

GABRIELA CODORNIZ

LAURA PATELLA

*Coordenação*

# COMENTÁRIOS À LEI DO MERCADO DE CAPITAIS

LEI Nº 6.385/76

**Editora Quartier Latin do Brasil**

Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001

Rua Santo Amaro, 316 – CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

Site: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, outono de 2015  
[quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)  
[www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

## ARTIGOS 15, 16, 17 E 18

THIAGO SADDI TANNOUS

*Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:*

*I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:*

*a) como agentes da companhia emissora;*

*b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;*

*II – as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;*

*III – as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;*

*IV – as bolsas de valores.*

*V – entidades de mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997)*

*VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)*

*I – os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;*

*II – a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços.*

*§ 2º – Em relação às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do Banco Central do Brasil, as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários serão limitadas às atividades*

*submetidas ao regime da presente Lei, e serão exercidas sem prejuízo das atribuições daquele.*

§ 3º – *Compete ao Conselho Monetário Nacional regulamentar o disposto no parágrafo anterior, assegurando a coordenação de serviços entre o Banco Central do Brasil e a comissão de Valores Mobiliários.*

*Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:*

*I – distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);*

*II – compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II);*

*III – mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*IV – compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa.*

*Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

§ 1º *Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)*

*Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*I – editar normas gerais sobre: (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos; (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento; (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa;*

*f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso; (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*g) condições de realização das operações a termo;*

*h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)*

*II – definir:*

*a) as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações;*

b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;

c) normas aplicáveis ao registro de operações a ser mantido pelas entidades do sistema de distribuição (Art. 15)

## 1. INTRODUÇÃO

O Capítulo III da Lei nº 6.385/76 disciplina o chamado sistema de distribuição de valores mobiliários. Com o propósito de manter a clareza e a sistematicidade da exposição, este trabalho apresentará os principais conceitos necessários à compreensão do tema, sem necessariamente seguir a ordem dos dispositivos legais.

Na literatura especializada, tornou-se lugar comum mencionar os profundos impactos que as transformações tecnológicas tiveram sobre o mercado de capitais ao longo das últimas décadas<sup>774</sup>.

Quando se examina o sistema de distribuição, não se pode esquivar dessa máxima. Pelo contrário: é preciso tê-la em vista para que se compreenda por que o sentido e o alcance dos atuais artigos 15, 16, 17 e 18 da Lei nº 6.385/76 são tão distintos do que eram há quase quarenta anos.

Em outras palavras, não foram apenas as leis supervenientes que modificaram os dispositivos do Capítulo III<sup>775</sup>. Especialmente em razão da virtualização dos ambientes de negociação – resultantes do advento dos chamados sistemas eletrônicos de negociação<sup>776</sup> – definições e distinções conceituais outrora evidentes tornaram-se questionáveis.

Nesse contexto, constata-se uma crescente concentração de funções, em relação tanto aos participantes do sistema de distribuição quanto aos mercados em que ocorrem as operações. Por exemplo, instituições que antes se limitavam a distribuir valores mobiliários

– normalmente distantes dos ambientes físicos de negociação predominantes no passado – podem, nos dias de hoje, executar diretamente as ordens de seus clientes no mercado de bolsa<sup>777</sup>.

Do mesmo modo, os grandes conglomerados bancários intensificaram a concentração de parte significativa das atividades desenvolvidas no âmbito do sistema de distribuição de valores mobiliários. Não é raro que um mesmo conglomerado atue como corretor, distribuidor, coordenador de ofertas, e assim por diante.

Também as distinções entre mercado de bolsa e mercado de balcão deixaram de ter a obviedade que talvez lhes tenha sido atribuída no passado<sup>778</sup>. Não apenas no Brasil, mas em diversas partes do mundo<sup>779</sup>.

Outro aspecto relevante a ser considerado na análise dos dispositivos legais relativos ao sistema de distribuição é a profunda transformação pelas quais passaram as bolsas de valores ao redor do mundo – e também a BM&FBovespa. Trata-se dos chamados processos de desmutualização, que, no Brasil, ganharam contornos concretos há menos de uma década<sup>780</sup>.

Originalmente concebidas como associações, organizadas para possibilitar a atuação das sociedades corretoras, as entidades administradoras de mercados de bolsa transformaram-se em sociedades empresárias, não raramente com ações de sua emissão listadas nos mercados por elas administrados.

As transformações das bolsas de valores suscitaram novas questões no âmbito das chamadas estruturas de autorregulação, demandando adaptações nos arranjos tradicionalmente adotados<sup>781</sup>. Em paralelo, multiplicaram-se e ganharam projeção as iniciativas de autorregulação voluntária, visando à modernização do mercado de capitais brasileiro.

774 Alguns exemplos dos impactos advindos dessas transformações sobre bolsas de valores de diferentes países são dados por AGGARWAL, Reena. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. In: *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15, Spring 2002, p. 105 e ss.

775 Refiro-me, em especial, às leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997; 10.303, de 31 de outubro de 2001; e 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.

776 Explicados de forma mais detida no item 6 deste Capítulo.

777 Cf. item 5.2.1. deste Capítulo.

778 Cf. item 6.3. deste Capítulo.

779 “Technology, the increasing role of institutions in trading markets, and globalization not only have blurred many of the distinctions that once separated exchanges from over-the-counter markets, but also have introduced new trading mediums.” COX, James, et al. *Securities Regulation – Cases and Materials*. Sixth Edition. Aspen Publishers, 2009, p. 97.

780 Cf. item 6.1. deste Capítulo.

781 Cf. Item 8 deste Capítulo.

Diante desse cenário de mudanças substanciais, estes comentários têm o objetivo de apresentar as principais noções relacionadas ao Capítulo III da Lei nº 6.385/76, buscando, tanto quanto possível, explicá-las à luz da atual realidade do sistema de distribuição brasileiro.

## 2. TERMINOLOGIA

A expressão “sistema de distribuição”, composta por termos polisêmicos, não parece ser autoexplicativa. Apesar da influência exercida pelo *Securities Exchange Act* no Brasil, a expressão, ao que consta, não foi anteriormente adotada alhures.

A exposição de motivos da Lei nº 6.385/76 não indica que tenha se tratado de escolha refletida e cuidadosa. Pelo contrário: não há sequer uma palavra quanto à terminologia empregada.

Essa omissão poderia ser explicada pelo fato de que a expressão fora adotada anos antes, pela Lei nº 4.728/65. Contudo, tampouco a exposição de motivos da Lei nº 4.728/65 apresenta justificativas para a opção terminológica do Congresso Nacional. Portanto, resta tentar interpretá-la a partir do objeto a que se refere.

Nesse sentido, convém notar que a expressão é mais abrangente do que pode denotar em uma análise preliminar.

Ela não se refere apenas à efetiva distribuição de valores mobiliários – isto é, à sua colocação em mercados organizados –, mas abarca demais dimensões do mercado de capitais.

De modo geral, pode-se conceber o sistema de distribuição como a estrutura no âmbito da qual ocorrem os processos de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários<sup>782</sup>.

O cerne do sistema de distribuição reside, nitidamente, nas atividades de intermediação de valores mobiliários<sup>783</sup>. Por esse motivo,

782 Sobre a definição de *valores mobiliários*, Cf., nesta obra, comentários ao Art. 2º da Lei nº 6.385/76. As diversas questões relacionadas às possíveis configurações dessa estrutura estão expostas, de maneira profunda e abrangente, no importante estudo realizado pela Comissão de Valores Mobiliários no ano de 1979. Cf. CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I, II e III. Rio de Janeiro: CVM, 1979.

783 Para os fins deste trabalho, o vocábulo “intermediação” é usado em sentido amplo, para designar tanto a atuação dos intermediários no mercado primário quanto secundário, como se explicara mais adiante.

trata-se de estrutura que engloba tanto os intermediários – sociedades corretoras, distribuidoras, etc. – quanto os mercados – bolsa e balcão – em que ocorre a intermediação.

Não é de se estranhar, portanto, eventuais referências ao sistema de distribuição como um sistema de intermediação – expressão talvez mais adequada para ilustrar o objeto a que se refere<sup>784</sup>.

Não se deve confundir a intermediação característica do sistema de distribuição com as atividades de intermediação bancária. Naquela, o intermediário atua como interveniente, buscando aproximar poupadores e tomadores; nestas, os intermediários agem como efetivas contrapartes<sup>785</sup>.

## 3. FUNÇÕES: CAPTAÇÃO E LIQUIDEZ

As funções do sistema de distribuição confundem-se com as finalidades primordiais do mercado de capitais.

Com efeito, é o sistema de distribuição que possibilita a captação da poupança popular pelos emissores de valores mobiliários, criando mecanismos destinados a estimular o fluxo de recursos entre (i) poupadores e tomadores (emissores); e (ii) poupadores e poupadores – isto é, entre investidores.

No primeiro caso, trata-se do chamado mercado primário, em que os recursos captados são dirigidos diretamente aos tomadores, para que persigam suas respectivas finalidades.

