

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC/SP

Clara Montanha Basso

Valores mobiliários de emissão das sociedades por ações

Bacharelado em Direito

São Paulo, SP

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC/SP

Clara Montanha Basso

Valores mobiliários de emissão das sociedades por ações

Bacharelado em Direito

Projeto de Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – *Campus* Monte Alegre - como parte dos requisitos para a obtenção do Certificado de Conclusão de Curso de Direito.

Maria Eugênia Reis Finkelstein

Orientadora

São Paulo, SP

2022

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos meus pais, que me proporcionaram todos os instrumentos e o apoio para que eu estudasse e buscasse a realização dos meus sonhos.

Agradeço a eles o incentivo aos estudos, inclusive de meu irmão, e a confiança em meu potencial.

Dedico um carinho especial a minha mãe, que sempre lutou tanto por mim e fez tanto para que eu chegasse aonde estou hoje. O seu amor e a sua dedicação a mim, mãe, forem incondicionais. Serei eternamente grata.

Agradeço ainda a minha amiga Julia Agnelo, por todo apoio, desde à época do colégio, nessa trajetória. Aos bons amigos que sempre ficam.

Agradeço, por fim, aos meus ilustres professores da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, que me instruíram e orientaram durante a minha formação. A eles eu agradeço, principalmente, por me possibilitarem deixar a faculdade com uma visão ainda mais crítica e aguçada, tão importante nos dias de hoje.

Um agradecimento especial também a minha querida orientadora professora Maria Eugênia Reis Finkelstein, por ter sido tão acolhedora e atenciosa durante a elaboração deste trabalho.

Dedico esse trabalho de conclusão de curso a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para eu me tornar, pessoal e profissionalmente, quem eu sou hoje. Os estágios que realizei, os profissionais que conheci e os amigos que cruzei durante essa caminhada. Todos eles forem essenciais.

O sentimento é de gratidão por ter tido essa oportunidade e de expectativa para as próximas conquistas que virão.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar os valores mobiliários dispostos nos incisos I e III do artigo 2º da Lei 6.375/1976, bem como analisar a sua forma de regulamentação. A partir da delimitação do tema, buscou-se expor as peculiaridades das ações, das debêntures, do bônus de subscrição e dos certificados de depósito de valores mobiliário. O segundo enfoque do trabalho foi voltado para o papel da Comissão de Valores Mobiliários, seu objetivo no mercado de valores e o funcionamento do processo administrativo sancionador, como forma de se combater os crimes e infrações no mercado mobiliário. Na primeira parte do trabalho foi realizado ainda uma breve introdução histórica dos valores mobiliários no Brasil e as mudanças legislativas que culminaram no atual ordenamento jurídico sobre o tema. Por fim, foram apresentadas algumas características estruturais da Comissão de Valores Mobiliários, a fim de se entender o seu funcionamento de forma mais organizacional.

Palavras-chave: Valores mobiliários; Comissão de Valores Mobiliários; Processo Administrativo Sancionador, *full disclosure*, Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The present study aims to analyze the securities provided in subparagraph I and III of article 2 of Law 6.375/1976, as well as to analyze their form of regulation. From the delimitation of the theme, it is to expose the peculiarities of shares, debentures, subscription bonuses and BDR. The second part of the study was focused on the role of the Securities Commission (CVM in Brazilian), its objective in the stock market and the functioning of the sanctioning administrative process, as a way of combating crimes and infractions in the securities market. In the first part of the study, it was made brief historical introduction of securities in Brazil and the legislative changes that culminated in the current legal system on the subject was carried out. Finally, some structural characteristics of the Securities Commission were presented, in order to understand its functioning in a more organizational way.

Keywords: Securities; Securities Commission; Sanctioning Administrative Process; *full disclosure*; Capital Market.

ABREVIATURAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
BACEN	Banco Central do Brasil
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
BDR	Brazilian Depositary Receipt
B3	Bolsa de Valores do Brasil

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
1. VALORES MOBILIÁRIOS	10
1.1 A origem dos valores mobiliários: os títulos de crédito.....	10
1.2 Conceito de valor imobiliário.....	11
1.3 Desenvolvimento e aplicação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro.....	14
1.4. Tipos de valores mobiliários (incisos I e III).....	17
1.4.1. Ações.....	17
1.4.2. Debêntures.....	24
1.4.3. Bônus de subscrição.....	29
1.4.4. BDR (Brazilian Depositary Receipt)	30
2. REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	32
2.1. A importância da regulação do mercado mobiliário.....	32
2.2. Características e estrutura organizacional da CVM.....	34
2.3 Processo Administrativo Sancionador.....	37
CONCLUSÕES	41
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43

INTRODUÇÃO

Os valores mobiliários estão diretamente relacionados ao mercado de capitais, que, por sua vez, é responsável por regular o sistema financeiro. Esse sistema é encarregado da distribuição de valores mobiliários, que proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabiliza o processo de capitalização.

A regulação das atividades econômicas está diretamente atrelada ao papel social do Estado como órgão regulador e garantidor dos direitos de propriedade, em contrapartida à captação dos recursos da poupança popular, mediante emissões públicas de valores mobiliário. Gera-se, portanto, uma dicotomia entre a liberdade de iniciativa e a proteção à poupança popular e o risco à livre iniciativa.

O excessivo controle do mercado de capitais gera a supressão da liberdade de iniciativa, o que, sob a ótica econômica, não é vantajoso, já que a captação de recursos do mercado por meio de empréstimos de instituições financeiras acaba sendo economicamente mais atrativa. Entretanto, uma vez que medidas muito restritivas sejam imputadas, o mercado de capitais pode perder espaço para outras formas de captação.

É nesse contexto em que surgem os valores mobiliários como forma de regular/delimitar a ação estatal sobre o mercado de capitais. Os valores mobiliários são recorrentemente tema de discussão, muito em razão de sua definição. Isso porque uma vez que um título seja enquadrado no conceito de valor imobiliário, este será submetido à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários e ao regime da Lei nº 6.375/1976.

Nesse cenário, a CVM surge como órgão a quem se compete a fiscalização da emissão e circulação dos títulos enquadrados no conceito de valor mobiliário. Os títulos que não se enquadrarem como valores mobiliários não serão submetidos à CVM e sim ao Banco Central. Segundo Mattos Filho¹, justamente para delimitar a competência da CVM e em razão da competência “residual” do BACEN que se é indispensável a definição da expressão “valor mobiliário”, tanto no mercado financeiro quanto no mercado de capitais. Conforme ensina

¹ MATTOS FILHOS, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, a. 24, n59, p. 30-55, jul./set. 1985.

EIZIRIK², conceituar valor mobiliário é muito difícil, visto que constitui um bem com características muito específicas.

