e a dação em garantia dos ativos adquiridos via Anexo IV. Tais investimentos também estavam isentos de pagamento de imposto sobre os rendimentos da carteira e sobre ganhos de capital.

A resposta às novas regras de entrada e saída de capital externo era visível já a partir de 1992, como demonstram os dados sobre o fluxo de capital por meio do Anexo IV (Gráfico 1 e Tabela 2).

⁴⁰ Note-se que a Lei n. 8.031/90, que instituiu o Plano Nacional de Desestatização, estabelecia como objetivo fundamental do programa “contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa” (art. 1º, VI).

Gráfico 1 – Fluxo no mercado de capitais brasileiro (USD milhões)



Fonte: CVM.

Tabela 2 – Valor do fluxo de capitais via Anexo IV (USD milhões)

	Ingresso	Saída	Saldo anual	Saldo acum.
1991	482,40	96,10	386,30	386,30
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38	1.700,68
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63	7.178,31
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17	10.932,48
1995	22.026,62	21.498,34	528,28	11.460,76
1996	22.935,63	19.341,88	3.593,75	15.054,51
1997	32.191,92	30.576,78	1.615,14	16.669,65
1998	21.886,73	24.349,01	-2.462,28	14.207,37
1999 (até junho)	7.599,72	6.327,58	1.272,14	15.479,51

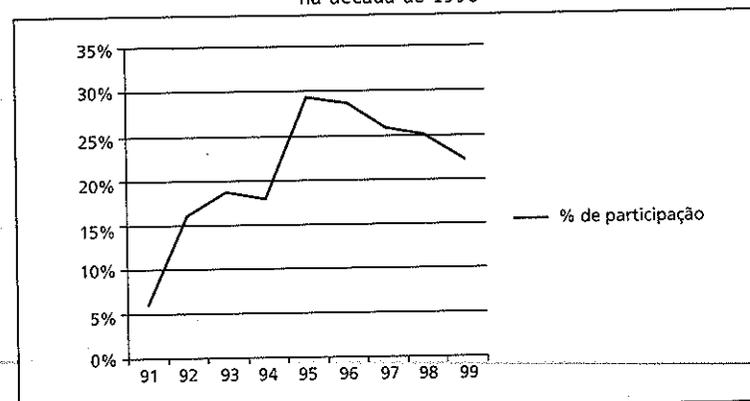
Fonte: CVM⁴¹.

O aumento da participação estrangeira, por consequência, mudou significativamente o perfil do investidor na Bolsa de Valores de São Paulo.

⁴¹ Dados retirados da reportagem publicada na **Revista CVM**, n. 29, ago. 1999, intitulada **CVM divulga dados do Anexo IV corrigido**, p. 87-98.

Quanto ao volume de negociação, em 1991, os investidores estrangeiros representavam pouco mais de 5% e passaram a somar quase 30% em 1995, tendo a sua participação reduzida a pouco mais de 20% no final da década de 1990 (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Participação de investidor estrangeiro na Bovespa na década de 1990



Fonte: BM&FBovespa.

Por outro lado, a flexibilização da entrada e da saída do capital estrangeiro aponta a vulnerabilidade do investimento externo à situação de outros países emergentes e a interdependência dos mercados internacionais, como fica demonstrado na análise dos dados sobre saldo dos recursos via Anexo IV (Gráfico 3). O retorno de USD 21.498,34 milhões em 1995 pode ser atribuído às consequências da crise no mercado financeiro no México. Em 1997, houve a crise nos países asiáticos e em 1998, na Rússia, indicando a razão para a retirada expressiva dos valores investidos no mercado brasileiro.

Em resumo, o objetivo do Anexo IV, isto é, entrada de capital no mercado acionário, foi rapidamente atingido na medida em que possibilitou o efetivo investimento estrangeiro por portfólio especificamente no mercado secundário de valores mobiliários. A norma jurídica, neste caso, funcionou para viabilizar a atração de determinado tipo de investimento. A flexibilização das regras, por si só, não seria capaz de trazer o capital externo. Ela foi acompanhada por fenômenos econômicos que incentivaram a vinda de estrangeiros, quais sejam, o processo de privatização, que

Scheinkman, Luis Leonardo Cantidiano, Lídia Goldenstein, Tereza Maria Fernandez Dias da Silva e Antonio Gledson de Carvalho. Intitulado “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro”, o trabalho se propôs a identificar as causas do não desenvolvimento do nosso mercado de valores mobiliários, a indicar as condições necessárias para o seu desenvolvimento e apontar as estratégias para alcançá-lo⁴⁴.

Em síntese, o estudo afirma que dois eram os grandes problemas do mercado brasileiro: (1) “oferta insuficiente de papéis de qualidade – de empresas boas e/ou com perspectiva de crescimento” e (2) “a falta de cultura de governança corporativa empresarial”⁴⁵. Aponta como conclusão “que o principal instrumento de promoção do mercado deverá ser a governança corporativa que, de um lado, é, entre outras coisas, quem dará a segurança necessária ao investidor e, de outro, valorizará as empresas que, assim, poderão ter um custo de captação menor”⁴⁶.

