

**Pontifícia Universidade Católica de São Paulo**  
**PUC/SP**

**Anderson Rodrigues da Silva**

**Aspectos regulatórios da bolsa de valores no Brasil**

**Mestrado em Direito Comercial**

**São Paulo**

**2017**

**Anderson Rodrigues da Silva**

**Aspectos regulatórios da bolsa de valores no Brasil**

Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Maria Eugênia Finkelstein.

**São Paulo**

**2017**

BANCA EXAMINADORA

---

---

---

Dedico este trabalho aos meus pais, João Carlos e Ilda, por estarem ao meu lado em todos os momentos, pois sem o apoio incondicional não seria possível elaborar esta dissertação.

À minha companheira, Alessandra Granucci Rodeguer, por toda a compreensão, parceria e paciência em ler cada palavra escrita deste trabalho.



## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus pela oportunidade de cursar o mestrado em direito e concluir esta dissertação.

Agradeço à Professora Maria Eugênia Reis Finkelstein pela confiança depositada, orientação no curso de mestrado, bem como na carreira acadêmica como um todo.

Agradeço à Professora Ilene Patricia de Noronha Najjarian por toda a dedicação e ensinamento, desde a época da graduação, e por me guiar e incentivar nas áreas profissional e acadêmica.

Agradeço ao Professor Armando Rovai pela confiança depositada e pelas oportunidades acadêmicas.

Agradeço ao Professor Marcus Elídus Michelli de Almeida pelos ensinamentos durante o curso de mestrado.

## RESUMO

SILVA, Anderson Rodrigues da. *Aspectos regulatórios da bolsa de valores no Brasil*. 2017. 135 f. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

Nas últimas décadas, o avanço tecnológico foi tão significativo que ainda não se sabe ao certo qual será o seu alcance, mas é possível afirmar que toda a sociedade foi transformada. Tal transformação teve impacto nas bolsas de valores ao redor do mundo e no desenvolvimento do mercado de capitais. Pode-se dizer que todas as áreas sociais foram atingidas, compreendendo desde a forma de as pessoas se relacionarem até o modo como negociam ações nas bolsas de valores.

O objetivo do presente estudo será abordar o desenvolvimento da bolsa de valores no Brasil, seus principais aspectos e características, a forma como é feita sua regulamentação, sua autorregulação, o mercado de valores mobiliários e o papel essencial da Comissão de Valores Mobiliários a bem desse mercado e dos investidores, tendo em vista o seu relevante impacto social.

**Palavras-chave:** bolsa de valores, mercado de capitais, regulação, autorregulação, desmutualização, novo mercado.

## ABSTRACT

SILVA, Anderson Rodrigues da. *Regulatory aspects of the Brazilian stock exchange*. 2017. 135 f. Thesis (Master) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

Over the past decades, technological advances have been so significant, that it was not possible to accurately measure such effects; however, it is possible to say that communities worldwide have been transformed. Such transformation brought an impact on stock exchanges around the world as well as at the development of the capital market. It can be said that all areas of social interaction have been reached, ranging from the way people relate to each other, to the way the investors trade their shares on the stock exchanges.

The purpose of this article is to analyse the development of the Brazilian stock exchange, its main aspects and characteristics, the way in which its regulation is made, its self-regulation, the securities market and the essential role of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), in favor of the market and its investors, in view of its significant social impact.

**Keywords:** stock exchange, capital market, regulation, self-regulation, demutualization, new market.

## SUMÁRIO

|         |   |    |
|---------|---|----|
| 1       | INTRODUÇÃO .....  | 10 |
| 2       | O SURGIMENTO DA BOLSA DE VALORES .....  | 12 |
| 2.1     | O surgimento e a evolução da bolsa de valores no mundo .....                                    | 12 |
| 2.2     | O surgimento e a evolução da bolsa de valores no Brasil.....                                    | 16 |
| 2.2.1   | A atual estrutura da bolsa de valores brasileira .....  | 21 |
| 3       | CONCEITO DE BOLSA DE VALORES .....  | 26 |
| 3.1     | Estrutura da bolsa de valores .....   | 26 |
| 3.2     | Função da bolsa de valores .....  | 33 |
| 3.3     | Natureza jurídica.....  | 36 |
| 4       | ASPECTOS REGULATÓRIOS DO MERCADO DE CAPITALIS E A<br>AUTORREGULAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES ..... | 38 |
| 4.1     | Evolução legislativa do mercado de capitais no Brasil.....                                      | 38 |
| 4.1.1   | O surgimento da Lei do Mercado de Capitais .....  | 42 |
| 4.2     | A regulação do mercado de capitais pela CVM.....  | 46 |
| 4.2.1   | A aplicação de penalidades pela CVM .....   | 53 |
| 4.2.1.1 | Não divulgação de fato relevante .....  | 55 |
| 4.2.1.2 | Insider trading.....  | 58 |
| 4.2.1.3 | Churning .....  | 63 |
| 4.2.2   | A Medida Provisória nº 784 e o Projeto de Lei nº 8.843/2017 .....                               | 65 |
| 4.3     | Autonomia regulatória da bolsa de valores.....  | 69 |
| 4.3.1   | Origem e desenvolvimento do modelo autorregulatório adotado no<br>Brasil .....                  | 74 |
| 4.4     | Vantagens da autorregulação .....   | 79 |
| 4.5     | Desvantagens da autorregulação.....   | 83 |
| 5       | DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES.....  | 87 |
| 6       | VALORES MOBILIÁRIOS EM NEGOCIAÇÃO NO BRASIL.....  | 90 |
| 6.1     | Ações .....   | 91 |
| 6.1.1   | Espécie das ações.....  | 92 |
| 6.1.1.1 | Ações ordinárias .....  | 92 |
| 6.1.1.2 | Ações preferenciais.....  | 93 |
| 6.1.2   | Forma das ações.....  | 95 |
| 6.1.3   | Valor das ações .....   | 97 |
| 6.1.4   | Classe das ações.....   | 98 |
| 6.2     | Debêntures .....  | 99 |