Pense-se, por exemplo, nas companhias abertas: ao realizarem as chamadas ofertas primárias de valores mobiliários, os recursos capta-

784 Nesse sentido, a efetiva *distribuição* – entendida como *colocação de valores mobiliários em um mercado organizado* – seria uma das atividades abrangidas pelo *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 23.

785 A distinção é exposta de forma abrangente em YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 17 e ss.: “Também para este tipo de mercado são criadas estruturas de intermediação, tanto para as movimentações financeiras quanto para permitir a aproximação eficiente entre os agentes interessados. Neste caso, porém, os intermediários são meros intervenientes (e não mais contrapartes), prestando serviços de aproximação, de representação ou liquidação de operações para seus clientes, as partes reais”.

dos lhes são dirigidos diretamente, para que desenvolvam os projetos apontados como justificativas para as respectivas emissões.

No segundo caso, o sistema de distribuição cria condições, de diferentes maneiras, para que ocorram negociações com valores mobiliários. Ou seja, ele estimula a liquidez necessária ao funcionamento do mercado de capitais.

Trata-se do chamado mercado secundário, em que os valores mobiliários são negociados em mercados regulamentados, com a constante participação de intermediários e sob um regime de informações específico – sendo este um dos aspectos centrais do mercado de capitais<sup>786</sup>.

Os mercados primário e secundário não devem ser concebidos como realidades independentes. Como se sabe, a existência de um mercado secundário representa estímulo indispensável ao mercado primário, na medida em que a liquidez propiciada incentiva a captação originária de recursos<sup>787</sup>.

Em outras palavras, o sistema de distribuição visa a possibilitar tanto a captação de recursos por emissores de valores mobiliários quanto a negociação de valores mobiliários, estimulando o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores, bem como a liquidez necessária para o funcionamento adequado do mercado de capitais.

Para que se compreenda os dispositivos do Capítulo III da Lei nº 6.385/76, é importante, a todo momento, ter em vista as funções apontadas. Afinal, parte substancial dos atos regulatórios editados pelas entidades competentes – mais especificamente, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e os próprios mercados organizados (funções de autorregulação, examinadas mais adiante) – tem o propósito de dar concretude a essas funções.

#### 4. ESTRUTURA DO TEXTO LEGAL

O Capítulo III da Lei nº 6.385/76 é composto por quatro artigos, que estabelecem a estrutura do sistema de distribuição ao disciplinarem, em linhas gerais:

- (i) os intermediários responsáveis por estimular o fluxo de recursos entre poupadores e tomadores e por atuar nos mercados secundários;
- (ii) os mercados ou centros de negociação em que devem ocorrer as operações, destinados a propiciar liquidez aos investidores; e
- (iii) a organização das competências para disciplinar as atividades praticadas no âmbito do sistema de distribuição, seja no âmbito da regulação expedida por entes da administração indireta, seja no âmbito da autorregulação a ser promovida pelos próprios mercados regulamentados.

#### 5. INTERMEDIÁRIOS

Ao tratar dos intermediários que integram o sistema de distribuição, o art. 15 se refere tanto àqueles que atuam efetivamente distribuindo valores mobiliários – seja por meio de distribuições primárias ou secundárias – quanto àqueles que atuam no âmbito da chamada intermediação secundária – como agentes ou por conta própria<sup>788</sup>.

Essas modalidades de intermediação devem ser examinadas separadamente.

##### 5.1. INTERMEDIÁRIOS NA DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

###### 5.1.1. OBJETO: DISTRIBUIÇÃO DE OFERTAS

Em primeiro lugar, o art. 15 refere-se às “instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores

786 Sobre o regime de informações aplicável às companhias abertas, cf. PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

787 Sobre as interações entre esses mercados e, em especial, seu desenvolvimento ao longo da década passada, cf. os interessantes estudos reunidos em BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro e São Paulo: 2005. Cf., em especial, os trabalhos de Bruno Rocha (“Limites e oportunidades do mercado de ações no Brasil”, pp. 235 e ss.) e José Olympio Pereira (“Habemus Mercado”, pp. 249 e ss.).

788 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, pp. 24-26.

*mobiliários (a) como agentes da companhia emissora; (b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado”.*

Como se pode ver, o dispositivo legal refere-se ao ato de “distribuir emissão de valores mobiliários”.

A expressão adotada – “distribuir emissão” – não parece adequada. Em uma interpretação meramente literal, ter-se-ia a impressão de que ela não se refere a toda e qualquer oferta pública de valores mobiliários, mas apenas às chamadas ofertas primárias – isto é, aquelas em que a própria companhia aliena valores mobiliários de sua emissão, apropriando-se dos recursos obtidos.

No entanto, parece claro que o dispositivo também abrange as chamadas ofertas secundárias – em que um acionista da companhia aliena os valores mobiliários por ela emitidos, apropriando-se dos recursos obtidos. Essa interpretação se depreende do art. 19, §2º – mesmo que a equiparação feita por este dispositivo não recaia sobre todo e qualquer acionista.

Por esse motivo, talvez fosse mais precisa a referência à distribuição de ofertas, e não apenas à distribuição de emissões<sup>789</sup>.

### 5.1.2. FUNÇÕES

O intermediário responsável por distribuir ofertas públicas – o chamado *underwriter*<sup>790</sup> – desempenha funções de grande relevância no mercado de capitais.

Curiosamente, essas funções não estão estabelecidas de forma clara na Lei nº 6.385/76, mas sim no plano regulamentar.

É que a Lei nº 6.385/76 não delineou – a exemplo do que ocorre em relação a certos agentes no âmbito da Lei nº 6.404/76<sup>791</sup> – um

regime próprio de responsabilidades, tendo apenas atribuído à CVM a competência para fazê-lo<sup>792</sup>.

De todo modo, fato é que a atuação do *underwriter* visa, primordialmente, a “assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas”<sup>793</sup>.

Com efeito, exige-se do *underwriter* que atue com diligência para apurar a qualidade das informações prestadas pelos ofertantes de valores mobiliários. Cabe a ele, assim, mitigar a assimetria informacional existente entre o ofertante e os potenciais adquirentes dos valores mobiliários distribuídos<sup>794</sup>.

792 É o que dispõe o art. 18, II, “a”.

793 Art. 1º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

794 EIZIRIK, Nelson. “Underwriting” de Valores Mobiliários. In: *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 28. Além disso, dispõe o art. 56 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003: “Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição. §1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que: I – as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e II – as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta. §2º Na hipótese de Programa de Distribuição em que não haja a manutenção da instituição líder, a instituição líder de cada distribuição será responsável pela elaboração do respectivo Suplemento e pela atualização das informações anteriormente prestadas, verificando sua consistência e suficiência com relação às novas informações. §3º Em caso de distribuição secundária, que não seja realizada pela emissora ou pelo seu acionista controlador, caberá ao ofertante, no que se refere a informações da emissora, somente a responsabilidade prevista no §1º deste artigo. §4º A instituição líder e o ofertante, este último na hipótese do §3º apenas, deverão guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, a documentação comprobatória de sua diligência para o cumprimento do disposto no §1º. §5º O ofertante e a instituição líder deverão declarar que o Prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o Prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes. §6º Na hipótese de o ofertante não pertencer ao grupo controlador da emissora, ou não atuar representando o mesmo interesse de acionista controlador da emissora, e esta lhe negar acesso aos documentos e informações necessários à elaboração do Prospecto, o ofertante deverá fornecer toda a informação relevante que lhe estiver disponível ou que possa obter em registros e documentos públicos, dar divulgação no Prospecto deste fato, devendo requerer que a CVM exija da emissora a complementação das informações indicadas pelo ofertante, necessárias ao registro da oferta pública. §7º O registro não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade

789 A esse respeito, com maior detalhamento do tema, cf., neste livro, o artigo de Gabriel Saad Kik Buschinelli – comentários aos arts. 19 e 20 da Lei nº 6.385/76.

790 Sobre o tema, cf. EIZIRIK, Nelson. “Underwriting” de Valores Mobiliários. In: *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, em que se lê, à p. 28, o seguinte trecho: “O termo *underwriter* encontra-se consagrado não só na prática do mercado de capitais como também na própria regulamentação administrativa da CVM; não tendo sido convenientemente traduzido, podemos considerá-lo integrado ao nosso vocabulário financeiro e jurídico”.

791 Como é o caso do regime aplicável aos administradores, estabelecido nos arts. 153 e ss.

É nesse contexto que surgem problemas específicos relacionados à atuação desse intermediário.

Talvez os mais notórios sejam aqueles relativos (a) à extensão de sua responsabilidade pelas informações contidas no prospecto de distribuição<sup>795</sup>; e (b) às controversas questões relacionadas a possíveis conflitos de interesses na alocação das distribuições<sup>796</sup>. A análise pormenorizada desses temas foge aos propósitos deste capítulo.

### 5.1.3. ATUAÇÃO DO UNDERWRITER E MODALIDADES DE DISTRIBUIÇÃO

O art. 15, I, estabelece que as instituições financeiras que “*tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários*” poderão atuar como *underwriters*.