Neste estudo, sob o ponto de vista teórico, a identificação da necessidade de aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa e, por consequência, a melhora na proteção do investidor, foi fundamentada em trabalhos acadêmicos estrangeiros de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, elaborados no final dos anos 1990⁴⁷. A inspiração nestes estudos é expressa no texto e está evidente na bibliografia do trabalho, em especial no anexo com texto de Antonio Gledson de Carvalho intitulado “Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil a experiência dos anos 90”.

Ambos os estudos trazem as seguintes conclusões de La Porta, vistas como ponto de partida para estabelecer as soluções para o Brasil:

⁴⁴ Este estudo está disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 7 jun. 2010.

⁴⁵ MB Associados. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, 2000. p. 10.

⁴⁶ MB Associados. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, 2000. p. 10.

⁴⁷ Na bibliografia do estudo, faz-se referência aos seguintes trabalhos destes autores: (1) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, e A. Schleifer, 1998, *Corporate Ownership Around the World*. **Journal of Finance**, 54, 717-738; (2) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, e A. Schleifer, 1998, **Law and Finance**, **Journal of Political Economy**, 106, 1113-1115; (3) R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer e R. Vishny, 1997, *Legal Determinants of External Finance*. **Journal of Finance**, 52, p. 1131-1150.

“Uma série de trabalhos [La Porta *et al.* (1997) (1998) e (1999)] mostra que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs (normalizado pelo tamanho da população); 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior”⁴⁸. Após esta reprodução, concluem os autores contratados pela Bovespa: “Baseado nas evidências mencionadas, concluímos que o principal instrumento de promoção do mercado de capitais deverá ser a governança corporativa (...)”⁴⁹.

É importante contextualizar estes trabalhos para conhecer a origem da ideia por traz das normas da autorregulação da Bovespa. Estes autores estrangeiros, La Porta, Lopez-de-Silanes e Schleifer, inauguraram linha de pesquisa denominada *Law and Finance* que defende a seguinte fórmula: boas regras, que significa proteção do investidor + *enforcement* das regras = desenvolvimento do mercado de capitais⁵⁰. Além disto, a principal conclusão destes trabalhos é que a disciplina jurídica adequada advém da família (*legal origem*) a qual pertence o sistema jurídico de cada país, isto é, se afiliado ao *common law* ou ao *civil law*. Sugerem ainda que um único modelo poderia ser implementado em qualquer sistema jurídico com o fim de se atingir o desenvolvimento do mercado de capitais (*one size fits all*).

Academicamente, são três os principais pontos criticáveis na utilização desta linha de pensamento.

⁴⁸ Cf. MB Associados. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, 2000. p. 10

⁴⁹ Cf. MB Associados. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**, 2000. p. 10.

⁵⁰ Esta fórmula simples é colocada por Katharina Pistor e Curtis Milhaupt para resumir a ideia defendida por La Porta e outros: “In our more cynical moments, we caricature the canonical view that has taken hold in the economics literature and policy world with the following simple equation: good law + good enforcement = good economic outcomes”. MILHAUP, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & Capitalism**. What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world. Chicago: University of Chicago, 2008. p. 5.

O primeiro é a classificação rígida dos países segundo os sistemas da *common law*, com origem no sistema inglês, e da *civil law*, derivado do Direito Romano. O Brasil, por exemplo, no estudo *Law and Finance*, aparece como pertencente ao sistema de *civil law* com origem francesa. Esta classificação faz pouco sentido se pensarmos especificamente nas nossas regras jurídicas sobre sociedades por ações e a legislação do mercado de capitais, bem como a estrutura regulatória administrativa da CVM.

O segundo ponto objeto de crítica é o caráter estático do estudo e a não mutabilidade das variáveis (para considerar aspectos peculiares de cada país). Na metodologia de La Porta e outros, faz-se uma análise comparativa de algumas variáveis legais em 49 países, em determinado momento, sem qualquer observação evolutiva. Para verificar a existência ou não da proteção aos acionistas pelo mundo, os autores utilizaram as seguintes nove variáveis: (1) existência da regra uma ação – um voto (*one share-one vote*); (2) possibilidade de procuração por e-mail; (3) não bloqueio das ações antes das assembleias gerais; (4) votos cumulativos e representação proporcional; (5) opressão à minoria; (6) direito de preferência no caso de novas emissões; (7) previsão de determinado percentual do capital social para convocação de assembleia; (8) direito contra os administradores; e (9) previsão de dividendos obrigatórios.

A terceira crítica é a qualidade dos dados utilizados nos estudos de La Porta e outros, que foram considerados no estudo de Antonio Gledson de Carvalho para classificar a fraca governança corporativa e fraca proteção dos investidores no Brasil. Na simples leitura dos dados sobre o Brasil, constata-se que algumas informações estão incorretas. O Brasil aparece como: tendo a regra uma ação – um voto, quando se sabe que uma das características do nosso mercado é a força das ações preferenciais, em especial em razão da liquidez. Afirma-se também que não temos previsão de votos cumulativos para a eleição de membro do Conselho de Administração e não há regra de representação proporcional. Este dado ignora o disposto no art. 141 da Lei n. 6.404/76. Pelo estudo, a legislação brasileira não teria o instituto do direito de preferência em aumentos de capital, o que contraria a nossa lei acionária (art. 171 da Lei n. 6.404/76). Aparece como existindo dividendo obrigatório de 30% a ser distribuído para ações ordinárias, quando a nossa lei determina dividendo obrigatório de 25%, salvo previsão estatutária em contrário (art. 202, § 2º da Lei n. 6.404/76).

