

Editora Quartier Latin do Brasil
Rua Santo Amaro, 316 - Centro - São Paulo

Coordenação Editorial: Vinicius Vieira
Diagramação: Victor Guimarães Sylvio
Revisão gramatical: Ronaldo Santos Soares
Capa: Guto Miranda

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários
à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo:
Quartier Latin, 2015.

ISBN 85-7674-760-X

1. Mercado de Capitais. 2. Valores Mobiliários. I. Título

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil: Mercado de Capitais
2. Brasil: Valores Mobiliários

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| Sobre os Autores..... | 9 |
| Agradecimentos..... | 13 |
| Apresentação por José Alexandre Tavares Guerreiro | 15 |
| Introdução por Otavio Yazbek..... | 17 |

Comentários à Lei do Mercado de Capitais Lei nº 6.385/76

| | |
|--|-----|
| Artigo 1º | 25 |
| Aline de Menezes Santos | |
| Artigo 2º | 47 |
| Gabriela Codorniz, Laura Patella & Marina Copola | |
| Artigo 3º | 103 |
| Sheila Christina Neder Cerezetti | |
| Artigo 4º | 115 |
| Sheila Christina Neder Cerezetti | |
| Artigo 5º | 133 |
| Helio Rubens Mendes | |
| Artigo 6º | 143 |
| Helio Rubens Mendes | |

possivelmente, levou o legislador a optar pela exclusão dos títulos do âmbito de supervisão da CVM, típica reguladora de conduta¹⁵⁰. O Colegiado da CVM, contudo, foi adiante ao se pronunciar a respeito do fundamento de tal dispositivo, no sentido de “apenas evitar que os mecanismos habituais de captação de poupança popular por parte das instituições financeiras, inerentes às suas atividades de dia-a-dia, se sujeitem às formalidades previstas na Lei [Lei nº 6.385/76] (por exemplo, a necessidade de registro das ofertas), o que certamente terminaria por inviabilizar tais atividades”¹⁵¹.

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

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

Há, contudo, algumas medidas que atualmente aproximam as esferas de supervisão dos reguladores dos mercados de capitais, financeiro, de seguros e previdenciário no Brasil¹⁵³, como o a celebração de convênios entre a CVM e o Banco Central¹⁵⁴, a criação do Comitê

de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC¹⁵⁵, e a adoção, pela CVM, do Sistema de Supervisão Baseado em Risco¹⁵⁶.

EMISSORES

O § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76 foi incluído pela Lei nº 10.303/01. As motivações apresentadas durante o processo legislativo de 2001 esclarecem que tal reforma, dentre outros objetivos, pretendeu conferir mais poderes e prerrogativas à CVM¹⁵⁷ por conta da ampliação do rol de valores mobiliários estabelecido no *caput*¹⁵⁸. Desde que criou a Autarquia, a Lei nº 6.385/76 não havia passado por reformas expressivas, ao passo que, na prática, o desenvolvimento do mercado de capitais demanda uma atuação sempre mais intensa e abrangente da CVM, justificando a intervenção legislativa então realizada¹⁵⁹.

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

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

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

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

153 TRINDADE, Marcelo. SANTOS, Aline de Menezes. “Regulação e Auto-Regulação no Brasil e a Crise Internacional”. p. 46 (Acesso em 15 de maio de 2010. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/download/Artigo_MarceloTrindade.pdf>).

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

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

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

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

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

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

a proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do mercado de capitais contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e controladores de companhias abertas.

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

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

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

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

A competência da CVM alcança, pois, não só as companhias abertas¹⁶³, como todos os demais emissores dos valores mobiliários listados sob o *caput* deste art. 2º¹⁶⁴. Esses outros emissores podem ser companhias fechadas, nos termos da Lei nº 6.404/76, assim como podem ser sociedades constituídas adotando outros tipos societários, como as sociedades limitadas¹⁶⁵. Da mesma forma, tendo em vista que, como visto, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos são valores mobiliários, também tais fundos e clubes são emissores de valores mobiliários, para os fins e efeitos desta Lei (como referido, os fundos e clubes de investimento são uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio)¹⁶⁶.

No Relatório de Análise SDM Audiência Pública nº 05/2008¹⁶⁷, foi aventada a possibilidade de a CVM vir a ser questionada quanto ao seu poder de polícia sobre os emissores de valores mobiliários, e seus respectivos administradores, na hipótese de estarem organizados sob a forma de tipo societário diverso da sociedade anônima. Em resposta, a Autarquia, por sua Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, invocou o § 2º do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e a jurisprudência do seu órgão colegiado para esclarecer que “a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência desta autarquia

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

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

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

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

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

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

No mesmo sentido, no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/13207¹⁶⁸, instaurado para apreciação de oferta pública irregular de valores mobiliários (Cédulas de Produto Rural – CPR), a defesa de alguns dos acusados alegou que a CVM não possuiria competência para julgá-los e puni-los, pois não eram administradores de companhia aberta (mas, sim, de sociedade limitada), não eram intermediários e não negociaram valores mobiliários. Sobre essa alegação, o Relator posicionou-se no sentido de ser dada interpretação “literal” à expressão “demais participantes do mercado”, constante do referido dispositivo, de forma a “alcançar todos aqueles que, direta ou indiretamente, participem do mercado de valores mobiliários”. Em suas conclusões, o ex-Diretor Marcos Pinto, relator do Processo, referiu-se ao parágrafo 2 do art. 2º da Lei nº 6.385/76, ora em exame, o qual, desde que inserido pela reforma de 2001, teria servido para consolidar o entendimento sintetizado acima.

Ainda sobre a norma em análise, os conceitos legais de controladores e administradores estão na Lei nº 6.404/76, respectivamente nos arts. 116 e 138¹⁶⁹. Enquanto a identificação dos administradores de determinada companhia sujeita ao regime da Lei nº 6.385/76 é tarefa relativamente simples, em virtude das previsões legais da Lei nº 6.404/76 e das formalidades necessárias à investidura nos cargos de administração, renúncia e destituição; o mesmo não se pode dizer sobre os controladores. A dinamicidade das formas de organização dos poderes entre os acionistas, das quais decorrem as recentes formações de controle minoritário ou controle conjunto nas companhias nacionais¹⁷⁰, tem dificultado a identificação dos titulares desses po-

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

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

É este o caso, por exemplo, do art. 1º, inciso VII da Lei nº 6.385/76, que refere-se à atividade de auditoria de companhias abertas. Interpretando a regra à luz do art. 2º, é possível estender tal disposição aos demais emissores de valores mobiliários. Da mesma forma, as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes, registrados na CVM, podem auditar não só as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários, como também dos demais emissores de valores mobiliários. Neste sentido, a Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, dispõe sobre a atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, sem referir-se especificamente às companhias abertas¹⁷¹.

COMPETÊNCIA REGULATÓRIA

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

¹⁶⁸ Decidido em 2 de setembro de 2008.

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

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

¹⁷¹ Sobre este ponto, identificou-se aparente equívoco, *concessa venia*, no voto do relator do acórdão do Tribunal Regional Federal da 2ª Região que apreciou a Apelação em Mandado de Segurança nº 2000.51.01.033877-7, quando afirma que “[...] a Lei nº 6.385/76 é clara ao estabelecer que serão disciplinadas e fiscalizadas as atividades de auditoria das companhias abertas, não fazendo qualquer menção às sociedades anônimas de capital fechado”. Disponível em: <<http://www.trf2.gov.br/cgi-bin/pdbi?PRO=20005101033877&TOPERA=1>>.