Desse modo, o dispositivo possibilita que também as sociedades corretoras e distribuidoras desempenhem essa função<sup>797</sup>. Não obstante, no contexto do mercado de capitais brasileiro, verifica-se que os bancos de investimento são, na prática, as instituições que efetivamente predominam na realização de distribuições de valores mobiliários emitidos por companhias.

As distribuições de valores mobiliários podem se distinguir em razão de uma série de elementos.

---

das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade”.

795 A esse respeito, com maior detalhamento do tema, cf., neste livro, o artigo de Gabriel Saad Kik Buschinelli – comentários aos arts. 19 e 20 da Lei nº 6.385/76. Ver, ainda, ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Malheiros: São Paulo, 2011, pp. 227-255.

796 “Acredita-se que normalmente ocorre um conflito de interesse entre a companhia emissora e o *underwriter*. À companhia interessa um preço de emissão tão alto quanto possível, o que lhe permite obter recursos ao menor custo, assim como minimiza as possibilidades de diluição na participação dos antigos acionistas. Ao *underwriter*, particularmente quando compra as ações para posterior colocação no mercado por sua conta e risco (*underwriting* “firme”), é evidente que lhe interessa pagar um preço abaixo daquele que o mercado está disposto a pagar, com o que diminui o risco e maximiza seus ganhos com a valorização das ações.” EIZIRIK, Nelson. “Underwriting” de Valores Mobiliários. In: *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 29. Especificamente sobre o tema, cf, ainda, CASTORRI, Ricardo Canguçu Fontenelle. *Conflito de interesses do underwriter na alocação de ações no âmbito de uma distribuição pública*. Tese de Lâurea apresentada à Faculdade de Direito da USP. São Paulo, 2005.

797 Tendo em vista que ambas são abrangidas pela definição constante do art. 17 da Lei nº 31 de dezembro de 1964.

Em primeiro lugar, deve-se levar em conta a natureza dos valores mobiliários distribuídos. Mais especificamente, se consistem em títulos de dívida – como é o caso das debêntures simples – ou em títulos de participação – como é o caso das ações.

Há pouco tempo, a relevância dessa diferenciação residia no fato de que somente os títulos de dívida poderiam ser objeto das chamadas distribuições com esforços restritos, as quais prescindem de registro e estão sujeitas a um regime informacional mais flexível<sup>798</sup>.

Contudo, com a recente alteração da Instrução CVM nº 476/09, promovida pela Instrução CVM nº 551/14, passou-se a prever que, observados certos requisitos, também as ações, debêntures conversíveis, entre outros, poderiam ser distribuídos com esforços restritos<sup>799</sup>.

Em segundo lugar, as distribuições também se diferenciam em razão do regime de colocação adotado em cada oferta.

Em síntese, o regime de colocação pode variar conforme a obrigação assumida pelo *underwriter* de subscrever ou não os valores mobiliários objeto de distribuição<sup>800</sup>.

Nesse sentido, há três modalidades de distribuição: (a) distribuição sob o regime de garantia firme de subscrição; (b) distribuição sob o regime de garantia de sobras; e (c) distribuição sob o regime de melhores esforços<sup>801</sup>.

Na primeira modalidade, o *underwriter* compromete-se a subscrever ou adquirir integralmente os valores mobiliários objeto da distribuição. Trata-se de situação ideal para o ofertante, que poderá contar com os recursos almejados com a oferta. No Brasil, este regime é adotado com maior frequência nas distribuições de títulos de divi-

---

798 As ofertas públicas com esforços restritos são disciplinadas pela Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

799 Ao contrário do que ocorre com as ofertas de certos títulos de dívida, a realização de ofertas públicas de tais valores mobiliários com esforços restritos não prescinde do registro do emissor na categoria A, cf. art. 3º, 11, “a”, da nova Instrução CVM nº 476/09.

800 Nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, o regime de colocação constitui cláusula obrigatória dos contratos de distribuição.

801 COX, James, et al. *Securities Regulation – Cases and Materials*. Sixth Edition. Aspen Publishers, 2009, p. 118 e ss. Nelson, EIZIRIK, Nelson. “Underwriting” de Valores Mobiliários. In: *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 32 e ss.



da – como as debêntures – sendo menos comum nas distribuições de valores mobiliários que deem direito de participação.

Na segunda modalidade, ao invés de garantir a subscrição integral desde o início da distribuição, o *underwriter* obriga-se a adquirir a parcela remanescente após a colocação dos valores mobiliários junto aos investidores. Em geral, adota-se este regime para que o *underwriter* subscreva apenas a parcela da oferta que não seja alocada<sup>802</sup>.

Por fim, na terceira modalidade, o *underwriter* atua efetivamente como um agente da companhia, empreendendo melhores esforços para que os valores mobiliários objeto da distribuição sejam colocados junto aos investidores. Neste regime, caso a distribuição não encontre sucesso, o *underwriter* não estará obrigado a subscrever ou adquirir a parcela remanescente dos valores mobiliários. Esta é a modalidade mais comum nas ofertas públicas de ações realizadas no Brasil.

## 5.2. INTERMEDIÇÃO SECUNDÁRIA

Adicionalmente à intermediação destinada à colocação de valores mobiliários em mercados organizados, o sistema de distribuição também abrange atividades de intermediação secundária, que têm por objeto as negociações com valores mobiliários em circulação.

Nesse contexto, os intermediários podem atuar (a) como agentes, representando seus clientes; ou (b) por conta própria<sup>803</sup>.

### 5.2.1. ATUAÇÃO DE INTERMEDIÁRIOS COMO AGENTES

No primeiro caso, os intermediários executam as ordens de seus clientes, comprando e vendendo valores mobiliários. Essa forma de atuação é abrangida pelo art. 15, III, da Lei nº 6.385/76<sup>804</sup>.

Ao fazê-lo, submetem-se a um regime jurídico cujo cerne consiste na observância de um dever de diligência específico, o qual se traduz em um dever de melhor execução<sup>805</sup>.

A instituição de um regime próprio se deve ao fato de que os agentes responsáveis pela intermediação secundária detêm o monopólio da maior parte das operações diretamente realizadas nos mercados organizados – e nos mercados de bolsa, em especial.

Em outras palavras, investidores interessados em adquirir ou alienar valores mobiliários em circulação devem necessariamente fazê-lo por meio de um intermediário, não lhes cabendo, como regra geral, atuar diretamente nos ambientes de negociação<sup>806</sup>.

Atualmente, tanto as sociedades corretoras de valores mobiliários (“CTVM”) quanto as sociedades distribuidoras de valores mobiliários (“DTVM”) realizam atividades de intermediação secundária como agentes.

Historicamente, no entanto, as CTVM e as DTVM exerciam funções de intermediação substancialmente distintas.

Até recentemente, as CTVM detiveram o monopólio das operações bursáteis – algo que perdurou enquanto as bolsas de valores eram constituídas como associações de corretores. Delas se exigia, entre outros, a aquisição de um título patrimonial para que pudessem atuar em determinada bolsa de valores – algo que deixou de ocorrer com a edição, em 2007, da Resolução CMN nº 3.485/2007.

As DTVM, por sua vez, não tinham acesso direto aos ambientes de negociação em mercados de bolsa. Seu papel consistia, essencialmente, na apresentação de valores mobiliários a potenciais investidores e na participação em distribuições de ofertas – fosse na qualidade de instituição distribuidora, fosse como adquirente ou subscritora dos

802 EIZIRIK, Nelson. “Underwriting” de Valores Mobiliários. In: *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 33. Embora essa modalidade guarde semelhanças com as distribuições com garantia firme de subscrição, convém notar que elas se diferenciam pela diferença de tempo em que ocorre a subscrição dos valores mobiliários distribuídos. Tratando-se de oferta com garantia firme, o emissor receberá os recursos mais rapidamente do que quando se tratar de oferta com garantia de sobras.

803 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 26.

804 Os agentes autônomos, também mencionados no dispositivo citado, serão analisados mais adiante. É importante notar que o texto legal trata de “atividades de mediação na negociação

de valores mobiliários”. O vocábulo “mediação” deve ser entendido de forma ampla, de modo a compreender tanto a atuação dos intermediários diretamente nos mercados regulados, quanto a mera apresentação de determinado produto a potenciais investidores.

805 Para CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. Almedina, 2009, p. 424 e ss., o dever de melhor execução consiste em uma “concretização do dever de respeito pelos interesses do cliente”, que “não se resume a uma concretização da diligência devida”.

806 A questão da atuação direta é cada vez menos simples. Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 134, em nota de rodapé.

valores mobiliários distribuídos. Ou seja, sua atuação primordial visava a estimular a capilaridade do mercado de capitais.

Essa diferenciação fazia sentido quando os ambientes de negociação em mercados de bolsa eram físicos e a efetiva negociação ocorria presencialmente, com a reunião de intermediários em um mesmo local.

Contudo, com a desmaterialização tanto dos valores mobiliários negociados quanto dos ambientes de negociação, a distinção entre as CTVM e as DTVM também perdeu contornos claros.