O estudo de MB Associados, no entanto, apropriou-se exclusivamente da conclusão do estudo que defende a necessidade de proteção dos investidores, mediante o aprimoramento do modelo de governança corporativa, para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Após identificado o ponto de aprimoramento da proteção do investidor e melhora nas práticas de governança corporativa, a solução apresentada pelo estudo foi também inspirada em ideias estrangeiras. Sugeriram o olhar para a experiência alemã de criação do *Neuer Market*. Esta inspiração deveu-se ao fato de ser um modelo de regulação privado e contratual, que não dependeria da iniciativa estatal e de reformas legislativas.

Além disto, a solução deveria envolver “diversas partes interessadas” (Bovespa, CVM, BNDES, BNDESPAR, Fundos de investimentos, acionistas minoritários e vários órgãos governamentais). Conforme contado por Maria Helena Santana, em texto sobre o histórico do Novo Mercado, a implementação das regras exigiu o trabalho conjunto e apoio de várias entidades públicas (CVM e Susepe) e privadas (fundos de pensão e BNDES)⁵¹.

Em síntese, após identificar a necessidade de maior proteção dos investidores, mediante a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas companhias abertas, o estudo sugere um relevante papel para a Bolsa, que deveria adotar rápida estratégia de atuação. Dentre as propostas, estava a seguinte: “propomos a criação de um mercado específico (ou uma seção dentro da Bovespa), regulado por contratos privados entre a Bovespa e as empresas listadas, o que dispensaria mudanças legislativas e, portanto, minimizaria a necessidade de atuação governamental”⁵².

⁵¹ Cf. SANTANA, Maria Helena. *O novo mercado*, 2008, p. 15. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2010. Além disto, após um ano de existência dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, Maria Helena Santana, na qualidade superintendente executiva de relações com empresas da Bovespa, aponta: “Às vésperas do primeiro aniversário da criação do Novo Mercado, fica claro que o processo de mudança cultural necessário para a sua implementação e consolidação leva tempo” (O novo mercado e a governança corporativa. *Revista da CVM*, n. 34, p. 6, jan. 2002).

⁵² Cf. MB Associados. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*, 2000, p. 12.

Com base nestes pontos e com a intenção de reduzir os riscos de investimento no mercado de ações brasileiro⁵³, em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou segmentos diferenciados de governança corporativa, denominados Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2.

A preocupação com a proteção dos investidores ou dos acionistas minoritários no Brasil já estava expressa na própria Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/76 e esteve presente em todas as reformas da disciplina jurídica acionária. Mas há diferenças entre a forma de analisar o tema da proteção dos investidores em 1976 e em 2000. O debate sobre boas práticas de governança corporativa teve por fim identificar quais regras deveriam fazer parte do regulamento dos mercados diferenciados da Bolsa. Estas regras tiveram forte inspiração em modelos internacionais.

Esta influência estrangeira se deu também com a participação direta de organismos internacionais. Na elaboração do conjunto de regras da Bovespa, representantes do *Internacional Finance Corporation (IFC)/World Bank* e da *OCDE* comentaram e criticaram a situação do mercado brasileiro⁵⁴.

Neste cenário, explica-se o transporte para o Brasil de conceitos conhecidos internacionalmente, que renovam as expressões do debate da proteção do investidor. Surgem conceitos como administrador independente, ainda que em companhias com controle extremamente concentrado; modelos de estrutura de conselhos de administração, especificando número de membros e características; a negação da possibilidade de emissão de ações sem direito a voto, com base na teoria da agência; adoção de padrões contábeis internacionais; exigência de transparência de informações, tais como aquisição de valores mobiliários pelos controladores, operações entre partes relacionadas etc.

⁵³ Cf. SANTANA, Maria Helena. **O novo mercado**, 2008, p. 3. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2010.

⁵⁴ Cf. SANTANA, Maria Helena. **O novo mercado**, 2008, p. 3. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2010. Também com esta informação, ver: RACHMAN, Nora. **Modelo de regulação em tema de governança corporativa**: o caso do novo mercado, p. 5. Disponível em: <http://www.iadb.org/Intal/aplicaciones/uploads/ponencias/Foro_AUSPINTAL_2009_05_01_Rachman.pdf>. Acesso em: 7 jul. 2010.

O conteúdo das regras foi discutido com os agentes privados interessados⁵⁵. Por fim, surgem as novas regras dos níveis diferenciados de governança corporativa com graus de exigência diferentes, denominados: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, exigindo-se o cumprimento de obrigações além das previstas na lei acionária brasileira e na regulamentação da CVM.