|      |   |     |
|------|---|-----|
| 6.3  | Bônus de subscrição.....  | 102 |
| 6.4  | Cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários ..... | 103 |
| 6.5  | Certificado de depósito de valores mobiliários.....   | 104 |
| 6.6  | Cédula de debêntures .....  | 105 |
| 6.7  | Cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos .....   | 106 |
| 6.8  | Notas comerciais.....   | 108 |
| 6.9  | Contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários .....     | 109 |
| 6.10 | Outros contratos derivativos, independentemente de ativos subjacentes .....                                     | 111 |
| 6.11 | Títulos ou contratos de investimento coletivo .....   | 111 |
| 7    | O NOVO MERCADO .....  | 113 |
| 7.1  | O surgimento do Novo Mercado.....   | 113 |
| 7.2  | O Novo Mercado no Brasil.....   | 115 |
| 8    | CONCLUSÃO .....   | 121 |
| 9    | REFERÊNCIAS.....  | 123 |

# 1 INTRODUÇÃO

Com o passar dos anos, as bolsas de valores de todo o mundo evoluíram, e novos mecanismos, institutos e operações foram criados, dada a importância do assunto na atualidade. Assim, faz-se necessária uma abordagem acerca dos principais aspectos das bolsas de valores e do chamado Novo Mercado de negociação de ações.

O objetivo do presente estudo será delimitar os principais aspectos das bolsas de valores, desde o seu surgimento até o advento da tecnologia, traçando o contexto histórico do avanço não somente das bolsas de valores, mas também do mercado de capitais como um todo. Será demonstrado como se dá o seu funcionamento e o do Novo Mercado, o qual buscou, quando da sua constituição, atrair novos investimentos, além de ampliar a política de governança corporativa e a transparência, elementos que estão na pauta atualmente.

Em primeiro lugar, será apresentado um breve panorama histórico das bolsas de valores no mundo, demonstrando como se deu o seu surgimento e desenvolvimento até os dias de hoje, especialmente no Brasil, até a sua atual estrutura e forma de atuação. Posteriormente, serão estabelecidos os conceitos de bolsa de valores e de suas importantes particularidades, visando definir sua natureza jurídica, estrutura e função.

Será também abordada a evolução legislativa do mercado de capitais, a fim de melhor compreender os aspectos do sistema regulatório das bolsas de valores, uma vez que é realizado de maneira diferente do habitual. O estudo abrange, ainda, a análise sobre o ente responsável por efetuar a supervisão e a fiscalização, bem como o modo de funcionamento da autorregulação exercida pelas bolsas de valores.

Em seguida, uma explanação sobre o procedimento da desmutualização das bolsas de valores, ponto de vital importância para o tema, uma vez que provocou significativa modificação na sua estrutura jurídica e facilitou toda a reorganização societária feita pelas bolsas, incluindo a brasileira, permitindo sua estrutura atual.

O presente estudo tratará brevemente sobre os valores mobiliários admitidos à negociação no Brasil, com foco especial nas ações, tendo em vista ser o valor mobiliário de maior volume de negociação nas bolsas de valores, com suas definições e principais

conceitos, de modo a tornar mais clara a compreensão acerca das ações negociáveis e dos direitos e obrigações inerentes às duas principais espécies no Brasil: as ações ordinárias e preferenciais.

Por fim, será analisado o novo mercado de negociação de ações, implementado no Brasil pela então Bovespa S.A., atual B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão, no ano de 2001. O objetivo será definir em que consiste o novo mercado e quais as principais regras e exigências impostas às companhias que nele estiverem listadas.

Cumprido ressaltar que o presente estudo não tem a intenção de esgotar o tema em questão, tendo em vista tratar-se de um assunto extenso e complexo, cujos respectivos capítulos poderiam contemplar, individualmente, trabalhos isolados acerca de cada matéria abordada.