De fato, as DTVM já contribuíam significativamente para a capilaridade do mercado de capitais, não havendo mais razões para privá-las do acesso a ambientes virtuais de negociação.

Essa mitigação culminou na edição da Decisão Conjunta BACEN/CVM nº 17, de 2 de março de 2009, por meio da qual as DTVM foram “autorizadas a operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores”<sup>807</sup>.

### 5.2.2. ATUAÇÃO DE INTERMEDIÁRIOS POR CONTA PRÓPRIA

O art. 15, II, refere-se às sociedades que “tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria”.

Trata-se da segunda modalidade de intermediação secundária mencionada acima, que consiste na atuação do intermediário por conta própria. Ou seja, ao invés de executar ordem de clientes, o intermediário administra carteira própria, expondo-se aos riscos associados aos valores mobiliários em que investe.

Nos Estados Unidos, o intermediário que administra carteira própria é denominado “dealer”<sup>808</sup> – designação que não se difundiu no mercado de valores mobiliários brasileiro, ao contrário de outros anglicismos recorrentes, mas que pode ser adotada para os fins desta exposição.

807 Essa autorização foi concedida já no contexto de vigência da Instrução CVM nº 461/07, que passou a garantir o acesso aos mercados a “pessoas autorizadas a operar” (cf. art. 3º).

808 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 57.

O *dealer* exerce função relevante no mercado de capitais. Ao atuar por conta própria, ele pode possibilitar certo equilíbrio ao mercado, especialmente ao fomentar a liquidez de determinado papel.

Em síntese, o *dealer*:

“[...] possibilita a realização de certas transações que, de outra forma, não seriam possíveis, ou seriam mais onerosas para os investidores. Devido ao fato de que na maioria dos mercados inevitavelmente ocorrem desbalanceamentos temporários na oferta e procura de valores mobiliários, em função da ausência de ordens complementares, para que o mercado funcione ordenadamente justifica-se a existência de firmas operando por conta própria ou seja, “dealers” que substituem a “outra” parte da operação, compensando o desbalanceamento temporário e assegurando, portanto, a liquidez. Quando um “dealer” se dispõe a operar dessa forma, arriscando seu próprio capital para facilitar a realização das transações de outros, diz-se que ele está preenchendo uma função de ‘fazer mercado’.”<sup>809</sup>

Como se pode ver, uma das possíveis funções do *dealer* é atuar como *market maker*. Nesse sentido, a principal finalidade de sua atuação é fomentar a liquidez de determinado valor mobiliário, contribuindo para o fortalecimento do mercado secundário<sup>810</sup>.

### 5.2.3. AGENTES AUTÔNOMOS

Por fim, no rol de agentes que realizam atividades de intermediação secundária, deve-se mencionar também os agentes autônomos, expressamente abarcados pelo art. 15, III.

O agente autônomo atua “sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários”<sup>811</sup>. Suas atividades consistem:

- (a) na prospecção e captação de clientes;

809 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 58.

810 A atuação dos *market makers* é disciplinada pela Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003.

811 Art. 1º da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011.

- (b) na recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e
- (c) na prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado<sup>812</sup>.

A atuação dos agentes autônomos e sua inclusão no sistema de distribuição têm o objetivo primordial de estimular a capilaridade do mercado de capitais.

Ao longo dos anos, verificou-se que uma parcela expressiva dos agentes autônomos extrapolava as funções que lhe eram originalmente atribuídas, desempenhando, por exemplo, funções próprias de analistas e consultores de valores mobiliários, ou mesmo de administradores de carteira.

Ao invés de estimular a capilaridade do mercado de valores mobiliários, essa usurpação de funções acabava por ocasionar o efeito contrário: despertar a desconfiança de investidores que se deparavam com a captação de poupança popular de forma irresponsável<sup>813</sup>.

812 Art. 1º da Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011.

813 Como se lê no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 03/2010, que levou à edição da Instrução CVM nº 497: “A CVM entende que as atividades de consultoria e de administração de carteira são incompatíveis com as atividades dos agentes autônomos de investimentos. Essa incompatibilidade decorre do fato de que, tanto a consultoria como a administração de carteira devem ser contratadas pelo cliente e criam uma relação fiduciária entre ele e o profissional. O agente autônomo é profissional vinculado ao intermediário (hoje a um ou mais intermediários) e é por ele remunerado – seu ganho decorre de atividades de venda. Os conflitos de interesses existentes entre tais posições tornam incompatíveis tais atividades. É bem verdade que, hoje, aparentemente, muitos agentes autônomos atuam como consultores ou como administradores de carteira. Tal atuação é irregular e se, por um lado, a norma passou a reconhecer atividades de venda e de suporte que permitem aproximar a figura do agente autônomo da realidade e das demandas de mercado (art. 1º, III), por outro foi mantida aquela proibição. Agentes autônomos que desejem, de fato, atuar como consultores ou administradores de carteira, devem deixar de atuar como agentes autônomos e buscar os registros cabíveis junto à CVM – a Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999 está em processo de revisão e uma das intenções da CVM é racionalizar o acesso a tais atividades, de modo a dar conta de novas demandas. O mesmo vale para a atividade de analista de valores mobiliários, que, por motivos bastante similares, foi incluída no rol de atividades vedadas” (grifou-se).

Para solucionar o problema, a Instrução CVM nº 497, de 3 de junho de 2011, foi bastante restritiva em relação à atuação dos agentes autônomos, tendo estreitado seu vínculo com o intermediário e estabelecido expressamente que o exercício de atividades de administração de carteira, consultoria ou análise de valores mobiliários (mediante a obtenção das autorizações e credenciamentos respectivos) deveria ser precedido da suspensão do credenciamento como agente autônomo de investimento.

## 6. MERCADOS

O art. 15 também inclui no sistema de distribuição os ambientes em que ocorrem as negociações com valores mobiliários.

Esses ambientes consistem (a) nos mercados de bolsa<sup>814</sup>; e (b) nos mercados de balcão, que, atualmente, se subdividem em mercado de balcão organizado e não organizado<sup>815</sup>.

Antes de examiná-los, convém notar que a Lei nº 6.385/76, ao menos sob o ponto de vista topográfico, é assistemática ao tratar da regulação dos mercados de valores mobiliários. Por um lado, ela os inclui expressamente no Capítulo III – inclusive ao atribuir à CVM competência para regulá-los (art. 18, “c”, “d” e “f”) e ao fixar seu caráter autorregulatório (art. 17, examinado mais adiante). Por outro lado, a Lei nº 6.385/76 retoma o tema no art. 21, ao definir “mercado de balcão não organizado” (art. 21, §3º) e ao reiterar a competência da CVM (art. 21, §5º)<sup>816</sup>.

É provável que o tratamento pouco organizado do tema resulte das reformas à Lei nº 6.385/76 que ocorreram em momentos distintos – já que a competência atribuída à CVM no art. 21 data de 1997 (Lei nº 9.457), enquanto a competência estabelecida no art. 18 é “apenas” de 2002 (Lei nº 10.411/02).

814 Cf. art. 15, III e IV, da Lei nº 6.385/76.

815 Cf. art. 15, III V, da Lei nº 6.385/76.

816 A esse respeito, cf., nesta obra, os comentários de André Grünspon Pitta aos arts. 21 e 21-A.

## 6.1. MERCADOS DE BOLSA<sup>817</sup>

A expressão “mercado de bolsa” tem significados diversos<sup>818</sup>.

Em uma definição mais simples e abrangente, pode-se entendê-la como “o lugar em que se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos”<sup>819</sup>.

A expressão também pode designar – e talvez sejam estes os significados mais relevantes para a análise – um sistema de negociação específico, ou a entidade que administra esse sistema.

O primeiro significado – bolsa como sistema de negociação – designa um mercado regulado de valores mobiliários, que tem como principal característica a adoção de mecanismos centralizados e compulsórios de formação de preço.

Em outras palavras, os preços dos ativos negociados em mercados de bolsa são formados publicamente, com base nos negócios realizados. Esse mecanismo de precificação busca captar, tanto quanto possível, a relação entre oferta e demanda dos ativos negociados.

Além disso, os mercados de bolsa – ainda entendidos como sistemas de negociação – também se caracterizam, tradicionalmente, (a) pela presença dos intermediários; (b) pelo fato de que as operações são realizadas com “o mercado”, e não com um participante específico; (c) pela disponibilidade de informações aos agentes<sup>820</sup>. Em uma definição precisa – embora carente de atualização, como se explicará mais adiante:

“[...] o mercado de bolsa é essencialmente um mercado de leilão, onde diferentes interesses de compra e venda de valores mobiliários se confrontam. Neste tipo de mercado, o preço é determinado pela interação dos diversos intermediários, na realização de cada negócio, podendo interferir no curso dos mesmos, reunindo as ordens dos clientes em um único local concentrado fisicamente. Como em qualquer mercado onde prevalece o mecanismo de “público pregão”, o sistema de bolsas de valores apresenta como principal vantagem permitir uma melhor avaliação das forças de oferta e procura e, conseqüentemente, do preço de equilíbrio no mercado de cada título.”<sup>821</sup>

Na segunda acepção mencionada acima, a expressão bolsa de valores designa a entidade que administra um mercado de bolsa<sup>822</sup>.