Assim, a CVM possui um papel fundamental na economia brasileira, a medida em que busca garantir um nível de confiabilidade e eficácia na divulgação de informações relevantes das companhias. O intuito é evitar que os *insiders trading*³ se aproveitem da obtenção de informação privilegiada, a fim de beneficiarem-se em função da disparidade de conhecimento/informações em relação aos demais investidores. Além disso, busca-se evitar as chamadas pirâmides financeiras, que serão tratadas de forma mais densa no Capítulo 2.

O autor Nelson Eizirik, justamente por esse motivo, indica que os valores mobiliários possuem natureza instrumental, pois tem como finalidade identificar quais ofertas de bens estão submetidas ao alcance da intervenção estatal⁴.

Buscou-se, através, do presente trabalho, aprofundar a evolução do conceito de valores imobiliários no Brasil, bem como explorar os principais tipos de valores mobiliários. Cada valor mobiliário possui uma especificidade dentro das sociedades por ações e esse será o grande enfoque da pesquisa.

O trabalho foi dividido em dois capítulos. O primeiro capítulo apresenta o histórico do mercado de valores mobiliários nacional, desde seu surgimento, com estruturas mais simplificadas, até os dias de hoje, com mercados complexos que exigem órgãos reguladores cautelosos, a fim de garantir a segurança dos investidores. Ainda nesse capítulo há o grande enfoque do trabalho, os valores mobiliários, que estão dispostos no artigo 2º da Lei nº 10.303/2001.

O segundo capítulo abordará a forma de atuação da Comissão de Valores Mobiliários e a sua importância no controle e regulação dos valores mobiliários e mercado de capitais como um todo.

² EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3.ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

³ Modalidade de fraude ao se negociar valores mobiliários em que o operador se vale de informações relevantes e que ainda são desconhecidas pelo mercado, portanto, privilegiadas, seja na compra ou na venda de ativos, a fim de auferir lucro/vantagem.

⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 27.

1. VALORES MOBILIÁRIOS

1.1. A origem dos valores mobiliários: os títulos de crédito

A origem dos valores mobiliários está relacionada ao desenvolvimento dos títulos de crédito. Os instrumentos financeiros, a exemplo os títulos de crédito, existem desde que se iniciaram as principais transações e trocas monetárias. As primeiras provas de emissão de documentos escritos de dinheiro remontam da antiga Babilônia, na Grécia e no Egito helenístico, com resquícios da existência de cheques e notas promissórias.

A ligação mais atual com a concepção atualmente empregada de título de crédito remonta ao século XIV e XV, na Europa. Os instrumentos financeiros eram empregados nas transações financeiras e comerciais entre os comerciantes medievais e as bancas financeiras.

Na época medieval, devido à descentralização causada em razão dos feudos, principalmente por cada feudo possuir a sua própria moeda, os títulos de crédito surgiram como uma forma de facilitar as transações e a circulação de crédito. Dessa forma, ao invés de se ter que utilizar dinheiro em troca da entrega da mercadoria, utilizava-se um título de crédito, que posteriormente seria reutilizado, permitindo que o crédito circulasse.

Ainda que durante um tempo essa visão tenha perdurado, os títulos de crédito não são hoje considerados, pela maioria dos doutrinadores, como valores mobiliários⁵. A diferença reside, de forma simplificada no fato de que títulos de crédito são considerados instrumentos de circulação de crédito, enquanto os valores mobiliários são instrumentos utilizados por companhias para captar recursos da poupança popular, por isso da necessidade de regulação dos valores pela CVM.

⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 163

1.2. Conceito de valor mobiliário

O conceito de valor mobiliário é altamente relevante para o mercado. Se determinado título for considerado um valor mobiliário, significa dizer que ele deve sujeitar-se às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários. Isso implica em uma mudança significativa na forma como esses títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

A princípio, a Lei 6385/76 utilizou um conceito mais restrito para valor mobiliário, de forma a delimitar características amplas que pudessem ser utilizadas como referência para a caracterização de um título como valor mobiliário.

Com o passar do tempo, foram incluídos no rol de valores mobiliários diversos outros títulos ou contratos de investimento, visto o crescente aumento/diversificação de novos produtos financeiros e a consequente necessidade de regularização. Por essa razão, foi editada a Medida Provisória 1637, de 08 de janeiro de 1998, que procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos.

De acordo com essa definição, são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Posteriormente, a Lei 10.303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei 6385/76, de forma que o artigo 2º passou a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§1º - Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures”.

Com isso, conclui-se que são valores mobiliários: (i) todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei 6385/76; (ii) quaisquer outros criados por lei ou regulamentação específica, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários, os certificados de investimentos audiovisuais e as cotas de fundos de investimento imobiliário – FII, entre outros; e (iii) quaisquer outros que se enquadrem no inciso IX da Lei, conforme citado acima.

Ressalta-se ainda que a legislação retira expressamente da lista de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras, exceto as debêntures. Isso se dá, pois essas captações são feitas por entes governamentais ou por instituições financeiras (regulamentadas pelo Banco Central do Brasil), com a responsabilidade destas, não havendo, portanto, razões para se pleitear a tutela da Comissão de Valores Mobiliários.

O autor Fabio Ulhoa define como sendo valores mobiliários os “*títulos de investimento que a sociedade anônima emite para obtenção dos recursos de que necessita*”⁶. Esses títulos são emitidos por sociedades anônimas, governamentais ou instituições financeiras e são negociadas diariamente no mercado financeiro, sendo assim controladas, fiscalizadas e regulamentadas pela Comissão Mobiliária de Valores (CVM).

EIZIRIK fez uma interessante análise acerca do motivo pelo qual é tão difícil conceituar o termo valores mobiliários. Segundo ele, há três principais motivos: o primeiro deles é o fato

⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, vol. 2: direito de empresa. 17. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 191

de os valores mobiliários não possuírem um valor intrínseco, ou seja, não há uma régua, como, por exemplo, liquidez no mercado, para atribuir-lhes um valor. O segundo motivo refere-se ao fato de que os bens mobiliários não são bens produzidos com a finalidade de consumo, mas são emitidos e posteriormente ofertados no mercado aos investidores, passando por uma cadeia de negociação. Em terceiro lugar há o fato de que os valores mobiliários entre si são diferentes, diferenças essas que serão abordadas nos próximos tópicos. A essas diferenças cabe a aplicação de diferentes aos valores mobiliários, que serão, por sua vez, utilizados para finalidades distintas.

Apesar dos pontos levantados acima, a definição de valores mobiliários sempre esteve vinculada aos títulos de investimento de risco, cujo risco é proporcional ao retorno do investimento aplicado.

Em razão das peculiaridades, os valores mobiliários são disciplinados por legislação especial, conforme já disposto acima. O que foi feito no Brasil com relação à legislação a ser aplicada no mercado de capitais teve como influência outros sistemas legislativos estrangeiros, como é o caso dos Estados Unidos da América, que possui a SEC (ou U.S. Securities and Exchange Commission), uma agência independente responsável por proteger e regular o mercado de capitais norte-americano.