## 2 O SURGIMENTO DA BOLSA DE VALORES

### 2.1 O surgimento e a evolução da bolsa de valores no mundo

Para melhor compreensão da atual estrutura das bolsas de valores e do mercado acionário como um todo, faz-se oportuno traçar um breve panorama histórico contextualizando seu surgimento e o das primeiras sociedades por ações, em âmbito global. Cumpre mencionar que a verdadeira origem das grandes companhias é foco de debates e discussões no mundo jurídico dada a divergência de opiniões sobre como ocorreu.

Quanto às bolsas de valores, apesar de não existir uma afirmação categórica sobre seu surgimento, o mais provável, segundo historiadores, é que sua história remonte à Idade Média, na cidade de Bugres, atualmente localizada na Bélgica. Acredita-se que a denominação “bolsa” decorreu da nobre família *Van der Buerse*, simbolizada pelo brasão de armas que continham três bolsas, representando suas honrarias mercantis.<sup>1</sup> Assim, em vez de irem às praças locais, os negociantes passaram a se dirigir aos *Buerse*, ou aos “Bolsas”, os quais, no ano de 1309, disponibilizaram edifício próprio para o encontro de pessoas interessadas em realizar transações comerciais e financeiras.

Como é possível imaginar, a denominação “bolsa de valores”, que remete às transações financeiras nelas realizadas, propagou-se e passou a ser utilizada para nomear todos os ambientes físicos usados para as respectivas negociações. A *Nieuve Buerse* foi a primeira bolsa oficial criada no ano de 1531, tendo sido constituída a Bolsa de Londres ou *Royal Exchange*, em 1571.<sup>2</sup>

No entanto, não existia naquela época a negociação das ações de emissão das sociedades, mas apenas a comercialização de quotas e outros títulos, realizada nas ruas e, portanto, aberta ao público.

Tem-se, nas antigas Terras Baixas, hoje Holanda, o primeiro registro de negociação de uma ação. Por coincidência ou não, o país, por volta do ano 1500, dada a escassez de

---

<sup>1</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 306.

<sup>2</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 306.

recursos e a geografia local, dependia da união do seu povo para manter a cidade acima da água, em virtude dos constantes alagamentos. Tamanho trabalho em conjunto era recompensado com um salário, e não com comida, como acontecia em outras partes da Europa, fator que pode ter motivado a população a criar alternativas e outras formas de remuneração.<sup>3</sup>

As sociedades anônimas, emissoras das ações que passaram a ser negociadas no mercado acionário, tiveram como uma de suas precursoras as companhias de colonização, organizadas durante os séculos XVII e XVIII. A intenção, segundo Fábio Ulhoa Coelho, era, além de possibilitar os empreendimentos de conquistas de territórios e manutenção de colônias, desenvolver o comércio ultramarino.<sup>4</sup>

Portanto, assim como fizeram Portugal e Espanha, os holandeses resolveram se lançar ao mar na expedição que ficou conhecida como a “corrida dos temperos e especiarias” e, no ano de 1600, a Holanda já possuía cerca de seis sociedades, que operavam navios mercantes com destino à Índia<sup>5</sup> na busca por temperos, de modo geral. No entanto, a Holanda encontrava um problema que os dois países ibéricos não tinham: o acesso ao crédito para financiar as embarcações e suas longas jornadas.

As expedições em busca de especiarias, além de serem caras, demoravam para retornar, isso quando não havia naufrágio e tudo se perdia. Além disso, os holandeses tinham que arcar com bases e fortificações permanentes, visando evitar que esses locais fossem tomados pelas coroas espanhola e portuguesa, as quais, por volta de 1580 e 1640, eram unidas.<sup>6</sup>

Os Estados Gerais Holandeses, parlamento das Províncias Unidas, operaram, então, uma grande fusão entre as seis Companhias das Índias existentes na Holanda, dando origem à primeira grande corporação de que se tem registro, uma única sociedade estatal, a Companhia

---

<sup>3</sup> VERSIGNASSI, Alexandre. *Crash*. Uma breve história da economia – da Grécia antiga ao século XXI. São Paulo: Leya, 2011. p. 114-115.

<sup>4</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 84.

<sup>5</sup> FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009. p. 123.

<sup>6</sup> FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009. p. 123.

Unida das Índias Orientais, que, na sua língua de origem, era denominada *Vereennigde Nederlandsche Geoctroyeerde Oostindische Compagnie*, também conhecida como VOC.<sup>7</sup>

Cumprе mencionar que, além da pioneira VOC, havia seis Companhias das Índias Orientais. Existiam ainda quatro Companhias das Índias Ocidentais: a francesa, a sueca, a dinamarquesa e a holandesa, sendo esta última constituída no ano de 1602, visando a conquista do território brasileiro.<sup>8</sup>

A VOC, no ano de 1602, era composta por uma diretoria com dezessete membros e tratava todas as viagens como um empreendimento único, ou seja, os investidores participavam dos lucros e corriam os riscos de todas as expedições. Por sua vez, os ingleses tratavam as viagens como empreendimentos segregados, com diferentes acionistas, e acabaram por copiar o modelo holandês uma década depois.<sup>9</sup>

A ideia principal quando da criação da VOC foi arrecadar recursos para financiar as expedições, mas não de bancos ou poucos investidores afortunados; a intenção, na verdade, foi reunir inúmeros investidores que contribuiriam com determinados valores, os quais, somados, satisfariam as necessidades da nova companhia. Dessarte, surgiu a primeira emissão pública de ações de emissão de uma sociedade.