Historicamente, as bolsas de valores eram constituídas sob a forma de associação de corretores. Discutia-se, nesse contexto, qual seria sua efetiva natureza jurídica, tendo em vista a relevância dos serviços que prestavam<sup>823</sup>.

Na década de 1990, em diferentes países, as entidades administradoras passaram a se organizar sob uma nova feição, no curso do processo que ficou globalmente conhecido como desmutualização. Nesse cenário, passaram a se transformar em sociedades por ações, não raramente com capital aberto<sup>824</sup>.

Os motivos que impulsionaram os processos de desmutualização foram diversos<sup>825</sup>. Entre eles, merece destaque a necessidade de investimentos relevantes imposta a essas instituições para se tornarem mais competitivas em um contexto de irreversível virtualização dos

817 A despeito de sua menção expressa no inciso XPTO do art. 15, estes comentários não versarão, de forma específica, sobre as chamadas Bolsas de Mercadoria e Futuro. A omissão proposital se deve ao fato de que, no Brasil, 2008, os principais mercados bursáteis são unificados sob uma única entidade administradora – a BM&FBovespa, resultante da fusão entre a BM&F – Bolsa de Mercadoria e Futuros, e a Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo. As noções expostas neste tópico se aplicam também às Bolsas de Mercadorias e Futuros.

818 “The existence and nature of exchanges used not to be controversial. They were easily identified and characterized. New technology, however, has led to the birth of a previously unknown type of institution, the ‘MONSTER’ (a Market-Oriented New System for Terrifying Exchanges and Regulator), which has meant that this is no longer true.” LEE, Ruben. *What is an exchange: the automation, management, and regulation of financial market*. Oxford University Press, 1998, p. 1.

819 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 130.

820 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 132.

821 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, pp. 29-30.

822 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 132.

823 Nesse sentido, cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação de seu Objeto*. In: *Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

824 A bibliografia sobre o tema é extensa. Cf. AGGARWAL, Reena. *Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges*. In: *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 15, Spring 2002; WARDE JR., Walfrido Jorge. *A Desmutualização das bolsas de valores e os novos desafios da regulação dos mercados de capitais*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*. Vol. 144, São Paulo: Malheiros, out./dez. 2006; EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª ed.. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 200 e ss.; YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 137 e ss.

825 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 202.

mercados – fato que tornou possível a participação dos agentes em diferentes ambientes de negociação, simultaneamente.

A virtualização mencionada tornou obsoleta a concepção de mercados de bolsa como espaços físicos em que determinados agentes se reúnem presencialmente para negociar valores mobiliários. A principal causa desse fenômeno foi o advento dos chamados sistemas eletrônicos de negociação<sup>826</sup>.

No Brasil, o processo de desmutualização ganhou força nos anos 2000 e se concretizou em 2007. Naquele momento, a antiga Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo se transformou em uma sociedade anônima de capital aberto<sup>827</sup>.

Pouco antes, com base nas competências que lhe são atribuídas pela Lei nº 6.385/76, a CVM editou a Instrução CVM nº 461/07, com o propósito de instituir o arcabouço regulatório adequado para a nova fase que se aproximava no mercado de capitais brasileiro<sup>828</sup>.

## 6.2. MERCADOS DE BALCÃO

Os mercados de balcão são, muitas vezes, definidos por exclusão como os sistemas de negociação que “englobam todas as transações com valores mobiliários realizadas fora das bolsas de valores através de firmas intermediárias”<sup>829</sup>.

Ao menos historicamente, uma das principais características desses mercados era sua difusão ou descentralização. Isto é, inexistia um local de negociação centralizado. Como se verá mais adiante, trata-se de característica que se alterou ao longo do tempo<sup>830</sup>.

826 Entre os quais estão algum com características distintas daquelas classicamente atribuídas aos mercados de bolsa. Trata-se dos chamados *Alternative Trading Systems*.

827 Para um histórico da BM&FBovespa, cf. EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 227.

828 Sobre esse contexto, cf. o Edital de Audiência Pública nº 6/2007, que levou à edição da Instrução CVM nº 461/07.

829 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 30.

830 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 143 e ss.

Além disso, outras características historicamente atribuídas aos mercados de balcão eram a reduzida visibilidade das operações e a heterogeneidade dos participantes e práticas<sup>831</sup>.

Originalmente, ao disciplinar os mercados de balcão, a Lei nº 6.385/76 apenas apresentava uma definição ampla, constante do art. 21, §4º, no sentido de que as atividades do mercado de balcão seriam aquelas “realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15”.

No entanto, com a reforma promovida pela Lei nº 9.457/97, introduziu-se a controversa distinção entre mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado.

De acordo com essa distinção, os mercados de balcão organizado seriam aqueles administrados e supervisionados por uma entidade administradora, com poderes autorregulatórios<sup>832</sup>. Os mercados de balcão não organizado, por sua vez, seriam aqueles definidos pelo art. 21, §4º.

No Brasil, atualmente, a BM&FBovespa administra um mercado de balcão organizado. Além disso, também a CETIP S.A. – sociedade que, a exemplo das entidades administradoras de mercado de bolsa, passou pelo referido processo de desmutualização – administra mercado de balcão organizado, prestando serviços de registro, depósito, negociação e liquidação de valores mobiliários.

## 6.3. MERCADOS DE BOLSA E DE BALCÃO: PRINCIPAIS DIFERENÇAS

Ao longo dos anos, a distinção entre mercados de bolsa e mercados de balcão tornou-se cada vez menos evidente.

A perda de sentido se deve, sobretudo, ao advento dos sistemas eletrônicos de negociação, que levaram os mercados a um irreversível processo de virtualização. Nesse contexto – em que se “visualiza” o ambiente de negociação “no monitor de um computador” – talvez as

831 CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. Vol. I. Rio de Janeiro: CVM, p. 30.

832 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 144.

semelhanças verificadas entre esses mercados sejam mais expressivas do que as definições didáticas deixam transparecer. Como explica Eduardo Salomão Neto<sup>833</sup>:

*“A existência e regulamentação de um mercado assim [de balcão organizado] é favorecida nos dias que correm pelo desenvolvimento de sistemas de informática, que possibilitam a criação de um verdadeiro espaço virtual de negociações e contraposição de ofertas de compra e venda, sem a necessidade da presença física dos ofertantes. Esse espaço virtual borra a distinção tradicional entre bolsa e mercado de balcão, tornando possível também no último os leilões de ofertas.”* (grifou-se)

A mitigação em questão recai sobre diferentes aspectos, e inclusive sobre os mecanismos de formação de preço – outrora apontados com o principal critério diferenciador entre esses mercados.

É que embora os mercados de balcão não tenham como uma de suas principais finalidades a criação de rigorosos mecanismos de precificação, pode-se constatar, nos sistemas eletrônicos de negociação, crescente preocupação com esse aspecto<sup>834</sup>.

Por esse motivo, a Instrução CVM nº 461/07 – que tem por objeto disciplinar as condições gerais para o funcionamento dos mercados organizados de valores mobiliários no Brasil – instituiu um arcabouço regulatório que, em princípio, não adota uma distinção conceitual entre esses mercados como premissa, mas apenas busca distingui-los a partir de certos critérios.

De acordo com o Edital de Audiência Pública nº 6/2007, que levou à edição da Instrução CVM nº 461/07<sup>835</sup>:

*“A minuta não diferencia conceitualmente os mercados de bolsa e de balcão organizado. A Lei 6.385/76 também não enuncia diferença conceitual entre os mercados, embora os trate de forma diferente (em especial em seu art. 21). Na minuta, a ausência da distinção conceitual*

833 SALOMÃO NETO, Eduardo. “Nova Regulamentação do Mercado de Balcão Organizado”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 109, São Paulo: Malheiros, jan./mar. 1998, p. 102.

834 YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 135.

835 Trecho disponível à p. 9 do Edital.

*deveu-se às fronteiras imprecisas entre bolsa e demais mercados, a que já se fez referência. Adicionalmente, também se levou em conta que o tratamento conceitual não parece ter produzido benefícios relevantes nas jurisdições que o adotaram, nem parece ter sido o caminho escolhido pelas jurisdições que mais recentemente trataram do tema.”*

Fazer menção à mitigação das diferenças não significa, obviamente, que tenham elas desaparecido. Há, ainda, aspectos de grande relevância a sustentar a distinção em questão.

Entre eles, pode-se mencionar (a) a existência de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos – o chamado MRP<sup>836</sup> –, disponível apenas aos investidores nos mercados de bolsa; (b) a possibilidade de acesso direto dos investidores aos mercados de balcão; (c) a possibilidade, nos mercados de balcão, de mero registro de operações previamente realizadas; e (d) a necessidade, nos mercados de bolsa, de liquidação das operações cursadas por meio de uma contraparte central.