A partir do artigo 1º, da Lei 6.385/1977, extrai-se que cabe aos órgãos da Administração Pública as atividades desenvolvidas pelo mercado financeiro, sejam elas reguladas pela CVM, sejam pelo BACEN.

⁷ Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

1.3. Desenvolvimento e aplicação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro

A fim de fazer uma breve comparação com a regulação de mercado de capitais norte-americano, em razão de o sistema estadunidense ter servido de base para o que foi desenvolvido no Brasil, será aqui feita uma exposição a respeito do processo de constituição do mercado de capitais dos Estados Unidos da América e do atual órgão regulador, denominado SEC.

O mercado de capitais norte-americano, também chamado de *securities*, não apresentava um regulamento a nível federal. Até a década de 30 o que havia eram os chamados *Blue Sky Laws*, regulamentos que se limitavam a alguns estados-membros⁸, por meio dos quais se decidia se os Estados que os implementaram eram aptos a uma oferta pública.

O critério para se decidir pela aptidão à oferta pública era baseado no *merit approach*, por meio do qual as autoridades avaliavam se o investimento poderia vir a ser ofertado publicamente.

Com a quebra da Bolsa de Valores, em 1929, o Congresso americano adotou normas que fossem implementadas em âmbito nacional, de forma a controlar de maneira mais cuidadosa o que era passível de enquadrar-se como uma oferta pública. Nesse momento as normas federais concorriam com as estaduais.

O Congresso implementou então o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934*, de forma que a regulação das *securities* passou a ser exclusivamente do Estado Norte-Americano.

O *Securities Act of 1933*, também conhecido como o "*Truth in Securities Act*" ou o "*Federal Securities Act*", tem como objetivo aumentar a confiança pública nos mercados de capitais ao exigir a comunicação uniforme de informações sobre ofertas públicas de valores mobiliários.

Posteriormente veio o *Securities Exchange Act of 1934*, também conhecido como "*Exchange Act*" ou "*Ato de 1934*", com o objetivo de regulamentar o comércio secundário entre os indivíduos e as empresas (repasso dos valores mobiliários), que acabavam ficando alheios e concentrados aos emitentes originais de valores mobiliários.

⁸ Importante ressaltar que no sistema norte-americano, diferentemente do Brasil, os estados possuem um nível de autonomia muito maior.

Assim, ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, cuja implementação de uma legislação para regular, a nível federal, a emissão de valores mobiliários surgiu como resposta a Quebra da Bolsa de Valores, no Brasil, a regulamentação surgiu com o objetivo de se estimular o mercado de capitais.

Como já mencionado no tópico acima, com a edição da Lei 6385/76 introduziu-se um conceito mais concreto para valor mobiliário, de forma a delimitar as suas características. Nesse momento ainda não havia na legislação uma definição de valor mobiliário, que foi inserida apenas com a edição da Lei 6.385/76.

A partir de então, a Lei 6.385/76, posteriormente alterada pela Lei 10.303/2001, definiu os valores mobiliários e sujeitou-os à regulamentação da CVM, determinando, em seu artigo 2º, parágrafo 3º, a competência da CVM:

§ 3º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;

II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

Desde então, cabe à CVM editar normas para proteger os investidores, de forma a assegurar-lhes os títulos que estão sendo negociados no mercado. Uma curiosidade interessante é que as operações de mercado de capitais no Brasil são estruturadas de forma a garantir vários níveis de proteção aos investidores. Isso se dá porque a CVM considera que grande parte dos

investidores brasileiros não são capacitados para tanto, e, portanto, ela busca diminuir os riscos de investimento. Um exemplo disso é que há certos investimentos que só podem ser realizados por investidores que possuem, no mínimo, R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) investidos em ofertas públicas.

No próximo tópico passar-se-á à análise dos valores mobiliários previstos no artigo 2º da Lei 6.385/76, com a redação dada pela Lei 10.303/2001 e também dos que por ela foram recepcionados.

1.4. Tipos de valores mobiliários

1.4.1. Ações

A ação é um título que confere ao seu titular a participação no capital social da sociedade anônima que a emitiu, conferindo-lhe direito de participar da sociedade. Ao adquirir ações, o acionista passa a adquirir direitos e obrigações em função de sua participação no capital social.

Os direitos conferidos aos acionistas podem ser classificados como essenciais ou modificáveis. Os direitos essenciais são aqueles que, segundo Modesto Carvalhosa⁹, não podem ser invalidados ou derogados pelo estatuto social ou por deliberação da maioria. São direitos intrínsecos aos acionistas. A exemplo temos o direito de participar dos lucros sociais; o direito de participar do acervo social, no caso de liquidação; o direito de fiscalização, conforme determinado na lei; direito de preferência para subscrição de valores mobiliários emitidos pela companhia; e direito de recesso, nos casos previstos em lei.

Já os direitos modificáveis são aqueles que não estão listados no artigo 109, da Lei das S.A., podendo o estatuto social determinar a sua restrição ou supressão.

A respeito do artigo 109 citado acima, o rol nele contido é exemplificativo, o que vale dizer que há outros direitos dos quais os acionistas não podem estar impedidos. A exemplos, há o artigo 159, que assegura o direito de promover ação de responsabilidade contra a administração; o artigo 125, que assegura a participação nas assembleias e a discussão dos assuntos previstos nas pautas; o artigo 254-A, que assegura o direito ao *tag-along*, tão famoso e importante às transações de M&A; dentre tantos outros.

Com relação às espécies, as ações, segundo o artigo 15 da Lei das S.A., podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais e de fruição.

Espécies

Ações ordinárias

As ações ordinárias conferem ao seu titular direitos ordinários, sem restrições ou privilégios, razão pela qual a sua emissão é obrigatória em todas as companhias. O principal exemplo é o direito a voto nas Assembleias de acionistas. Essa espécie de ação está disciplinada

⁹ MODESTO CARVALHOSA. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 5ª ed, v.2. São Paulo: Saraiva, 2011, p.381.

no artigo 110 da Lei das S.A. Em uma sociedade anônima, é por meio do voto que o acionista tem o direito legal de controle da organização.

O acionista exerce o seu direito de voto por meio das assembleias gerais de acionistas e nas convocações especiais, sendo o peso do seu voto correspondente à quantidade de ações por ele detidas. Deter ações ordinárias lhe confere direito de participar das decisões, dos lucros e dos riscos do negócio.