À época, a nova companhia reuniu 1.143 subscritores, os quais subscreveram o equivalente a 6.450.000,00 (seis milhões, quatrocentos e cinquenta mil) florins holandeses.<sup>10</sup> No entanto, como a maioria dos investidores era trabalhador comum e, muitas vezes, precisava do dinheiro de volta antes do período previsto, por exemplo, para uma emergência familiar, nasceu, como consequência, o mercado secundário de negociação de ações, tendo sido, no mesmo ano, negociada a primeira ação de emissão de uma sociedade, com o capital fracionado e distribuído à população em geral.

---

<sup>7</sup> FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009. p. 123.

<sup>8</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 84.

<sup>9</sup> MICKLEWAIT, John; WOOLDRIGE, Adrian. *A companhia: breve história de uma ideia revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003. p. 48.

<sup>10</sup> FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009. p. 124.

Portanto, nasceu o primeiro mercado acionário, destinado a negociar as partes da VOC, que, em 1607, já possuía um terço do total das ações em circulação, transferidas dos proprietários originais a terceiros. Pode-se dizer que o modelo deu tão certo que originou o que atualmente é conhecido como mercado secundário de ações, no qual os acionistas que não desejam mais possuir seus títulos os negociam com terceiros. Nesse sentido, as companhias também saíam ganhando, uma vez que não tinham a necessidade de eventualmente recomprar a ação já em circulação daquele que não mais desejava ser acionista.

Tamanho foi o sucesso do novo segmento que, em 1608, foi disponibilizado o primeiro local para a realização das negociações de ações pelos holandeses e, ainda, em 1609, foi fundado o *Amsterdam Exchange Bank*, visando um sistema monetário efetivo e a subsequente nova ligação entre companhia, bolsa e instituições financeiras.<sup>11</sup> Entretanto, a primeira bolsa de valores regular surgiu em 1611, próxima à sede da VOC.<sup>12</sup>

Nas palavras de Francesco Galgano,

[...] com as companhias das Índias dos séculos XVII e XVIII aparece, pela primeira vez, o fenômeno a que, com o decurso do tempo, deu-se o nome de socialização do capital, formado pelas entradas de capital, não de classe mercantil, mas das outras classes detentoras de riqueza.

Ou seja, as sociedades anônimas passaram a realizar a captação de recursos de toda a população interessada, fenômeno que foi se aperfeiçoando e evoluindo conforme o desenvolvimento do mercado.<sup>13</sup>

Logo, quanto ao ocorrido inicialmente nos Países Baixos para possibilitar as grandes navegações, entende Ary Oswaldo Mattos Filho que o modelo atualmente adotado, pelo qual há a presença de sócios e a distribuição periódica de lucros a investidores que

---

<sup>11</sup> FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009. p. 126-127.

<sup>12</sup> MICKLEWAIT, John; WOOLDRIGE, Adrian. *A companhia: breve história de uma ideia revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003. p. 49.

<sup>13</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 22.

detenham participação em determinado empreendimento, tem origem no cenário supramencionado, remontando à Companhia das Índias Orientais.<sup>14</sup>

Diante do exposto, pode-se compreender que as sociedades anônimas foram se desenvolvendo e se aperfeiçoando ao longo do tempo, de forma que tivessem a possibilidade de captar recursos a longo prazo sem a necessidade de devolvê-los. Surgiu a oportunidade de substituir os tradicionais empréstimos bancários pela alienação de frações do seu capital social, o qual é formado pelo número de ações correspondente ao respectivo valor.

Conseqüentemente, tais companhias passaram a ser listadas nas bolsas de valores, sendo este o ambiente físico e, atualmente, também eletrônico para que se torne possível a referida operação. Pode-se afirmar que o modelo holandês se espalhou e se multiplicou pelo mundo, atraindo uma enorme quantidade de sociedades e interessados em negociar suas respectivas partes.

Conforme analisado, vale ressaltar que toda essa engenhosidade apreciada nos dias de hoje tem origem nas iniciativas tomadas na Idade Média, as quais não foram, em nenhum momento, substituídas, mas apenas transformadas, a fim de que acompanhassem a evolução constante das atividades empresariais e do posteriormente desenvolvido mercado de capitais ou de valores mobiliários, como também é chamado.

## **2.2 O surgimento e a evolução da bolsa de valores no Brasil**

O primeiro relato que se tem no Brasil sobre captação de poupança popular remonta a 1808, ano em que ocorreu uma emissão de ações com o intuito de financiar a chegada e a instalação da Coroa portuguesa, a qual não foi tão promissora como se esperava, tendo em vista que durou quase dez anos e teve que conceder algumas vantagens e honrarias aos seus subscritores.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 197.

<sup>15</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 243.