#### 6.4. ENTIDADES DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO

Originalmente, o art. 15 da Lei nº 6.385/76 não enumerava as entidades de compensação e liquidação no rol de instituições que compõem o sistema de distribuição. Isso aconteceu somente em 2001, com a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/01 (art. 15, VII).

Como se sabe, essas instituições desempenham importante papel nos mercados organizados. Sua atuação é fundamental para a mitigação de riscos sistêmicos e para a adequada implementação dos negócios celebrados.

Com efeito, as entidades de compensação e liquidação atuam na chamada fase de pós-negociação, que consiste, essencialmente, nas seguintes etapas: (a) confirmação (“*trade confirmation*”); (b) compensação (“*clearing*”); (c) liquidação (“*settlement*”); e (d) guarda ou depósito de ativos (“*safekeeping*”)<sup>837</sup>.

836 EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 222 e ss.

837 Cf. PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações*. Coimbra: Almedina, 2013, pp. 49 e ss.

Nos mercados de bolsa, as entidades de compensação e liquidação atuam como contraparte central de todas as operações. Isso significa, na prática, que essas entidades figuram como vendedoras de todos os compradores e como compradoras de todos os vendedores<sup>838</sup>.

Ao atuar como contraparte central de todas as operações, essas entidades “uniformizam a exposição de risco de crédito nos negócios não liquidados, já que todos os participantes do mercado têm a mesma contraparte”<sup>839</sup>.

As entidades de compensação e liquidação também exercem papel relevante ao efetuarem as denominadas “chamadas de margem”, ou seja, a chamada dos participantes para aportes adicionais de recursos ou ativos idôneos a garantir a liquidação das operações por ele cursadas.

As “chamadas de margem”, que também têm a finalidade de mitigar riscos sistêmicos, são calculadas especialmente com base na exposição do participante a operações com determinado ativo e ao risco delas decorrentes. Esse é o caso, para citar apenas um exemplo, dos participantes que negociam com as chamadas estruturas de opções<sup>840</sup>.

As entidades de compensação e liquidação estão sujeitas a uma série de regras prudenciais editadas pelo Conselho Monetário Nacional. A finalidade dessas regras é garantir a estabilidade dessas instituições, do sistema brasileiro de pagamentos e mitigar riscos sistêmicos<sup>841</sup>.

## 7. ORGANIZAÇÃO DAS COMPETÊNCIAS REGULATÓRIAS

O Capítulo III da Lei nº 6.385/76 também organiza as competências para a regulação do sistema de distribuição.

838 PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações*. Coimbra: Almedina, 2013, p. 55.

839 PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações*. Coimbra: Almedina, 2013, p. 55.

840 Sobre as chamadas de margem nesse contexto, cf. HULL, John. *Fundamentos dos Mercados Futuros e de Opções*. São Paulo: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, 2009, pp. 24 e ss.

841 Nesse sentido, cf. Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001; Resolução CMN nº 2.882, de 30 de agosto de 2001.

Convém notar, em primeiro lugar, que a organização dessas competências foi substancialmente alterada ao longo dos anos, em virtude das reformas introduzidas na Lei nº 6.385/76 e da consequente reformulação estrutural pela qual passou o mercado de capitais brasileiro<sup>842</sup>.

Como se sabe, o principal resultado dessa reformulação foi a atual configuração da CVM, que se tornou o principal regulador do mercado de capitais brasileiro.

Em relação à tutela do sistema de distribuição, o modelo original já atribuía à CVM determinadas competências, estabelecidas no art. 16 – que tem por objeto a concessão de autorização prévia para o exercício de determinadas atividades no sistema de distribuição<sup>843</sup>.

Contudo, os poderes regulatórios atribuídos à autarquia eram bastante limitados. Cobia-lhe (a) propor ao CMN a aprovação de normas gerais sobre os grandes temas inerentes ao sistema de distribuição; e (b) definir determinados aspectos – também relevantes – como o regime de responsabilidades aplicável aos intermediários (art. 18, II, “a”).

Na verdade, na estrutura originalmente estabelecida pela Lei nº 6.385, cabia ao Conselho Monetário Nacional regular os aspectos centrais do sistema de distribuição, em especial o funcionamento dos mercados organizados.

Esse quadro foi materialmente transformado, em especial, com a edição das Leis nº 9.457/97, 10.303/01 e 10.411/02, que alteraram “a estrutura da própria CVM, além de modificarem a finalidade, a competência e os processos administrativos da CVM”<sup>844</sup>.

842 Para um panorama abrangente dessas transformações, cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.) *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. Ed. IOB, 2002, pp. 297 e ss.

843 “Art 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I – distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); II – compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II); III – mediação ou corretagem na bolsa de valores. Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa.

844 TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.) *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. Ed. IOB, 2002, pp. 10. Convém notar que a bibliografia sobre o tema é extensa, razão pela qual ele não será explorado com maior profundidade neste trabalho.

Assim, no contexto de uma reforma mais profunda, a CVM adquiriu poderes para editar – e não mais propor a edição – normas gerais sobre:

- a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos;
- b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;
- c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;
- d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;
- e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa;
- f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso;

- g) condições de realização das operações a termo;
- h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.

## 8. AUTORREGULAÇÃO

Entre os méritos da Lei nº 6.385, certamente se pode incluir a concepção refletida no art. 17, segundo a qual os mercados organizados devem atuar como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizando os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas<sup>845</sup>.

De fato, o parágrafo único do artigo em questão consiste no mais claro dispositivo da lei acerca da autorregulação dos administradores de mercados organizados. Trata-se de tema de grande relevância para que se possa compreender os modernos arranjos organizacionais do sistema de distribuição.

Embora o parágrafo único do art. 17 verse sobre as entidades administradoras de mercados organizados, convém tecer algumas considerações sobre a autorregulação em perspectiva mais ampla – para somente então explorar-se especificamente a autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados.

Costuma-se distinguir dois grandes modelos de autorregulação, conforme a sua origem: a autorregulação voluntária ou privada, de um lado, e a autorregulação legal ou obrigatória, de outro.

Na chamada autorregulação voluntária, atribui-se ao ente autorregulador a faculdade de editar regras sobre aspectos diversos de seu funcionamento. Ou seja, tal ente atua dentro de certa margem de

845 A atual redação do Art. 17 é a seguinte: “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. §1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.



discricionariedade, para instituir determinadas regras que lhe pareçam conferir maior eficiência ao mercado que administra.

Dois exemplos significativos de autorregulação voluntária são os regulamentos de listagem dos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa (Nível I, Nível II e Novo Mercado) e os códigos de conduta editados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Os segmentos especiais de listagem – e os seus respectivos regulamentos – foram criados pela Bolsa de Valores de São Paulo em 2000, com o objetivo de proporcionar um padrão de governança mais elevado que o decorrente das normas legais vigentes à época e, assim, atrair para as companhias abertas brasileiras os recursos de investidores institucionais insatisfeitos com o nível de segurança oferecido pelas regras legais brasileiras. E, embora seja difícil precisar a exata medida, não há dúvidas de que os segmentos especiais de listagem contribuíram significativamente para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro na última década.

A experiência da ANBIMA é também de grande valia para a compreensão do tema. Primeiramente, reconheça-se o sucesso dos seus Códigos de Autorregulação<sup>846</sup>, dedicados a detalhar deveres previstos nos atos normativos editados pela CVM e, à semelhança dos regulamentos de listagem da BM&FBovespa, estipular regras de conduta mais rigorosas a serem adotadas pelos seus membros.

Outro aspecto notável é que a autorregulação da ANBIMA também toma por objeto atividades e matérias pouco reguladas até hoje, como, por exemplo, o *private banking*<sup>847</sup>. Em matéria de mercado de capitais, essa definitivamente não é a feição da autorregulação brasileira.

846 No momento, a ANBIMA possui os seguintes Códigos de Autorregulação: Código de Fundos de Investimento, Código de FIP e FIEE, Código de Ofertas Públicas, Código de Atividades Conveniadas, Código para o Novo Mercado de Renda Fixa, Código de Private Banking, Código de Gestão de Patrimônio, Código de Certificação, Código de Varejo, Código de Negociação de Instrumentos Financeiros, Código de Serviços Qualificados, Código de Processos,

847 A presença de um autorregulador eficiente atua como inibidora da regulação estatal sobre essas atividades, uma vez que, se o regulador não sofre pressões, os custos inerentes à regulação tendem a desestimular a tomada de iniciativas.

Vale mencionar, ainda que de passagem, a celebração de convênio com a CVM para analisar os documentos de ofertas públicas que seguem o chamado *procedimento simplificado*, instituído pela Instrução CVM nº 471, de 6 de agosto de 2008<sup>848</sup>. Com efeito, a assinatura do convênio com a CVM resultou, para a ANBIMA, na assunção do papel de *gatekeeper* dessas ofertas.

No campo da autorregulação de base legal ou obrigatória, a experiência mais rica está na autorregulação exercida pelas entidades administradoras de mercados organizados – algo que decorre do próprio art. 17, tendo em vista a prescrição imposta a essas entidades para “fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”. Os detalhes desse regime serão mais bem analisados adiante, quando da análise da sua regulamentação pela Instrução CVM nº 461/2007.