Uma vez que o acionista esteja impedido de comparecer a uma assembleia, é possível que o seu direito de voto seja transferido por meio de procuração. Nela, incluíse-se uma cláusula para a transferência do direito de voto normalmente limitada na sua duração e usada tipicamente em ações especiais, como no encontro anual dos acionistas.¹⁰

O acionista ordinário, como proprietário, tem responsabilidades e obrigações e as assume apenas no montante das ações que detém. Quando houver liquidação da empresa, ele será o último em prioridade de reclamação dos bens da companhia.

Nas sociedades anônimas, a autoridade maior é a assembleia dos acionistas, cabendo a ela auferir os direitos e resultados e deliberar sobre as atividades da companhia, tais como aprovação de contas, destinação de lucros, eleição dos diretores e as alterações estatutárias dos interesses da companhia. A regra geral é que as assembleias sejam convocadas pelos administradores, mas há casos especiais, em que a convocação se dá pelos próprios acionistas. A tabela abaixo tratará da comparação as assembleias gerais ordinária e extraordinária.

¹⁰ JULIANO LIMA PINHEIRO. Mercado de Capitais, 9ª ed, Atlas, 2019, p. 198

	AGO	AGE
Convocação	Diretoria	
Período	No mínimo uma vez ao ano	A medida da necessidade
Matérias de deliberação	-Tomada de contas à administração. - Apuração dos resultados. - Votação de relatórios. - Eleições de conselhos e diretoria.	Assuntos de interesse social.
Capital votante	Acionistas ordinários.	Acionistas ordinários.
Acionistas preferenciais	Apenas se houver previsão no estatuto social	Apenas se houver previsão no estatuto social

Ações preferenciais

As ações preferenciais conferem aos seus titulares certos tipos de vantagens, que devem, necessariamente, estar determinadas no estatuto social. A exemplo, temos a prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso de capital, podendo, ainda, possuir prioridades específicas, se admitidas à negociação no mercado. Essa espécie está disciplinada no artigo 17 da Lei da S.A.

Com relação ao pagamento de dividendos fixos ou mínimos, as ações preferenciais com dividendos fixos garantem que o seu titular receba um montante previamente determinado no estatuto social, antes mesmo de haver qualquer distribuição de dividendos entre os demais acionistas.

No caso de liquidação de sociedade, a titularidade de ações preferencias de dividendos mínimos garante ao seu titular a restituição do valor contribuído ao capital social, mesmo que o montante remanescente não seja suficiente para atender a integralidade dos valores integralizados pelos acionistas.

Com relação a ação preferencial sem direito de voto, o parágrafo 1º, do artigo 17, da Lei das S.A., com a redação implementada pela Lei 10.303/2001, determina que:

“§ 1º. Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com

restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias”.

Com relação à proporção que deve ser adotada entre as ações ordinárias e as ações preferencias, a Lei das Sociedades por Ações determina que a companhia deve emitir, no mínimo, 50% do seu capital social em ações do tipo ordinária. Nos termos dos incisos I e II do artigo 8º da Lei 10.303/2001, a proporção entre essas duas espécies de ações deve ser adotada compulsoriamente (i) pelas companhias novas; e (ii) pelas companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital.

O inciso III do mesmo artigo, faz uma exceção às companhias abertas preexistentes, ao determinar que “*as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações*”.

Há ainda a possibilidade de o estatuto social estabelecer ações preferenciais com vantagem política, de forma que, quando adotadas, os titulares dessas ações podem eleger separadamente determinados administradores.

Ações de fruição

As ações de fruição são atribuídas aos sócios após a amortização integral, substituindo as ações integralmente amortizadas. A amortização nada mais é que a antecipação do valor ao acionista na hipótese de liquidação da empresa.

As ações de fruição não apresentam as mesmas condições que as ações que foram amortizadas, de forma que fica a encargo do estatuto social da companhia determinar as suas possíveis vantagens ou restrições.

Existem, entretanto, três restrições que independem de previsão estatutária ou deliberação em assembleia, sendo elas: concorrer ao acervo líquido da empresa somente após a compensação em favor das ações não amortizadas; ao exercerem o direito de recesso, o reembolso das ações também é objeto de compensação; e não têm direito ao recebimento de juros de capital próprio.

Classe de ações

Com relação às classes de ações, as ações podem, segundo o parágrafo 1º, do artigo 15, da Lei das SA, serem divididas em classes diversas, divisão esta que se dá em função dos objetivos específicos a que se propõem ou restrições quanto a sua posse.

Segundo os artigos 17 a 19 da Lei das SA, as ações preferenciais podem ser divididas de acordo com as vantagens a elas atribuídas. Já as ações ordinárias só poderão ser divididas em classes quando a companhia for fechada e em função de três elementos, segundo o artigo 16 da referida lei: conversibilidade em ações preferenciais; exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Há ainda as chamadas *golden shares*, que são ações de classe especial que permitem aos entes públicos o direito de veto sobre determinadas deliberações.

Circulação das ações

A circulação das ações nas sociedades anônimas é livre, o que significa dizer que o titular da ação pode transferi-la de forma livre a quem lhe convier, com exceção das ações preferenciais de classe especial.

As ações são negociadas de forma livre no mercado de valores mobiliários (em Bolsas de Valores e no mercado de balcão) e, portanto, qualquer cláusula do estatuto que restrinja a livre circulação das ações de companhia aberta é nula.

Em contrapartida, as ações de companhias fechadas podem ser limitadas desde que¹¹ *“regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas”*.

Forma das ações

Além de todas as classificações apresentadas, a última delas é com relação à forma de ações, que podem ser nominativas ou escriturais.

A forma nominativa está disciplinada no artigo 20 da Lei das SA e a sua transferência ocorre por meio do registro no livro próprio da sociedade anônima emissora - livro de transferência de ações nominativas.

Segundo Juliano Lima Pinheiro¹², as ações nominativas podiam ser:

(i) emitidas com o nome do comprador e só podem ser transferidas mediante o termo de transferência assinado pelo comprador e pelo vendedor em livro próprio da companhia. Essa transferência pode ser feita por procuração passada ao corretor ou a outro agente, sendo mais fácil de transferir; e

(ii) endossáveis, que se transferem na prática por endosso, mas não dispensam o termo de transferência na companhia, que continua a reconhecer como seu acionista aquele em cujo nome as ações estão registradas em seus livros. Na maioria dos casos, as companhias reconhecem aos seus acionistas o direito de converter as suas ações de uma forma para outra, passando-as de ações ao

¹¹ artigo 36 da lei das SA

¹² PINHEIRO, JULIANO LIMA. Mercado de Capitais, 9ª ed, Atlas, 2019, p. 203

portador para ações nominativas ou nominativas endossáveis e vice-versa. Isso é feito mediante o pagamento de uma taxa”.

Entretanto, com a Lei 8.021/1990 (Plano Collor), proibiu-se a emissão de títulos endossáveis ou ao portador.