A colocação de ações mencionada *supra* foi feita por D. João VI, por meio do primeiro Banco do Brasil, constituído no mesmo ano em que se deu a oferta pública realizada com a chegada da Coroa portuguesa.<sup>16</sup> Nota-se que, no Brasil, diferentemente do ocorrido na Holanda, a negociação não tinha o objetivo claro de um fomento mercantil, mas sim de possibilitar à realza a obtenção de capital para a satisfação de seus anseios.

Tal fenômeno, positivo ou negativo, já começa a demonstrar a grande variedade de objetivos e interesses que poderiam ser alcançados com as bolsas de valores, uma vez que, pode-se dizer, estava sendo utilizada, na ocasião, para uma necessidade estatal, ou real, nesse caso, e não corporativo, como ocorrido em outros lugares do mundo.

No Brasil, quando da instituição das bolsas de valores, o cenário era completamente diferente do que temos hoje, considerando que, por volta do ano de 1820, o ponto de encontro dos corretores era no Rio de Janeiro, em um lugar conhecido como “Praça do Comércio”. À época, apesar de a primeira bolsa de valores do País ter sido constituída na cidade de Salvador, Bahia, já era permitida a negociação na Praça, desde que paga a anuidade para a realização das negociações.<sup>17</sup>

A atividade, antes vitalícia, exercida pelos corretores oficiais, os quais negociavam na Praça Pública, e não em um lugar apropriado como hoje, foi regulamentada, pela primeira vez no Brasil, por meio do Decreto nº 417, de 14 de junho de 1845.<sup>18</sup> Cabe ressaltar que os referidos corretores eram nomeados, à época, pelo Ministério da Fazenda.<sup>19</sup>

Tal normativa promoveu grande valorização da atividade então exercida pelos corretores e definiu, entre outros pontos, o seu conceito, o que poderia ser por eles negociado, além de ter criado algumas restrições sobre quem poderia ser corretor, por exemplo, ter idade superior a vinte e cinco anos e trabalhado no ramo por pelo menos três anos. Cumpre mencionar que, posteriormente, a profissão foi ainda disciplinada no Capítulo II do Código

---

<sup>16</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 86.

<sup>17</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 243.

<sup>18</sup> Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-417-14-junho-1845-560499-publicacaooriginal-83429-pe.html>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

<sup>19</sup> MELLAGI FILHO, Armando. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas, 1998. p. 90.

Comercial, Lei nº 556/1850, nos artigos 36 a 67,<sup>20</sup> e conceituada como “aquele que exerce a atividade de agente auxiliar do comércio”.

Ainda no século XIX, no ano de 1890, logo no início da República, foi fundada a primeira bolsa de valores localizada na cidade de São Paulo, então denominada “Bolsa Livre de São Paulo”, que encerrou suas atividades em 1891 em virtude da crise financeira.<sup>21</sup> A conhecida “Bovespa” teve origem em 1895, sob a denominação de “Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo”. Importante mencionar que, à época, as bolsas de valores eram consideradas entidades oficiais corporativas vinculadas às Secretarias de Finanças, atuais Fazendas Estaduais.<sup>22</sup>

No decorrer dos anos, novas bolsas de valores surgiram e, no ano de 1934, foi instalada, no Palácio do Café, na cidade de São Paulo, a chamada “Bolsa Oficial de Valores de São Paulo”. Entretanto, apenas em 1965, com a reforma do mercado financeiro e de capitais, que será mais bem abordado no Capítulo 4, que a figura do corretor oficial foi substituída pela sociedade corretora.

Nesse período, as bolsas de valores nacionais deixaram de ser subordinadas à Secretaria da Fazenda e passaram a ter natureza de entidades civis sem fins lucrativos, além de terem adquirido autonomia administrativa, financeira e patrimonial, por força do artigo 6º da Lei 4.728/1965. Assim, em 1967, a bolsa de valores localizada na cidade de São Paulo recebeu o nome de “Bolsa de Valores de São Paulo” ou “Bovespa”,<sup>23</sup> denominação utilizada até março de 2017, conforme será analisado.

As modificações mencionadas, ocorridas na Bovespa na década de 1960, foram fruto não somente de alterações na estrutura política e econômica do País, mas também do avanço tecnológico possibilitado por investidores institucionais. Tais fatores foram fundamentais para a concentração do mercado de ações nas praças de São Paulo e Rio de Janeiro,<sup>24</sup> ressaltando ainda que, segundo Otavio Yazbek, as duas bolsas praticamente

---

<sup>20</sup> Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L0556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L0556-1850.htm)>. Acesso em: 8 jul. 2017.

<sup>21</sup> Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

<sup>22</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 347.

<sup>23</sup> Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 16 jun. 2017.