O Novo Mercado traz as regras contendo padrões mais elevados de governança corporativa. O principal diferencial deste segmento, ao menos dentro do mercado brasileiro, é a permissão apenas de negociação de ações ordinárias sendo, portanto, vedada a emissão de ações sem direito a voto ou com voto restrito. Além desta regra bastante inovadora para o padrão dos principais papéis do mercado brasileiro, há outros direitos garantidos aos investidores: direito a participar do prêmio em igualdade de condições com o controlador, quando da alienação do controle da companhia (*tag along* de 100%); para fechamento do capital ou deslistagem no Novo Mercado, é obrigatória a realização de oferta pública para aquisição de todas as ações em circulação pelo valor, no mínimo, correspondente ao valor econômico da companhia. Quanto à estrutura da administração, o Conselho de Administração será composto por, pelo menos, 5 membros com mandato unificado de até 2 anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% dos conselheiros

⁵⁵ Sobre este ponto, ver RACHMAN, Nora. **Modelo de regulação em tema de governança corporativa**: o caso do novo mercado, p. 3. Disponível em: <http://www.iadb.org/Intal/aplicaciones/uploads/ponencias/Foro_AUSPINTAL_2009_05_01_Rachman.pdf>. Acesso em: 7 jul. 2010. Conforme conta a autora, para a elaboração das regras a bolsa tomou de maneira coordenada e cumulativa, as seguintes medidas: "1) Em conjunto com diversos agentes de mercado, foi feita uma grande mobilização para modificar a lei de sociedades anônimas, de forma a resgatar e incrementar os direitos societários dos investidores (*tag along*, possibilidade de participação no Conselho de Administração). 2) Ocorreram apresentações e discussões entre grupos de empresas, empresários, acadêmicos e ativistas em matéria de governança corporativa, até aquele momento com grande reconhecimento no circuito internacional. 3) Foram desenvolvidos estudos com o fim de entender a melhor forma de se alterar as regras em vigor, não apenas as regras constantes em lei, mas com atingimento de todo o espectro regulatório envolvendo as companhias brasileiras". Além disto, indica que teve apoio de personagens do mercado local, incluindo, a SPC (entidade supervisora e reguladora de fundos de pensão), investidores, ativistas em matéria de governança, instituições e associações interessadas (*Op. cit.*, p. 5).

devem ser independentes. Além disto, as regras de transparência são mais rigorosas. As demonstrações financeiras anuais devem seguir padrões internacionais (IRFS ou US GAAP) e exigem-se demonstrações financeiras trimestrais, as consolidadas e as de fluxo de caixa, revisadas por auditores. Há a obrigação de divulgação das condições das operações entre partes relacionadas, entre outras regras como obrigação de manutenção de pelo menos 25% do capital social em circulação no mercado e adesão à Câmara de Arbitragem da Bovespa para a resolução de conflitos societários.

Para as companhias listadas no Nível 2, as regras são similares às normas do Novo Mercado, mas é permitida a negociação de ações preferenciais, isto é, ações sem voto ou com voto restrito. Aos titulares destas ações preferenciais, todavia, conferem-se direitos de votos em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral. Os preferencialistas também têm direito a participar no prêmio de controle, no caso da alienação do poder de controle, na proporção de 80% do valor pago ao controlador.

224

No segmento denominado Nível 1, há regras sobre a melhora na qualidade das informações prestadas ao mercado e obrigatoriedade de dispersão de, ao menos, 25% do capital social da companhia no mercado.

Em 2002, a Bovespa determinou que as novas companhias interessadas em realizar oferta pública de ações, debêntures conversíveis por ações ou bônus de subscrição deveriam aderir, no mínimo, ao Nível 1.

Estas normas foram modificadas em setembro de 2010. Após um processo de revisão que se iniciou no final de 2008, com audiências restritas com as empresas listadas nos segmentos diferenciados, houve aprovação das seguintes alterações para o Novo Mercado e Nível 2: (a) vedação de disposições estatutárias que limitem o número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% do capital social; (b) vedação de estabelecimento de quorum qualificado no estatuto social para deliberação em assembleia geral; (c) vedação de cláusula estatutária que impeça o exercício de voto favorável ou imponha ônus aos acionistas (cláusulas pêtreas); (d) obrigação do Conselho de Administração de elaborar e dar publicidade de parecer fundamentado sobre qualquer oferta pública que

tenha por objeto as ações de emissão da companhia. Além destas mudanças, para o Novo Mercado passou a ser vedado o estabelecimento da obrigação de realizar oferta pública de ações no caso de se atingir determinada participação acionária (“*poison pill*”). Há regras que passaram a valer para três níveis diferenciados de listagem, que são as seguintes: (a) vedação à acumulação de cargos de presidente do Conselho de Administração e diretor presidente ou principal executivo, (b) obrigatoriedade de elaboração de Código de Conduta, e (c) obrigatoriedade de divulgação de política de negociação dos valores mobiliários da companhia.

Não foram aprovadas regras que determinavam o aumento do número de conselheiros independentes; obrigava a existência de Comitê de Auditoria e a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por atingimento de participação relevante, fixada em 30% do capital social.