Já as ações escriturais estão previstas nos artigos 34 e 35, da Lei das SA, e são aquelas que estão “*mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados*”. Busca-se assim difundir as propriedades de ações, assegurando a segurança das ações nominativas, bem como a facilidade de circulação em razão do mero registro contábil na instituição financeira.

1.4.2. Debêntures

O segundo valor mobiliário a ser explorado será a debênture. As debêntures, indicadas no inciso I, do artigo 2º da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 10.303/2001, são um título emitido por uma sociedade anônima, previamente autorizado pela CVM, cuja finalidade é a de captar recursos de médio e de longo prazo, destinados em sua maioria a financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil do passivo.

Analisando a origem da palavra, debênture, do latim, significa dívida pecuniária. Trata-se, portanto, de um documento que comprova uma dívida da companhia. Assim, quando uma sociedade emite uma debênture em favor de um titular, esse instrumento representa o direito de crédito do titular contra a companhia que o emitiu, em razão de um empréstimo por ela adquirido.

A debênture é, portanto, uma maneira de a companhia contrair um empréstimo sem precisar recorrer às instituições financeiras. Por essa razão tanto a doutrina brasileira quanto as doutrinas estrangeiras têm o entendimento praticamente consensual de que debênture se caracteriza como um contrato de mútuo.

Há ainda as debêntures perpétuas, que se caracterizam pela não vinculação de seu vencimento a um prazo predeterminado, de forma que a obrigação de inadimplir fica subordinada à condição suspensiva. Assim, uma vez que o título esteja vencido, o dever da companhia converte-se na obrigação de pagar a quantia equivalente ao seu valor.

É importante ressaltar ainda que esse tipo de valor mobiliário apresenta dois momentos distintos, segundo os artigos 53 e 59 e 57, parágrafo 1º da Lei da SA: o primeiro é o que equivale à emissão da debênture, que se dá por manifestação da companhia; o segundo a subscrição, que se concretiza pela manifestação dos tomadores.

Em função do enfoque adotado, as debêntures podem ser classificadas em oito grupos:

- quanto à forma assumida pelo título (nominativa ou endossável);
- quanto à época do seu vencimento (prefixado ou não determinado);
- quanto à possibilidade ou não de conversão em ações (conversível ou permutável);
- quanto às espécies de garantias oferecidas;

- quanto ao tipo de remuneração (juros/lucro, participação, prêmio de reembolso e deságio);
- quanto à forma de amortização (resgate facultativo, resgate programado, emissão em séries, amortização parcelada e fundo de amortização);
- quanto ao tipo de emissão (públicas ou em caráter privado); e
- quanto ao destino (emissão para o exterior ou local)

Iremos tratar a seguir de algumas dessas principais classificações.

Espécies

As espécies das debêntures estão disciplinadas no artigo 58 da Lei das SA, sendo elas, segundo Juliano Lima Pinheiro¹³: com garantia real, que envolve o comprometimento de bens ou direitos que não poderão ser negociados sem a aprovação dos debenturistas para que a garantia não fique comprometida; com garantia flutuante, assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora; quirografária ou sem preferência, em que não há privilégio especial ou geral; e a subordinada, que representa crédito subordinado aos demais credores em geral e, normalmente só tem preferência em relação aos acionistas.

Formas

Com relação à forma, as debêntures podem ser nominativas (artigo 63, *caput*, e parágrafos da Lei das SA, com as redações dadas pela Lei 9457/1997 e pela Lei 10.303/2001) ou escriturais (parte final do *caput* do artigo 63, que remete às Seções V a VII do Capítulo III e final do artigo 74, todos da Lei 6404/1976).

Conversibilidade

Levando-se em consideração a possibilidade de conversão em ações, as debêntures que possuírem cláusula de conversibilidade serão debêntures conversíveis em ações, ou seja, o título de crédito poderá ser convertido em ações. Em função dessa conversibilidade, as debêntures podem ser classificadas em:

- debêntures não conversíveis ou simples; e

¹³ JULIANO LIMA PINHEIRO. Mercado de Capitais, 9ª ed, Atlas, 2019, p. 219

- debêntures permutáveis, aquelas que podem ser convertidas em ações de emissão de outras companhias que não a emissora da dívida, ou, ainda, apesar de raro, em outros tipos de bens.

Segundo o artigo 57 da Lei das SA, as bases de conversão, a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida, o prazo e a época para exercício do direito à conversão estão sujeitos ao que for estipulado na escritura de emissão.

Agentes Fiduciários

Em se falando de debêntures, há uma figura muito importante para o funcionamento da operação, que é o agente fiduciário. O agente fiduciário representa, segundo o artigo 68, da Lei das SA, “a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora”. A sua figura tem como objetivo principal proteger os direitos e interesses dos debenturistas, podendo, para tanto, utilizar-se de qualquer ação.

O parágrafo 3º, do artigo 68 dispõe as ações que podem ser realizadas pelo agente fiduciário em caso de inadimplemento da companhia, sendo elas:

“§ 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia:

- a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios;*
- b) executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas;*
- c) requerer a falência da companhia emissora, se não existirem garantias reais;*
- d) representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora, salvo deliberação em contrário da assembleia dos debenturistas;*
- e) tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos”.*

Aos agentes fiduciários são garantidos, além dos dispostos em lei, outros deveres, que devem ser assegurados. Havendo cláusulas da escritura que restrinjam as atribuições e responsabilidades do agente fiduciário, a cláusula será nula.

Sua função é regulada pela CVM, a quem cabe fiscalizar o seu exercício e delimitar a quem compete a atuação como agente fiduciário, sendo eles: as instituições financeiras previamente autorizadas pelo BACEN, cujo objeto social dessas instituições seja a administração ou a custódia de bens de serviços, e as entidades autorizadas em lei específica para este fim.

Debêntures padronizadas

A fim de buscar uma maior padronização das debêntures, foi editada a Instrução 404, por meio da qual instituiu-se que deveriam ser implementadas cláusulas e condições padrões nas escrituras de emissão das debêntures.

Isso se deu em grande parte pela necessidade de simplificação das debêntures, já que, uma vez padronizadas, a análise do instrumento e das informações fornecidas passaram a ser de forma simplificada. Além disso, a sua distribuição pela CVM também ganhou uma nova configuração, buscando-se uma emissão mais célere, a medida em que se implementou o prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis contados da data do protocolo do pedido na autarquia, conforme determina o artigo 4º, da CVM.

Entretanto, a padronização das debêntures está restrita apenas às debêntures subordinadas ou sem preferência, conforme determina a Nota Explicativa à Instrução 404¹⁴.

Colocação das debêntures no mercado

A colocação de debêntures no mercado poderá ser por duas vias, sendo elas (a) a de oferta pública, que se dá por meio de uma instituição financeira; ou (b) privada, quando a escritura é colocada diretamente aos investidores.