Uma das características mais peculiares da autorregulação reside na inversão do princípio da legalidade que rege a regulação estatal: nesta, ao órgão regulador permite-se tudo aquilo – e somente aquilo – previsto em lei; já em matéria de autorregulação, a equação é invertida e passa-se a permitir tudo aquilo que não é vedado em lei.

As consequências dessa mudança de perspectiva são extraordinárias, pois, ao abrir espaço para a criatividade dos agentes privados, amplia-se substancialmente o leque de potenciais soluções autorregulatórias.

Contudo, a flexibilidade referida é mais marcante nos modelos de autorregulação voluntária do que naqueles de base legal.

Em geral, os modelos de base voluntária atuam para além da lei e da regulação estatal, visando a criar para os agentes de mercado direitos e deveres inexistentes até o momento. A liberdade do autorregulador é bastante ampla, tendo como limite a sua criatividade e as disposições cogentes da lei e da regulação estatal.

848 Marcelo Trindade e Aline Menezes reputam a Instrução CVM nº 461 como passo mais relevante da autorregulação de base voluntária no Brasil, e também como excelente exemplo da divisão de responsabilidades e combinação de funções que deve existir entre a regulação estatal e a autorregulação, seja de base legal, seja de base voluntária. Cf. TRINDADE, Marcelo; SANTOS, e Aline de Menezes, “Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional”. Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. (acesso em 27 de outubro de 2014).

A autorregulação de base legal, por outro lado, usualmente está vinculada a algum condicionante estatal, seja à regulação vigente em determinado momento, seja a limites mais ou menos rígidos que lhe são impostos pelo regulador.

Indo além, nota-se que as principais vantagens da autorregulação frente à regulação estatal apontadas pela literatura têm um denominador comum: a maior proximidade entre autorregulador e a atividade regulada – que ocorre no âmbito do autorregulador, no caso das entidades administradoras de mercados organizados.

Em função dessa proximidade, diz-se que o autorregulador compreende melhor a dinâmica e a estrutura do mercado regulado, bem como as suas fragilidades e vicissitudes. Aliadas ao maior conhecimento técnico e à experiência prática do autorregulador, essas características indicariam que as normas de autorregulação podem ter qualidade superior quando comparadas à regulação estatal.

Ao lado desse notório ganho qualitativo, afirma-se também que o envolvimento dos agentes econômicos no processo normativo proporciona um ganho de legitimidade dessas regras. E isso porque, geralmente, sua edição pressupõe certo nível de consenso entre os agentes regulados, podendo-se presumir, portanto, que os participantes têm maior consciência da importância do cumprimento das regras postas pelo autorregulador, ao mesmo tempo em que se sentem moralmente constrangidos a observá-las<sup>849</sup>.

Ainda em razão da proximidade, costuma-se afirmar que o autorregulador é mais célere que o regulador estatal na edição e, sobretudo, na revisão de suas normas.

Nesse ponto, a justificativa passa tanto pela premissa de que o procedimento decisório do autorregulador é mais ágil que o do regulador, quanto pela ideia de que o autorregulador sente as necessidades de revisão e adaptação das normas antes do regulador estatal.

O contraponto que se deve fazer é que todas essas vantagens dependem, em larga medida, do desenho institucional de cada autorregulador, em particular da maneira como são internalizados, pelo seu procedimento decisório, os interesses dos agentes econômicos alvo da regulação.

E talvez seja justamente nesse aspecto que reside uma das fragilidades da autorregulação.

Dada a maior proximidade entre autorregulador e agentes regulados, as estruturas de autorregulação ficam expostas a conflitos de interesses que podem comprometer sua efetividade.

Para ilustrar o problema – central para o estudo da autorregulação – convém recapitular a evolução do tratamento dos conflitos de interesses no que diz respeito à autorregulação das bolsas de valores, objeto de transformações radicais na última década.

Como explicado acima, a Bovespa e a BM&F eram tradicionalmente organizadas sob a forma de associações civis, constituídas pelos seus corretores e a eles pertencentes. Esse modelo organizacional assegurava aos corretores não só a titularidade de todos os títulos emitidos pela entidade, mas também o poder de decisão relativo à condução dos seus negócios.

Em razão dessas características, é fácil perceber o conflito de interesses que se configurava na autorregulação das bolsas de valores. Os destinatários das normas que regem o funcionamento do mercado bursátil, no mais das vezes impondo-lhes custos e limitando a sua liberdade de ação, eram, também, responsáveis por zelar pela observância dessas mesmas regras e por aplicar sanções a quem as descumprisse. Essa estrutura resultava, como era de se esperar, em fiscalização frouxa e sanções brandas, ou inexistentes, comprometendo as já discutidas vantagens das estruturas de autorregulação.

A configuração do conflito de interesses começou a mudar em 2007, quando a Bovespa e a BM&F, como mencionado anteriormente, passaram pelos processos de desmutualização, isto é, foram transformadas em sociedades por ações. Nas bolsas de valores desmutualizadas,

849 Cf. TRINDADE, Marcelo; SANTOS, e Aline de Menezes, "Regulação e Auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional". Disponível em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. (acesso em 27 de outubro de 2014).

os direitos de acesso aos sistemas de negociação não são vinculados à titularidade de parcela do capital da entidade<sup>850</sup>.

A bem da verdade, o movimento internacional de desmutualização obedeceu a determinantes econômicos. E isso porque “ante as feições dos mercados atuais e a atuação global dos conglomerados, as bolsas precisariam, para garantir liquidez, atrair novos participantes, o que se daria pela profissionalização de suas estruturas, por ganhos em eficiência e por redução de custos”<sup>851</sup>.

A forma da sociedade anônima seguramente colocou as bolsas de valores brasileiras em melhor posição para enfrentar esses desafios, pois facilitou o acesso a diferentes fontes de recursos, a realização de movimentos concentracionistas, além de permitir o afastamento dos corretores do processo de tomada de decisões<sup>852</sup>.

Esse último aspecto é relevante para a presente análise. Com o deslocamento do poder decisório dos corretores para os acionistas, foram alterados os termos do conflito de interesses que marca a autorregulação bursátil. Na nova estrutura organizacional, a entidade (de fins lucrativos) que é responsável por autorregular o mercado de bolsa é, ao mesmo tempo, a entidade que administra tal mercado.

Pode-se visualizar, nessa estrutura, uma potencial situação de conflito de interesses: enquanto administradora do mercado, interessa à bolsa promover o maior volume possível de negócios nos seus sistemas de negociação; na qualidade de autorreguladora, cabe à bolsa fiscalizar e coibir, por exemplo, transações fraudulentas e manipulações de mercado, bem como exigir dos usuários dos seus serviços (isto é, os intermediários) o estrito cumprimento de um conjunto de regras de conduta e prudenciais, assegurando a integridade do mercado.

850 EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 217.

851 Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Edição Ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p.137.

852 EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 204.

O parágrafo único do artigo 17 da Lei nº 6.385/1976 não resolve os problemas decorrentes da autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados. Muito pelo contrário.

A bem da verdade, a lei delegou à CVM a competência para lidar com essa miríade de problemas.

Essa conclusão decorre do texto da norma, que transforma as entidades administradoras de mercados organizados em órgãos auxiliares da CVM na fiscalização dos seus membros (após a desmutualização, parece mais correto dizer “dos usuários dos seus serviços”) e das operações com valores mobiliários nelas realizadas.

No arcabouço regulatório vigente, a delimitação dos contornos da autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados, inclusive a estruturação dos mecanismos de mitigação dos conflitos de interesses, é dada pela Instrução CVM nº 461/2007.

Como explicado mais acima, a Instrução CVM nº 461/2007 foi editada para disciplinar os mercados organizados de valores mobiliários já no contexto de desmutualização das bolsas brasileiras. Portanto, não é de se estranhar que o tema da autorregulação em geral, e do conflito de interesses em particular, tenham ocupado posição central nos debates que levaram à sua edição.

No quadro da Instrução CVM nº 461/2007, não há dúvidas de que a autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados é da modalidade de autorregulação de base legal, portanto obrigatória para as referidas entidades.

Essa circunstância, por si só, deixa antever que o regulador do mercado de capitais concentra grandes poderes de intervenção sobre as estruturas autorreguladoras.

Em matéria de conflito de interesses, a regra geral, de cunho finalístico, está no art. 14 da referida Instrução, que atribui às entidades administradoras de mercados organizados o dever de “manter equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que deve atender, como responsável pela preservação e autorregulação dos mercados por ela administrados”.

Mas não é só. Ao lidar com a matéria, a CVM concebeu um arranjo autorregulatório repleto de salvaguardas, sempre tendo em vista o objetivo de segregar as atividades de autorregulação das demais atividades da entidade administradora de mercados organizados.