A utilização dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa foi gradual. Nos primeiros anos houve mais migração de empresas do segmento tradicional para o Nível 1. A primeira adesão ao Novo Mercado veio em 2002. O crescimento de ofertas públicas ocorreu a partir de 2004, ganhando força em 2006, tendo o seu ápice em 2007. Em 2006, das vinte e seis ofertas públicas que ocorreram, vinte foram para o Novo Mercado, quatro no Nível 2 e duas foram lançamentos de *BDRs*. Neste ano, as noventa e quatro empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa representaram 58% da capitalização do mercado na Bovespa. Em 2007, os números mostram uma forte utilização da Bolsa pelos poupadores, facilitando a capitalização das empresas brasileiras. Foram 64 ofertas públicas, sendo 43 no Novo Mercado. Pode-se afirmar que, a partir de 2004, as distribuições públicas de ações ocorreram quase que exclusivamente nos níveis diferenciados.

Considerando o quadro de janeiro de 2010, consta-se que relevante parte do mercado acionário está localizada nas companhias que negociam seus papéis nos segmentos diferenciados da Bovespa. Atualmente, são 106 empresas listadas no Novo Mercado. Considerando que este número se formou entre 2004 e 2010, é representativo em comparação com as 273 empresas listadas no mercado tradicional, já existente no mercado brasileiro (Tabela 3).

225

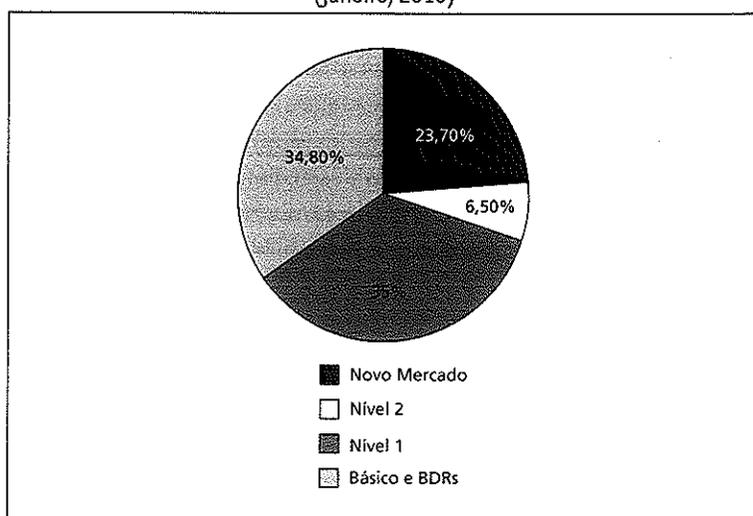
Tabela 3 – Número de companhias por segmento da Bovespa

Mercado	Janeiro/2010	Part. (%)
Novo Mercado	106	24,50%
Nível 2	19	4,40%
Nível 1	35	8,10%
Básico e BDRs	273	63%
Total	433	100%

Fonte: BM&FBovespa.

Se considerarmos o valor das empresas listadas nos segmentos diferenciados, também constatamos uma utilização relevante destes segmentos, em especial o Nível 1, que traz apenas regras específicas sobre maior transparência e melhora na qualidade da informação. Em janeiro de 2010, este segmento representou 35% da capitalização do mercado, superando em pouco os 34,80% do mercado tradicional.

Gráfico 4 – Capitalização de mercado de acordo com os segmentos de Governança Corporativa da Bovespa (janeiro/2010)



Fonte: BM&FBovespa.

Tabela 4 – Capitalização de mercado de acordo com os segmentos de Governança Corporativa da Bovespa (janeiro/2010)
R\$ milhões

Segmento	Capitalização de mercado (janeiro/2010)	%
Novo Mercado	544.645	23,70%
Nível 2	150.063	6,50%
Nível 1	804.878	35%
Básico e BDRs	800.490	34,80%

Fonte: BM&FBovespa.

Os dados demonstram que Novo Mercado e Nível 1, conjuntamente, somam 70% do volume negociado diariamente, em janeiro de 2010 (Tabela 5).

Tabela 5 – Volume financeiro do mercado à vista (janeiro/2010)
R\$ milhões

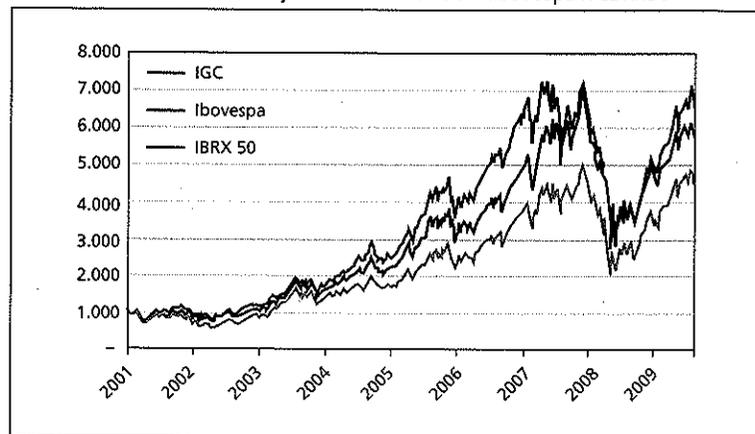
Mercado	Janeiro/2010	Part. (%)
Novo Mercado	2.977	33,90%
Nível 2	295	5,10%
Nível 1	2.120	36,40%
Básico e BDRs	1.433	24,60%
Total	5.825	100%

Fonte: BM&FBovespa.