¹⁴ Dentre as diversas características e condições constantes do modelo de escritura devem ser comentados: 1. A utilização exclusiva de debêntures das espécies subordinada ou sem preferência – por permitirem o incremento do volume emitido e, conseqüentemente, da liquidez e por refletirem o risco de crédito da emissora e não de uma determinada garantia. Dado que dentro da mesma espécie não há ordem de precedência para pagamento, essas debêntures possibilitam que diferentes séries emitidas em distintas ocasiões possam ser negociadas sob o mesmo código, desde que tenham a mesma condição financeira e data de vencimento. Dessa forma, um título para determinado vencimento, que obtenha boa liquidez no mercado, poderá ter o volume eficientemente incrementado mediante a oferta de outras séries ou de novas emissões.

Em ambos os casos o valor total das emissões de debêntures, em princípio, não pode ultrapassar o valor do capital social da empresa. Com relação às debêntures com garantia real e debêntures com garantia flutuante, o teto do valor é ainda mais restrito, a medida em que, no caso de debêntures com garantia real, via de regra, o seu valor não deve ultrapassar 80% do valor dos bens gravados próprios ou de terceiros; e, no caso de debêntures com garantia flutuante, não deve ultrapassar 70% do valor contábil do ativo da companhia, subtraindo do montante as suas dívidas garantidas por direitos reais. Já nos casos de debêntures conversíveis, o montante de não pode ultrapassar o patrimônio líquido apurado.

Conclui-se, portanto, que como requisitos básicos para emissão pública de debêntures, temos o seguinte:

- registro de companhia aberta;
- registro da emissão na CVM;
- contar com um agente fiduciário;
- publicação e arquivamento, no registro do comércio, da ata da assembleia geral e/ou da reunião do conselho de administração que deliberou sobre a emissão;
- inscrição da escritura de emissão no registro do comércio;
- constituição das garantias reais, se for o caso.

1.4.3. Bônus de subscrição

Os bônus de subscrição estão previstos nos artigos 75 a 79, da Lei das SA, e são títulos negociáveis, emitidos pelas companhias de capital autorizado. Confere-se aos seus titulares, nas condições mencionadas no respectivo certificado, o direito de subscrever ações do capital social (futura subscrição acionária).

Cabe ao Conselho de Administração instituir a emissão do bônus de subscrição no estatuto social e, caso isso não ocorra, caberá à Assembleia Geral. Aqueles que já forem acionistas da companhia possuem preferência na subscrição de ações (parágrafo único do artigo 77, da Lei das AS), de modo que, para que a subscrição seja feita por um novo acionista, os já existentes precisam renunciar ao seu direito de preferência. Entretanto, há uma ressalva com relação ao momento do exercício do direito de preferência, que deve ser exercido no momento da emissão do título.

Ressalta EIZIRIK¹⁵ que:

o grande atrativo desse título, do ponto de vista do investidor, está no fato de ele conferir o direito de subscrever ações a um preço previamente estabelecido”, de forma que [...] “ao subscrever o bônus, o investidor tem a expectativa de que, no momento do exercício do título, as ações de emissão da companhia estarão sendo negociadas por valor superior ao preço de exercício fixado no ato de emissão do bônus. Caso tal expectativa não se confirme, o direito conferido pelo bônus não deverá ser exercido, pois o investidor, em regra, poderá adquirir, no mercado, ações de emissão da companhia a preços inferiores.

Com relação à liquidação antecipada, os bônus de subscrição devem observar o artigo 77 da Lei das SA, a Instrução 79/88 da CVM e Decisão Conjunta BC/CVM 3/96.

Por fim, o bônus de subscrição representa para a companhia uma forma de captação de recursos junto a terceiros ou mesmo uma forma de estímulo de se diversificar os valores mobiliários de sua emissão.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson; Gaal, Ariádna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. Mercado de capitais – regime jurídico. 4.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

1.4.4. BDR (Brazilian Depositary Receipt), ou Certificado de Depósito de Valores Mobiliários

O certificado de Depósito de Valores Mobiliários, do inglês Brazilian Depositary Receipt – BDR, é um valor mobiliário emitido no Brasil que representa outro valor mobiliário emitido por companhias abertas, ou semelhantes, com sede no exterior.

No Brasil, a instituição que emite esse título é chamada de instituição depositária.

Conforme a Instrução 332/ 2000 da CVM, o BDR pode ser classificado em diferentes níveis, classificação essa que levará em conta as características de divulgação de informações, a distribuição e negociação e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito.

O BDR patrocinado é aquele que é instituído por uma única instituição depositária, a ser contratada pela própria companhia emissora dos valores mobiliários objeto do certificado. Nesse caso, a empresa patrocinadora é a companhia aberta, que possui sede no exterior, emissora dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito, e que esteja sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM no exterior. Os BDRs patrocinados são classificados em três níveis.

O Nível I refere-se aos BDRs dispensados do registro de companhia na CVM. Nesse caso, eles são negociados apenas em mercados de balcão não organizado ou em segmentos específicos de BDRs nível I em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores. A divulgação das informações da companhia emissora deve também ocorrer em seu país de origem, devendo também divulgar as seguintes informações, conforme dispõe o artigo 2º, da Instrução 431/2006 da CVM: “(i) fatos relevantes e comunicações ao mercado; (ii) aviso de disponibilização das demonstrações financeiras no país de origem; (iii) editais de convocação de assembleias; (iv) avisos aos acionistas; (v) deliberações das assembleias de acionistas e das reuniões do conselho de administração, ou de órgãos societários com funções equivalentes, de acordo com a legislação vigente no país de origem; e (vi) demonstrações financeiras da companhia, sem necessidade de conversão em reais ou de conciliação com as normas contábeis em vigor no Brasil”.

No caso dos BDRs dos Níveis II e III, há que se exigir o registro da companhia emissora na CVM e serem admitidos à negociação em mercados de balcão organizado ou bolsa de valores.

A diferença entre eles é que o registro do BDR patrocinado nível III deve ocorrer na hipótese de distribuição pública simultânea no exterior e no Brasil.

O emissor estrangeiro deve obter o registro na categoria A, conforme as regras da instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009, que determina as regras para registro dos valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados regulamentados. Além disso, conforme disposto no artigo 1º, do anexo 32-I da norma, somente ações emitidas por emissor estrangeiro podem ser lastro de certificados de depósito de ações – BDR.

Há ainda uma determinação com relação aos emissores que tenham sede no Brasil ou cujos ativos sejam localizados no Brasil, sendo necessário que correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação. A exceção a essa regra é para os emissores registrados na CVM como estrangeiros antes de 31 de dezembro de 2009, que ficaram dispensados da comprovação desse enquadramento para fins de registro de oferta pública de distribuição de BDR e programas de BDR.