<sup>24</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 141.

competiram pela primazia no mercado brasileiro e, a partir de 1989, o mercado nacional migrou para São Paulo e se consolidou, passando a assumir os traços atuais.<sup>25</sup>

No passado, chegaram a existir nove bolsas de valores no Brasil, localizadas em diferentes Estados. No entanto, no ano 2000, foi firmado um Convênio de Integração e Parcerias entre as bolsas,<sup>26</sup> pelo qual a Bovespa absorveu as atividades da Bolsa de Valores da Bahia e do Rio de Janeiro, que já fora a mais importante do País, passando tal absorção a se estender também às demais bolsas. Tal fato fez com que as operações realizadas por bolsas regionais passassem a ser efetuadas por corretoras membros da bolsa de valores de São Paulo e, como consequência, essa se tornou o único centro de negociação de ações do Brasil, até os dias de hoje.

Um acontecimento marcante que também refletiu no mercado de capitais atual deu-se nos anos de 2007 e 2008, quando a Bovespa, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, a Bovespa Supervisão de Mercado e a Bolsa de Mercadorias & Futuros deixaram de ser associações civis sem fins lucrativos e tornaram-se sociedades por ações, regidas pela Lei nº 6.404/1976, e com registro de capital aberto na Comissão de Valores Mobiliários.

Por conseguinte, as então associações tornaram-se companhias e, posteriormente, suas ações passaram a ser listadas e negociadas na Bovespa,<sup>27</sup> em um processo conhecido como desmutualização, que será oportunamente analisado no presente estudo, pelo qual os detentores de títulos patrimoniais passaram a ser acionistas da Bovespa Holding S.A.

Entretanto, para que fosse possível o cenário referido, em um primeiro momento, foi realizada a transformação das entidades sem fins lucrativos em sociedades por ações. Nessa fase, a bolsa ainda não possuía o registro na CVM como atualmente e, portanto, a negociação de suas ações era restrita a determinados acionistas, e não negociadas no mercado acionário da bolsa de valores.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 141.

<sup>26</sup> Disponível em: <<http://www.bovesba.com.br/bovesba.asp>>. Acesso em: 1º nov. 2017.

<sup>27</sup> Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 27 maio 2017.

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 217.

O segundo passo consistiu no pedido de abertura de capital, por meio do registro na Comissão de Valores Mobiliários, órgão competente por supervisionar e fiscalizar o mercado de capitais, o que possibilitou a comercialização das ações ao público em geral, com a realização da oferta pública inicial da BM&F Bovespa, ou IPO, como também é conhecido o referido processo, considerando a tradução literal da palavra inglesa – *Initial Public Offering*. Dessarte, ocorreu a negociação de suas ações no mercado primário e, após, no secundário, conforme será oportunamente estudado.<sup>29</sup>

No caso da Bovespa, especificamente, a reestruturação societária para a desmutualização transcorreu-se da seguinte forma: a então associação, Bovespa, era controladora da Bovespa Serviços S.A., a qual detinha 19,6% do capital da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Assim, houve uma redução no capital social da Bovespa Serviços S.A., mediante a entrega de sua participação na CBLC para a Bovespa.<sup>30</sup>

Em seguida, ocorreu a cisão parcial da associação Bovespa, por meio da qual a Bovespa Holding S.A. e a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. procederam à incorporação das parcelas cindidas da referida associação. Por meio dessa reestruturação societária, a Bovespa Holding S.A. passou a deter a totalidade do capital da Bolsa de Valores de São Paulo S.A., a qual assumiu as atividades operacionais antes atribuídas à Bovespa, bem como se tornou detentora do capital da CBLC.<sup>31</sup>

Diante do exposto, é possível visualizar que, até a reestruturação societária que deu origem à B3, a bolsa de valores de São Paulo era composta por uma *holding* (Bovespa Holding S.A.), a qual possuía registro de capital aberto, perante a CVM, e duas subsidiárias integrais (a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. e a CBLC). Por sua vez, as duas últimas constituíram uma associação (Bovespa Supervisão de Mercados), encerrando, assim, os procedimentos necessários para o processo de desmutualização da Bovespa.

---

<sup>29</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 217.

<sup>30</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 41.

<sup>31</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 41.

No ano de 2008, foi aprovada pelos órgãos administrativos da BM&F S.A. e Bovespa Holding S.A. a integração das atividades das respectivas companhias, mediante a incorporação da BM&F pela sociedade então denominada Nova Bolsa S.A.<sup>32</sup> que, por meio da ata de assembleia geral extraordinária, datada de 8 de maio de 2008,<sup>33</sup> passou a ser denominada BM&F Bovespa S.A., uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado e extremamente importante para o País, uma vez que atualmente é a única bolsa de valores em exercício.

Cumprе mencionar que, com a reestruturação ocorrida, a bolsa de valores mesclou suas operações com a BM&F, que concentrava sua atuação no segmento de mercado futuro, no qual são negociados, por exemplo, contratos agrícolas que asseguram o preço de safra futura, entre outros, como ouro, dólar etc. Esse foi um fator que contribuiu fortemente para a formação da estrutura existente até o início do ano de 2017, momento em que uma nova reestruturação societária modificou novamente o cenário do mercado acionário brasileiro, conforme será analisado a seguir.