Além disto, o índice criado para medir o desempenho das companhias com melhores práticas de governança corporativa, conforme as regras da Bovespa, também supera o tradicional Ibovespa (Gráfico 5).

A análise destes dados indica que a iniciativa de autorregulação da BM&FBovespa teve papel determinante para a configuração atual do mercado de ações, em especial, no aperfeiçoamento das regras que foram seguidas pelas novas empresas que buscaram o mercado de ações para sua capitalização e pelos investidores no mercado acionário.

Gráfico 5 – Evolução dos índices IGC x Ibovespa x IBRX50



Fonte: BM&FBovespa.

Além da regulação privada da BM&FBovespa, houve também mudança no padrão na regulamentação estatal. O ano inicial foi 2001, quando ocorreu a reforma da Lei das S.A. e da Lei de Mercado de Capitais com a edição da Lei n. 10.303/2001. Na reforma societária, foi reduzido o percentual máximo para a emissão de ações preferenciais para 50% do capital social, previu-se novo leque de vantagens para as preferenciais, modificaram-se as regras de acordo de acionistas; restabeleceu-se o direito ao *tag along* aos titulares de ações ordinárias, por 80% do preço pago pelas ações do bloco de controle; previu-se a obrigação de fazer oferta pública para fechamento de capital; houve modificação das regras de participação dos minoritários no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal.

Na Reforma de Lei de Mercado de Capitais, houve a ampliação do conceito de valor mobiliário, incluindo-se os títulos ou contratos coletivos de investimento (com forte inspiração na jurisprudência norte-americana); a criminalização da prática de *insider trading*, de manipulação de mercado e exercício irregular de atividade no mercado de valores mobiliários. Em 2002, a Lei n. 10.411 altera a Lei n. 6.385/76 dando mais autonomia administrativa para a CVM como instituição reguladora e fiscalizadora do mercado de valores mobiliários.

Ainda no âmbito da legislação federal, em 2007, fez-se a reforma na disciplina das demonstrações financeiras das companhias abertas e sociedades

de grande porte⁵⁶. Por esta legislação, ocorreu a entrada no Brasil de padrões internacionais de apresentação dos números das companhias.

Na esfera administrativa, a CVM elaborou instruções normativas relevantes, sendo em muitas com forte inspiração em padrões regulatórios internacionais. Entre outros temas, reelaborou a apresentação de informações a serem divulgadas pelas companhias emissoras, aproximando a padrões internacionais (Instrução 480/2009); simplificou a emissão de valores mobiliários com esforços restritos (Instrução 471/2008); adotou o padrão contábil internacional emitido pelo IASB – *Internacional Accounting Standards Board* (Instrução 457/2007); disciplinou o pedido de procuração para o exercício de voto em assembleia de acionistas (Instrução 481/2009), tendo em vista que companhias de controle disperso são uma realidade brasileira, ainda que em poucas companhias; disciplinou os vários tipos de oferta pública (Instrução 361/2002), tratou da organização das bolsas, possibilitando transformação destas em empresas e revisitando as questões da competência regulatória da bolsa e sua relação com a CVM (Instruções 461/2007 e 468/2008).

Outro fato marcante é a mudança na estrutura das Bolsas. Em 2007, houve a transformação da Bovespa em sociedade anônima, deixando de ser uma associação dos seus corretores, processo denominado na língua inglesa de *desmutualization*. Este processo de transformação da Bolsa em empresa configura-se como padrão internacional e justifica-se na competição entre mercado que exige, por sua vez, maior aporte de recursos para investimento em tecnologia. Houve ainda a abertura do seu capital dentro do seu próprio mercado. O mesmo processo ocorreu na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&F. Em 2008, houve a fusão destas duas bolsas, surgindo a BM&FBovespa.

Um dos desafios que surge desta nova configuração regulatória está relacionado com a internacionalização das regras do mercado e dos interesses que estão por traz deste fenômeno. Além disto, com o crescimento da regulação privada, seja na criação de normas seja na fiscalização e punição, merece atenção a relação entre regulados (Bolsa, Anbima, CETIP etc.), regulador (CVM) e o mercado. O ponto desta reflexão se dá, especialmente, no tema da *accountability* das entidades autorreguladoras.

Assim, constatam-se atividades regulatórias, sejam estatais sejam não estatais, bastante intensas a partir do ano 2000. A principal característica da

⁵⁶ Lei n. 11.638/2007.

atividade regulatória deste período, se comparada com os anteriores, é a forte influência de modelos regulatórios estrangeiros e o crescente papel da regulamentação privada para o estabelecimento de regras que se alinhavam declaradamente com as expectativas dos investidores, em especial, os internacionais.