Com relação ao investimento, as BDRs são consideradas uma boa forma de se diversificar os investimentos. Isso porque elas permitem que o investidor tenha acesso a ações que não possuem representantes brasileiros listados na B3, além de que, por as operações com BDR serem realizadas em reais, o processo torna-se mais barato. Em contrapartida, essa forma de investimento exige do investidor mais cautela e conhecimento para analisar as empresas nas quais fará o seu investimento.

2. REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1. A importância da regulação do mercado de valores mobiliários

Antes de se iniciar a análise deste novo tópico, importante trazer a definição de regulação dada por EIZIRIK¹⁶:

A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. Com efeito, num modelo puro de economia de livre mercado, a ordem jurídica não estabelece uma regulação da conduta dos participantes, restringindo-se a disciplinar os direitos de propriedade e as relações contratuais, sem, porém, limitar o direito do proprietário de usar o bem, ou estabelecer exigências com relação ao conteúdo dos contratos

Assim, as normas poderão ser tidas como reguladoras na medida em que limitem a liberdade dos participantes do mercado, que quanto à conduta, quer quanto aos bens negociados. A regulação pode ocorrer de modo voluntário ou contratual, quando é usualmente denominada “auto regulação”, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quanto contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador.

A regulação do mercado de valores mobiliários tem como principal objetivo buscar a eficiência do mercado mobiliário, levando sempre em consideração a proteção dos investidores e a manutenção de instituições, de forma confiável e competitiva.

Assim como mencionado nos tópicos acima, quando falamos em investimento falamos diretamente sobre a proteção do investidor. Por isso tamanha a importância da regulação dos valores mobiliários.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 45.

Uma boa regulação tende a atrair os investidores, que se sentem mais bem amparados e menos suscetíveis aos riscos de investimento. Importante ressaltar, entretanto, que a regulação não elimina os riscos do negócio, que são justamente a essência do mercado de capitais. O mercado se move pelos riscos dos investimentos. Quanto mais arriscado, maior o lucro.

O lucro está relacionado ao tipo de investimento e não à existência da regulação. A regulação reduz os riscos de existir comportamentos ilegais ou fraudulentos, mas isso não significa que ela aumente a taxa de sucesso no investimento.

Assim, a proteção garantida aos investidores é promovida por normas e agentes que regulam a emissão dos valores mobiliários. Os chamados intermediários financeiros serão abordados de forma mais detalhada nos subtópicos abaixo.

Por meio da regulação econômica deve-se também evitar a concentração de poder econômico, visto que a concentração diminui a competição, o que não é vantajoso para o mercado. Essa concentração, que deve ser evitada, pode surgir tanto entre as entidades que emitem os valores mobiliários, como entre os intermediários financeiros.

Abaixo serão trazidos os mecanismos e instituições encarregados do controle e ordenamento do mercado.

2.2. Características e estrutura organizacional da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei 6.385/1976, por meio da qual delegou-se a ela as funções de disciplinar, fiscalizar e aplicar sanções na seara do mercado de valores mobiliários. Com a Lei 6.385/1976 e a conseqüente criação da Comissão de Valores Mobiliários, a estrutura do mercado financeiro passou do modelo bipartido para o modelo tripartido, havendo, a partir de então, uma distinção mais bem definida do mercado financeiro e do mercado de capitais.

Com a edição da Medida Provisória 8, que foi convertida na Lei 10.411/200229, a CVM, de autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, passou a ser uma entidade autárquica em regime especial, sendo então considerada uma agência reguladora¹⁷.

Conforme já introduzido em tópicos anteriores, a CVM tem competência para regulamentar, observados o que cabe ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil.

A própria CVM determina fundamentos e princípios acerca da importância da regulação no mercado de valores mobiliários, sendo eles¹⁸:

A implementação de uma política de regulação, na medida que se pretenda dotá-la de consistência e coerência na sua aplicação, requer prévia definição de seus fundamentos básicos, em função dos quais serão elaborados os atos emanados da autoridade reguladora.

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se,

¹⁷ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

¹⁸ Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: fundamentos e princípios.

inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas com um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro desse contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo. A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.

Em se tratando de mercado financeiro, há que se considerar a peculiaridade desse setor, que possui relação direta com a necessidade de regulação da CVM. Isso porque o mercado financeiro envolve uma velocidade de acontecimentos e mudanças, que tendem a demandar processos legislativos céleres, daí a importância da CVM.

O próprio EIZIRIK define a competência da CVM¹⁹:

A CVM, como ente da Administração Pública, tem a sua atuação limitada pelos ditames legais. A Lei n. 6.385/1976 atribui-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado segmento do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários. Dentre os quatro segmentos compreendidos no

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

sistema financeiro nacional – o de crédito, o monetário, o de câmbio e o de valores mobiliários, este último encontra-se sob a fiscalização da CVM.

Além dos poderes atribuídos a CVM e listados no tópico 1.2 acima (artigo 1º da Lei das SA, a Comissão de Valores Mobiliários possui poder regulamentar e poder autorizante. Isso significa dizer, segundo Marcelo Barbosa Sacramone²⁰, que *“Cabe à CVM, por meio de instruções normativas, regulamentar os dispositivos legais de funcionamento regular do mercado de valores mobiliários. Por seu turno, à CVM compete o poder de autorizar a constituição de companhias abertas e a possibilidade de emissão de valores mobiliários”*.

Estrutura

Considerando a estrutura da CVM, a CVM é uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Fazenda²¹.

Conforme dispõe o artigo 6º da lei 6.385/19763022, a CVM é atualmente dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal.

O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, sendo vedada a sua recondução. Há três hipóteses de perda de mandato, sendo elas (i) a renúncia; (ii) a condenação judicial transitada em julgada; e (iii) o processo administrativo disciplinar a ser instaurado pelo Ministério da Fazenda.

Busca-se, por meio desse modelo de composição, atribuir maior estabilidade e independência às entidades reguladoras, visando evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado²³.

²⁰ Sacramone, Marcelo Barbosa. Manual de Direito Empresarial. ed. 3. São Paulo: Saraiva, 2022.

²¹ Artigo 5º da Lei 6385/76: É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

²² Art. 6º: A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

²³ Júlimo Ramalho Dubleux. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, pp. 34-37

2.3. Processo administrativo sancionador

Tendo como base as atribuições e deveres dos órgãos acima apresentados, este último tópico busca apurar a responsabilidade dos autores pela prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários ou por qualquer infração que viole a proteção do investidor. O Processo Administrativo Sancionador (PAS) é o meio utilizado para apurar infrações e aplicar penalidades e medidas coercitivas às instituições financeiras e demais instituições supervisionadas e aos integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), de acordo com as disposições da Lei 13.506, de 2017, e da Resolução BCB 131, de 2021.