A estrutura desse arranjo autorregulatório está bem delineada no *caput* do art. 36 da Instrução, onde se lê que:

*“O Departamento de Auto-Regulação, o Diretor do Departamento de Auto-Regulação e o Conselho de Auto-Regulação são os órgãos da entidade administradora encarregados da fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora.”*

Nos termos do §3º, tal estrutura autorregulatória pode ser implementada dentro da estrutura da entidade administradora de mercados organizados, como um departamento à parte, por uma associação sem fins lucrativos, por sociedade empresária (desde que controlada pela entidade ou, então, sob controle comum) ou, ainda, por um prestador de serviços contratado com essa finalidade<sup>853</sup>. Seja qual for a estrutura adotada, as mesmas regras e proteções devem ser observadas.

Nesse sentido, observe-se que a BM&FBovespa optou pelo modelo de separação estrutural, tendo organizado todo o seu aparato de autorregulação sob a BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM), associação civil sem fins lucrativos que, atualmente, tem como associadas a BM&FBovespa e o Banco BM&F. A CETIP S.A., por sua vez, organizou seu departamento de autorregulação sob a forma de uma diretoria, inserida em sua estrutura empresarial, mas com autonomia hierárquica.

853 De acordo com Nelson Eizirik, a segregação de funções dentro da mesma pessoa jurídica é denominada separação funcional e foi adotada, por exemplo, pela Chicago Mercantile Exchange, mediante a criação do cargo de *Chief Regulatory Officer* e do *Market Relation Oversight Committee*. O mesmo autor noticia que a segregação por meio de diferente pessoa jurídica, dita separação estrutural, foi a solução escolhida pela Bolsa de Nova York (NYSE). Cf. EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 224.

A blindagem da estrutura de autorregulação está estruturada na Instrução, com normas dispendo sobre a “autonomia na gestão dos recursos previstos em orçamento próprio, que deverão ser suficientes para a execução das atividades sob sua responsabilidade”; a prerrogativa de “amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhes incumba fiscalizar”, inclusive “com o dever de cooperação do Diretor Geral”; e, ainda, assegurando ao Conselho e ao Departamento de Autorregulação o *status* de “funcionalmente autônomos dos órgãos de administração da entidade administradora dos mercados que lhes incumba fiscalizar”<sup>854</sup>.

Igualmente importante é a previsão de que o Diretor do Departamento de Autorregulação, assim como a maioria dos membros do Conselho de Autorregulação<sup>855</sup>, sejam conselheiros independentes, conforme a definição do art. 26 da Instrução CVM nº 461/2007. Nesse sentido, são independentes os conselheiros que não ostentam vínculos com a entidade administradora de mercados organizados, seus administradores e acionistas relevantes, tampouco com pessoas autorizadas a operar nos mercados administrados pela entidade em questão.

Esse alargamento<sup>856</sup> do conceito de conselheiro independente é coerente com as preocupações com a integridade da autorregulação dos mercados organizados. Para completar o quadro, a Instrução CVM nº 461/2007 assegura-lhes mandato fixo de 3 (três) anos, com estabilidade<sup>857</sup>.

854 Cf. art. 37 da Instrução CVM nº 461/2007.

855 A Instrução CVM nº 461/2007 não se preocupa apenas com os titulares dos cargos acima referidos; ao revés, há uma tentativa de garantir a segregação de funções em todos os níveis hierárquicos. Cf., nesse sentido, o §1º do art. 38: “§1º Exceto pelo Diretor do Departamento, não podem integrar o Departamento de Auto-Regulação os integrantes do Conselho de Administração ou da Diretoria, nem empregados ou prepostos da entidade administradora que exerçam qualquer outra função na entidade”.

856 Ainda que não se trate de conceito unívoco, a noção de conselheiro independente usualmente designa conselheiros que não possuem vínculos com a companhia, com membros da sua administração ou, se houver, com seus acionistas controladores. É esse, por exemplo, o significado adotado pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

857 Art. 39. O Diretor do Departamento de Auto-Regulação e os demais integrantes do Conselho de Auto-Regulação: (...) II – devem ter mandato fixo de três anos, renovável; III – somente perderão seus mandatos por força de renúncia, condenação judicial ou em processo sancionador instaurado pela CVM, em ambos os casos por decisão irreversível que leve ao impedimento ou à inabilitação, ou se assim deliberar o Conselho de Administração, com base em proposta fundamentada e detalhada acerca das circunstâncias que a justificaram, apresentada por qualquer membro do Conselho de Administração ou do Conselho de Auto-Regulação.

Vistas as principais salvaguardas da independência (e integridade) da estrutura autorregulatória criada pela Instrução CVM nº 461/2007, deve-se indagar onde foi traçada a linha divisória entre as funções comerciais e as funções regulatórias. Em outras palavras, qual é o conteúdo da atividade de autorregulação e, por exclusão, das atividades negociais das entidades administradoras de mercados organizados?

A resposta está no art. 36 da Instrução CVM nº 461/2007, transcrito acima, que, referindo-se aos órgãos de autorregulação das entidades administradoras de mercados organizados, alude à “fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade”. A regra do *caput* é complementada pelo §2º, que atribui às instâncias autorreguladoras, em acréscimo ao dever de monitorar o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, o dever de “impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhes incumba fiscalizar”.

Com efeito, a Instrução CVM nº 461/2007 concentrou, de um lado, as dimensões fiscalizatórias e punitivas da autorregulação, e de outro a dimensão normativa propriamente dita. Esta foi mantida sob responsabilidade direta da entidade administradora, em sua “unidade negocial”.

Logo em seu art. 15, a Instrução CVM nº 461/2007 confirma essa conclusão ao estabelecer, entre os deveres da entidade administradora de mercados organizados, o de aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, sendo que o conteúdo mínimo dessas regras é dado pela própria instrução. Nesse sentido, não é difícil constatar o alcance do poder normativo das entidades administradoras de mercados organizados<sup>858</sup>.

858 “Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte: I – condições para admissão e permanência como pessoa autorizada a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida, observado o disposto no art. 51, §2º; II – procedimento de admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida; III – definição das classes, direitos e responsabilidades das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados; IV – definição das operações permitidas nos mercados por ela administrados, assim como as estruturas de fiscalização dos negócios realizados; V – condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários nos mercados por ela administrados, bem como as hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação; e VI – criação e funcionamento de departamento de auto-regulação, na forma da Seção II do Capítulo IV. Parágrafo único. A CVM poderá recusar a

Embora estranho ao arranjo de autorregulação desenhado pela Instrução CVM nº 461/2007, o poder normativo das entidades administradoras de mercados organizados não é livre ou arbitrário.

O parágrafo único do art. 15, acima transcrito, revela a posição de superioridade atribuída à CVM no arcabouço regulatório vigente, uma vez que ao regulador estatal cabe aprovar as normas criadas pelas entidades administradoras de mercados organizados, sendo-lhe facultado, inclusive, exigir alterações.

Nesse sentido,

*[...] é importante realçar que, por força dessa disposição, ficaram fora da esfera da auto-regulação propriamente dita (e formalmente reconhecida como tal), dentre outras, as decisões referentes à admissão de valores mobiliários para a negociação nos sistemas da entidade administradora de mercado organizado, de admissão de detentores de direito de acesso a tais sistemas, assim como a própria aprovação de regulamentos e de procedimentos em geral. Tendo em vista os mecanismos de segregação existentes, pode-se afirmar que essas atividades ficam sob a “unidade negocial” da entidade administradora, estando sujeitas, pois, a uma racionalidade distinta daquela que rege a auto-regulação.*<sup>859</sup>

Como entender essa opção regulatória?

Ao se decidir sobre a “admissão de valores mobiliários para a negociação nos sistemas da entidade administradora de mercado organizado”, a “admissão de detentores de direito de acesso a tais sistemas” e, ainda, sobre a “aprovação de regulamentos e de procedimentos em geral”, talvez se esteja, em larga medida, definindo o próprio produto ou serviço oferecido pela entidade administradora de mercados organizados.

Impõe-se, nesse sentido, a tomada de decisões de cunho negocial, ponderando os objetivos estratégicos da entidade.

aprovação das regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar, observado, quanto à exigência de alterações, o procedimento descrito no Capítulo VIII.”

859 Cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 215.

A racionalidade subjacente a tais decisões talvez não se coadune com aquele regime previsto para os instrumentos de autorregulação dos mercados organizados, em que prevalece uma visão mais distante e neutra dos negócios da entidade administradora, coerente com as preocupações com a integridade do mercado<sup>860</sup>.

<sup>860</sup> A posição é semelhante a um dos argumentos aventados por Luiz Felipe Amaral Calabró. Cf. CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa: Teoria Palco-Plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 28.

## ARTIGOS 19 E 20

GABRIEL SAAD KIK BUSCHINELLI

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

*§ 1º – São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.*

*§ 2º – Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:*

*I – o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;*

*II – o coobrigado nos títulos;*

*III – as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I;*

*IV – quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.*

*§ 3º – Caracterizam a emissão pública:*

*I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;*

*II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;*

*III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.*

*§ 4º – A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira.*

*§ 5º – Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:*

*I – definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor;*

*II – fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre:*