Saindo da regulamentação e voltando para os dados sobre mercado de ações nacional, os números sobre os mercados primário e secundário da BM&FBovespa demonstram considerável crescimento do mercado de ações no Brasil desde 2004, como já demonstrado. A captação de recursos pelas empresas brasileiras via emissão de ações fica evidenciada nos números sobre o volume de ofertas públicas de ações registrado na CVM e colocado para negociação na BM&FBovespa. Em 2004, o volume da captação foi de R\$ 8,8 bilhões. O ápice ocorreu em 2007, ano em que as ofertas públicas somaram R\$ 70,1 bilhões. Em 2008, apesar da crise financeira mundial, o valor chegou a R\$ 34,3 bilhões; e, em 2009, elas totalizaram R\$ 46 bilhões. Pelo critério de captação por meio de ações, a BM&FBovespa figura como a maior bolsa da América Latina, a 3ª entre os mercados emergentes e a 5ª no mercado mundial. No mercado secundário, o volume de negociação diária em 2005 somou R\$ 1,6 bilhão e em 2009 fechou em R\$ 5,3 bilhões, sendo que em 2008, atingiu R\$ 5,5 bilhões. Atualmente, quanto à média diária de negociação, a BM&FBovespa aparece como a 17ª maior bolsa no mercado mundial, a 5ª entre os países emergentes e a maior da América Latina⁵⁷.

Neste crescimento do mercado acionário, os investidores estrangeiros tiveram participação crucial, em especial, nas ofertas públicas. Em 2009, eles representaram 66,7% dos investidores participantes; em 2008, 65,6%; em 2007, 72,3%; em 2006, 72,8%; em 2005, 61,7%, e em 2004, 69,7%⁵⁸. No

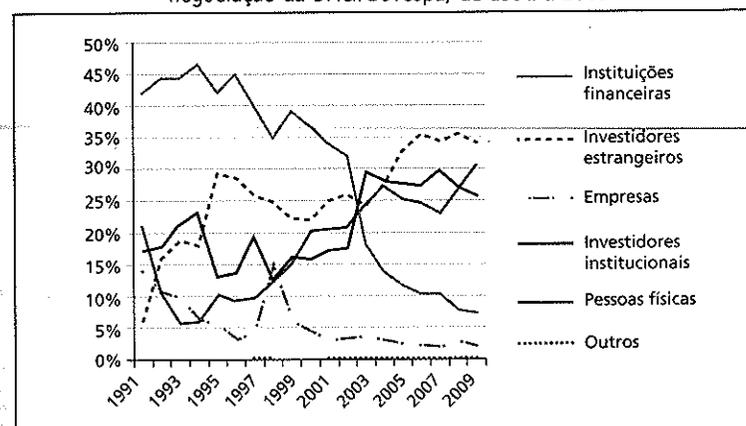
⁵⁷ Dados sobre os valores anuais das ofertas públicas e sobre a evolução do volume financeiro diário foram retirados do **Relatório Anual 2009** da BM&FBovespa, p. 43 e 38, respectivamente. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_anuais/relatorio-anual-2010.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2010. Dados sobre posição internacional da BM&FBovespa foram retirados **Boletim Empresas**, Edição 14, ano 2º. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim_empresas.asp>. Acesso em: 17 jun. 2010.

⁵⁸ Dados de 2009 constantes na Estatística de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/shared/lframeHotSiteBarraCanal.aspx?altura=900&idioma=pt-br&url=www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>>. Acesso em: 17 jun. 2010. Dos demais anos, informações retiradas do documento "A guide to the Brazilian economy", elaborado pelo Credit Suisse, datado de 11 de setembro de 2009.

volume negociado, a participação dos investidores internacionais gira em torno de 35% desde 2005⁵⁹. Neste mesmo período, os investidores institucionais nacionais, por sua vez, representam entre aproximadamente 26% a 30% do volume negociado⁶⁰. Isto significa que, no nosso mercado secundário, investidores estrangeiros e institucionais nacionais somam mais de 60% do volume de negociação diário.

Constata-se que a forte participação dos investidores institucionais e investidores estrangeiros na BM&FBovespa é fato que começa no início dos anos 1990 e consolida-se até os dias atuais. Isto fica demonstrado no gráfico abaixo com informações sobre a evolução do quadro de tipo de investidor na Bovespa nos últimos 20 anos.

Gráfico 6 – Modificação do perfil de investidor no volume total de negociação da BM&FBovespa, de 1991 a 2009



Fonte: BM&FBovespa.

⁵⁹ A participação dos investidores estrangeiros, por ano, é a seguinte: 2005, 32,8%; 2006, 35,5%; 2007, 34,5%; 2008, 35,3%; e 2009, 34,2%. Números retirados do **Relatório Anual 2009** da BM&FBovespa, p. 41. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_anuais/relatorio-anual-2010.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2010.

⁶⁰ A participação dos investidores institucionais, por ano, é a seguinte: 2005, 37,5%; 2006, 27,2%; 2007, 29,8%; 2008, 27,1%; e 2009, 25,7%. Números retirados do **Relatório Anual 2009** da BM&FBovespa, p. 41. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_anuais/relatorio-anual-2010.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2010.

A passagem do investidor individual para os mecanismos coletivos de investimento é ponto interessante para refletir sobre as recentes mudanças no mercado de ações brasileiro e o seu crescimento. Se de um lado temos a forte participação de investidores estrangeiros, de outro temos a atividade regulatória com esforços para atraí-los com a adoção de padrões normativos internacionais. Além disto, pode-se também cogitar que a participação do Estado como investidor institucional ecoa na regulamentação estatal. Esta relação circular entre regulamentação e investidor institucional nunca foi uma característica na história brasileira, que pode justificar confluência entre regras e atração de investidores.