### 2.2.1 A atual estrutura da bolsa de valores brasileira

No início de 2017, a BM&F Bovespa, que já cumulava as funções de bolsa de valores e de mercadorias e futuros, fez uma nova operação societária, pela qual se uniu à Cetip S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. Esta última foi constituída em 1984 e, assim como a Bovespa, era originalmente uma associação civil sem fins lucrativos que, em 2008, passou pelo processo de desmutualização, por meio da qual uma nova sociedade formada sob a denominação mencionada absorveu a parcela cindida da antiga associação e, em 2009, realizou a abertura do seu capital com a consequente distribuição de ações no Novo Mercado da BM&F Bovespa.<sup>34</sup>

Para se ter uma melhor dimensão do tamanho da operação pretendida, um dos grandes desafios da reestruturação societária aludida *supra* foi a sua aprovação pelo Conselho

---

<sup>32</sup> Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3peaNQptcOg L469BTZVWZ9FS%2bxZhl865%2bWzA5fl4g3SWG6kDIxXTpHLv>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

<sup>33</sup> Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3pcdJjOBf1Y ntYFaGB7aW0Mh8RF%2fPzmTA%2bsY3k5CTitQNE4FfxBxAhIH>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

<sup>34</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 254-255.

Administrativo de Defesa Econômica, também conhecido como Cade, autarquia federal, vinculada ao Ministério da Justiça, responsável por avaliar e aprovar atos de concentração de mercado nas respectivas atividades. Os Conselheiros do Cade aprovaram a operação pretendida pela BM&F Bovespa e Cetip, ao julgar o Ato de Concentração nº 08700.004860/2016-11.

Apesar da aprovação, foram impostas algumas condições bastante rigorosas pelos Conselheiros do Cade, por meio da celebração do “Acordo em Controle de Concentração”, também denominado ACC, pelo qual as então Compromissárias, BM&F Bovespa e Cetip, submeteram-se a uma série de condições identificadas pela autarquia como essenciais para a manutenção da ordem concorrencial no respectivo mercado de atuação. Entre as condições, em suma, estão algumas de grande impacto, como: (i) regras de acesso aos mercados de bolsa e balcão; (ii) controle de precificação dos produtos e serviços; (iii) submissão à arbitragem para solução de controvérsias; e (iv) normas de conduta relacionadas à governança corporativa. O referido ACC impõe o cumprimento pelas compromissárias, no prazo de cinco anos, sob pena de multas e demais penalidades.

O exposto *supra* demonstra a relevância do mercado, bem como das sociedades em questão, uma vez que a Cetip era líder no seu segmento e a BM&F Bovespa não tem concorrentes no mercado de bolsa brasileiro. Assim, pode-se depreender que a atuação do Cade é de grande importância, considerando o poder de impor condições na própria condução do negócio, visando torná-lo mais benéfico e acessível a toda a sociedade.

A operação que resultou na atual estrutura societária ocorreu com a incorporação das ações de emissão da Cetip S.A. pela Companhia São José Holding, sendo esta última incorporada pela BM&F Bovespa S.A., por meio de deliberação realizada em ata de reunião do conselho de administração da BM&F, na data de 15 de abril de 2016. Após todo o trâmite necessário para que fosse legalmente consolidada a operação, em 10 de maio de 2017, foi deliberada, em sede de assembleia geral extraordinária, a alteração da razão social da sociedade incorporadora para B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.<sup>35</sup>

---

<sup>35</sup> Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3pcdJjOBf1YntYFaGB7aW0Mh8RF%2fPzmTA%2bsY3k5CTitQNE4FfxBxAhIH>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

Importante mencionar, para uma melhor compreensão da reorganização societária que deu origem à atual estrutura do mercado de ações brasileiro, que, diferentemente do noticiado pela mídia,<sup>36</sup> não foi uma operação de fusão que deu origem à B3. Caso essa fosse a operação, nos termos do artigo 228 da Lei nº 6.404/1976,<sup>37</sup> a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão deveria ter sido constituída como uma nova sociedade, a qual absorveria todo o patrimônio social das sociedades fusionadas, sucedendo-as em todos os direitos e obrigações e, por consequência, obtendo um novo Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ), o que não aconteceu.

Diante do exposto, em conformidade com as respectivas atas deliberativas arquivadas e constantes de certidão simplificada obtida na Junta Comercial do Estado de São Paulo, é correto afirmar que, por força do artigo 252 da Lei nº 6.404/1976,<sup>38</sup> foi realizada a incorporação das ações da Cetip S.A. pela Companhia São José, operação pela qual a primeira tornou-se subsidiária integral desta última, sem que tenha sido extinta do mundo jurídico. Em seguida, a BM&F Bovespa S.A. efetuou uma nova operação, agora de incorporação de sociedade, nos termos do artigo 227, *caput* e § 3º, da Lei nº 6.404/1976,<sup>39</sup> ocasião em que adquiriu a Companhia São José, resultando na extinção da sociedade incorporada.