As ações que se configuram como infrações puníveis por meio de processo administrativo sancionador estão previstas no art. 3º da Lei 13.506, de 2017, as quais incluem, entre outras: a sonegação de documentos e informações; o descuido de controles internos; o embaraço à fiscalização; a negligência a boas práticas de auditoria, a concessão de crédito e contabilidade; o desvio de recursos; e a realização de operações ou atividades vedadas, não autorizadas ou em desacordo com a autorização concedida pelo BACEN.

Esse tema encontra previsão legal também no artigo 174, da Constituição Federal de 1988, que dispõe que: *“Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”*

Nesse sentido, ensina EIZIRIK²⁴

As garantias conferidas aos particulares decorrem da constatação de que o poder punitivo atribuído à Administração Pública somente pode ser considerado legítimo na medida em que se confira aos acusados em processos administrativos prerrogativas da mesma natureza daquelas existentes no âmbito do Direito Penal. Embora inexistissem, até 1999, quando da edição da Lei n. 9.784 – que disciplinou o processo administrativo sancionador no âmbito da administração pública federal –, dispositivos específicos sobre a matéria, é inequívoco que as garantias assecuratórias do devido processo legal, em sua acepção mais ampla, sempre constituíram direito subjetivo público do acusado em qualquer processo

²⁴ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. ed. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

administrativo sancionador, decorrente de dispositivo constitucional expresso (artigo 5º, inciso LV da Constituição Federal). O inciso LIV do artigo 5º da Constituição também estabelece que ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal.

Nota-se, assim, a preocupação

Os procedimentos administrativos sancionadores são regidos por dois tipos de procedimentos: o de rito ordinário, que é disciplinado pela resolução 454/1977 e pela Deliberação 538/2008 da CVM, e o de rito sumário, disciplinado pela Resolução CMN n. 1.657/1989, bem como pela Resolução CMN2.785/2000 e pela Instrução 251/1996 e 335/2000, ambas da CVM.

Uma vez julgado, cabe à CVM aplicar aos infratores, com base no artigo 11, da Lei 6.385/1976:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Assim como qualquer relação em que há conflito de interesses, é imprescindível o papel do Estado nessa regulação. O combate a qualquer irregularidade enfrenta uma série de dificuldades, principalmente quando falarmos em títulos estrangeiros, como é o caso do Certificado de Depósito de Valores Mobiliários, já que é necessária uma análise de competência legislativa e um estudo sobre controle de ilícitos praticados em escala global.

Diante disso, nota-se um movimento cada vez maior da Comissão de Valores Mobiliários a fim de adaptar-se às mudanças. Parte desse posicionamento é visível nas tratativas de parcerias e acordos internacionais, que visam buscar entendimentos comuns para conferir maior agilidade ao processo sancionador.

Por fim, interessante ressaltar ainda a atuação preventiva da CVM, e não apenas repressiva, isto é, de maneira a impedir a ocorrência de ilícitos no mercado. Essa postura do órgão regulador busca garantir mais uma vez uma maior segurança ao investidor. Dentre as ações consideradas como preventivas, há a interrupção do prazo para convocação de AGE²⁵, que autoriza o aumento do prazo de antecedência para publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral aberta, nos casos em que a operação seja objeto da assembleia e que apresentem um certo grau de complexidade, que justifique a prorrogação do prazo.

Além disso, há a possibilidade de serem feitas as chamadas manifestações de entendimento, que consistem no parecer dado pela CVM sobre ocorrência de possíveis

²⁵ Artigo 2º da Instrução CVM nº 372/2002

ilegalidades com relação a um caso concreto. Essa é uma forma de a CVM mostrar o seu posicionamento e entendimento acerca de determinado acontecimento.

CONCLUSÕES

O presente trabalho foi desenvolvido mediante pesquisa doutrinária e teve como objetivo estudar de maneira mais profunda os valores mobiliários e os mecanismos de regulamentação no ordenamento jurídico brasileiro.

Nota-se que, ao longo das últimas décadas, houve um aumento da intervenção estatal na economia brasileira, por meio das agências reguladoras, bem como um crescimento exponencial do interesse da população brasileira em investimentos e títulos.

A partir desse cenário, o tema do trabalho surge como uma forma de orientação à população acerca dos riscos do mercado, que são o que movem o mercado de capitais. Daí a importância da existência da Comissão de Valores Mobiliários, como instrumento para garantir o acompanhamento das novas relações comerciais e consolidar a regulação do mercado de capitais

A Comissão de Valores Mobiliários conta com a independência necessária para garantir o acompanhamento das novas relações comerciais e consolidar a regulação do mercado de capitais. Não se pretende aqui endeusar o papel da CVM, visto que, assim como qualquer entidade, apresenta falhas, inclusive com relação à eficácia do princípio da *full disclosure*.

Há, entretanto, que se pontuar o papel cada vez mais presente da CVM, como instrumento para se repreender e evitar as práticas não equitativas, propiciando, assim, um terreno fértil para o crescimento e estímulo do número de investidores no mercado mobiliário brasileiro.

Espera-se, ainda, que o trabalho fomente a discussão da importância do mercado de capitais bem como da sua regulação eficiente, visto que o tema, especialmente na área acadêmica, tem pouquíssimos estudos a ele relacionados. Pretendeu-se, assim, evidenciar o importante papel da CVM, a fim de se conferir eficiência e confiabilidade ao mercado, para que os investidores se sintam seguros e que tenham a sua disposição as informações necessárias para conhecer os riscos envolvidos e basear a escolha de seus investimentos.

Procurou-se ainda esclarecer o princípio da *full disclosure* (princípio da ampla divulgação), que foi adotado pela Lei 6.385/1976, ao se definir como sendo um dos principais objetivos da Comissão de Valores Mobiliários a garantia ao acesso do público a informações

sobre os valores mobiliários negociados, a fim de se evitar qualquer ação que possa prejudicar os atores do mercado de valores mobiliários.

Dessa forma, com esses instrumentos cada vez mais robustos de proteção, a previsão é de que o mercado de capitais brasileiro se torne cada vez mais robusto e confiável, beneficiando a economia e o desenvolvimento nacional.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BORBA, Gustavo Tavares. Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados. 1. ed - São Paulo: editora Forense, 2020

NOVAES, Erasmo Valladão Azevedo, e IZIRIK, Nelson. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo: Almedina, 2015

IZIRIK, Nelson. Mercado de capitais: regime jurídico. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Quarter Latin, 2019.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes. 2 ed. Manual de Direito dos Valores Mobiliários. Almedina, 2018.

COELHO, Fábio Ulhôa. Tratado de Direito Comercial. Relações Societárias e Mercado De Capitais. Volume 4. São Paulo: Saraiva, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de direito comercial: direito de empresa. 23. ed. – São Paulo: Saraiva, 2011.

Site Portal do Investidor (<https://www.investidor.gov.br/>)