1.6 Considerações finais

O recontar da história da disciplina jurídica do mercado de ações brasileiro e seus efeitos demonstra que tivemos sucessivas tentativas regulatórias para desenvolver este mercado e transformá-lo em fonte importante para o financiamento de longo prazo das empresas brasileiras. As iniciativas de normatização não surgiram para responder a graves crises, como ocorreu em outros países. Como sempre se deu grande responsabilidade à legislação pela criação, atrofiação ou crescimento do mercado acionário, o objetivo das estratégias regulatórias descritas tiveram claramente a intenção de desenvolvimento do mercado no Brasil. Não se percebe, todavia, uma correlação necessária entre direito e desenvolvimento do mercado de ações. O que fica evidente é a existência de relação dinâmica entre normatividade, políticas econômicas e limites impostos pelo próprio estágio de desenvolvimento do mercado e da configuração de seus agentes.

Ao final deste estudo, é possível fazer duas constatações. A primeira é que detalhes da história da regulamentação do mercado de ações brasileiro e dos seus efeitos são importantes para compreender a evolução das características deste mercado. Conhecer a nossa história parece ser essencial, principalmente em tempos de forte inspiração das novas regras brasileiras em padrões normativos internacionais. É preciso levar em conta a necessária convivência coerente de normas novas com regras antigas e instituições já existentes, bem como as tensões entre os interesses envolvidos. A segunda constatação é contraditória com a primeira. A pesquisa demonstra o pouco interesse da comunidade jurídica de organizar e conhecer melhor esta história.

REFERÊNCIAS

BARROS, José Roberto Mendonça de *et al.* **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/mercado_capitais_desafios.pdf>. Acesso em: 7 jun. 2010.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS – BM&FBovespa. Fundos fiscais, objetivos foram alcançados? **Revista Bovespa**, p. 9-11, fev./mar. 1974.

_____. **Boletim Empresas de fevereiro de 2010**, edição n. 14, ano 2. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim-empresas.asp>>. Acessos em: 17 jun. e 2 jul. 2010.

_____. **Relatório anual de 2009**. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/informacoes_financeiras/relatorios_anuais/relatorio-anual-2010.pdf>. Acesso em: 17 jun. 2010.

_____. **Resenha de dezembro/2009** – Mercados Bovespa. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>, no campo estatísticas. Acesso em: 2 jul. 2010.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. **Relatório do Banco Central do Brasil de 1967**, p. 131.

_____. **Relatório do Banco Central do Brasil de 1968**, p. 66.

_____. **Relatório do Banco Central do Brasil de 1970**, p. 82-86.

_____. **Relatório do Banco Central do Brasil de 1972**, p. 103 e 113.

_____. **Relatório do Banco Central do Brasil de 1981**, p. 64.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. CVM divulga dados do Anexo IV corrigido. **Revista CVM** n. 29, p. 87-98, ago. 1999.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Anual da CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 2 jul. 2010.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Anual da CVM de 1985**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 2 jul. 2010.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Anual da CVM de 2008**, p. 14. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relatório_Anual_CVM2008.pdf>. Acesso em: 7 jun. 2010.

BRASIL. Presidência da República. **Decreto-lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Decreto-Lei/1965-1988/Del0157.htm>>. Acesso em: 16 set. 2010.

_____. **Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 16 set. 2010.

_____. Senado Federal. **Resolução n. 60, de 24 de agosto de 1967**. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br/>>.

COMUNICADO GEMEC n. 2, de 5 de abril de 1967.

FUNDOS 157. Histórico e avaliação. **Conjuntura econômica**, v. 25, n. 4, p. 111, 1971.

GAZETA MERCANTIL. Disponível em: <<http://www.investnews.net/>>. Acesso em: 8 jan. 2009.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance** 54, p. 717-738, 1998.

_____. **Law and Finance, Journal of Political Economy** 106, p. 1113-1115, 1998.

_____, VISHNY, R. Legal determinantes of external finance. **Journal of Finance**, 52, p. 1131-1150, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.:** pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

MILHAUPIK, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & capitalism**. What corporate crises reveal about legal systems and economic development around the World. University of Chicago, Chicago, 2008.

POSER, Norman; ROTH, Allan. **Pesquisa preliminar sobre o mercado de capitais brasileiro**. Relatório solicitado pelo Banco Central do Brasil: de 27 de setembro a 13 de outubro de 1965.

RACHMAN, Nora. **Modelo de regulação em tema de governança corporativa:** o caso do novo mercado. Disponível em: <http://www.iadb.org/Intal/aplicaciones/uploads/ponencias/Foro_AUSPINTAL_2009_05_01_Rachman.pdf>. Acesso em: 7 jul. 2010.

SANTANA, Maria Helena. **O novo mercado**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Focus5.pdf>>. Acesso em: 7 jun. 2010.

SIMONSEN, Mário Henrique (Coord.). **O mercado brasileiro de capitais**. 2. ed. Documentos EPEA (Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada), n. 2, 1965.

_____. O sistema brasileiro de incentivos fiscais. **Ensaios econômicos da EPGE**. Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, n. 12, 1974.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvea; SÁ, Paulo Fernandes de. **O mercado de capitais e os incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: TN-APEC, 1971.