Portanto, a consolidação mencionada possibilitou o fortalecimento da BM&F Bovespa, uma vez que a Cetip não atuava exatamente no mercado acionário, mas era a líder na criação, desenvolvimento e administração de mercados organizados de valores mobiliários, títulos, derivativos, além de operacionalizar e manter sistemas de registro dos respectivos ativos, bem como outras atividades constantes do seu estatuto social.<sup>40</sup> O segmento é

<sup>36</sup> Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/03/1871145-fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-gera-nova-empresa-b3.shtml>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

<sup>37</sup> “Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.”

<sup>38</sup> “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.”

<sup>39</sup> “Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações

[...]

§ 3º Aprovados pela assembleia geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.”

<sup>40</sup> Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/docs/age25092009/Estatuto%20Social%20CETIP%20-%20AGE%20051009%20\\_02%2010%2009\\_\\_final.pdf](http://www.cetip.com.br/docs/age25092009/Estatuto%20Social%20CETIP%20-%20AGE%20051009%20_02%2010%2009__final.pdf)>. Acesso em: 9 jul. 2017.

conhecido no Brasil como mercado de balcão organizado e funciona sob o sistema da autorregulação exercida pela própria entidade privada.

Cumprido salientar que a BM&F Bovespa já atuava no segmento desde o ano de 2002, quando a então Bovespa fez uma operação societária que adquiriu a Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (Soma), primeiro mercado de balcão organizado destinado à negociação de ações no Brasil.<sup>41</sup>

Visando uma melhor compreensão das atividades até então exercidas pela Cetip, cabe ressaltar que o mercado de balcão organizado é fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários e consiste em ambiente eletrônico de negociação de títulos e outros valores mobiliários,<sup>42</sup> os quais são emitidos por sociedades, fundos de investimentos, entre outros participantes. Como exemplo, são realizados nesse mercado a emissão, o registro e a negociação de debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), cotas de fundos de investimento, bem como outros valores mobiliários.

Portanto, para que se possa ter a dimensão da proporção do negócio realizado, a reorganização societária foi avaliada em aproximadamente R\$ 12.000.000.000,00 (doze bilhões de reais), segundo mídia especializada,<sup>43</sup> e parece ainda maior quando se leva em consideração que a então denominada B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, é hoje o único ambiente para a negociação de ações no Brasil e responsável por todo o registro e negociação de ativos no mercado de capitais brasileiro, um legítimo monopólio que possui, ainda, o poder de autorregular a atividade exercida, conforme será analisado.

A aludida operação conferiu à B3 o título de quinta maior operadora de bolsas de valores de todo o mundo, cujo valor de mercado foi avaliado em torno de US\$13.000.000.000,00 (treze bilhões de dólares), ficando atrás apenas da<sup>44</sup> (i) *Chicago Mercantile Exchange* (CME), com valor de 40,3 bilhões de dólares; (ii) *Intercontinental*

---

<sup>41</sup> Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros\\_passos/Entendendo\\_mercado\\_valores.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html)>. Acesso em: 9 jul. 2017.

<sup>42</sup> HORTA, Luciana Simões Rebello. *Direito potestativo do mercado de capitais: uma percepção quântica do direito*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015. p. 74.

<sup>43</sup> Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4523067/bmf-e-cetip-se-unem-para-enfrentar-concorrenca-global>>. Acesso em: 9 jul. 2017.

<sup>44</sup> Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/b3-ex-bmfbovespacetip-nasce-como-5a-maior-bolsa-mundo/>>. Acesso em: 21 jul. 2017.

Exchange, que adquiriu a *Nyse Euronext* no ano de 2013<sup>45</sup> e detém valor de mercado de 35,3 bilhões de dólares; (iii) Bolsa de Valores de Hong Kong, com valor aproximado de 33,6 bilhões de dólares; e (iv) *Deutsche Börse*, que opera a Bolsa de Frankfurt e tem valor de aproximadamente 15,1 bilhões de dólares.

Tendo em vista a integração das atividades dos mercados acionário e de balcão em uma única entidade privada, a companhia recém-constituída, B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, é a única bolsa de valores em funcionamento no território nacional, além de atuar no segmento de contratos futuros e registro de operações de balcão organizado, entre outras. Por essa razão, dada a recente reestruturação, poderá a bolsa de valores brasileira ser designada no presente estudo como Bovespa, BM&F Bovespa ou simplesmente B3.

---

<sup>45</sup> Disponível em: <<https://www.intercontinentalexchange.com/about>>. Acesso em: 21 jul. 2017.

### 3 CONCEITO DE BOLSA DE VALORES

As bolsas de valores consistem, assim, no ambiente físico e estrutural onde são realizadas as transações relacionadas à compra e venda de ações, as quais são emitidas pelas sociedades emissoras listadas nas bolsas, desde que detenham o registro de capital aberto na Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 21, inciso I, da Lei nº 6.385/1976 e artigo 4º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404/1974.

Nas palavras de Juliano Lima Pinheiro,<sup>46</sup> em uma definição simples e objetiva,

[...] as bolsas de valores são instituições de caráter econômico que têm como objetivo a negociação pública mercantil de títulos e valores mobiliários, ou seja, é um local onde se compram e vendem ações. Nelas ocorre a canalização da oferta e demanda dos investidores e a publicação oficial dos preços ou cotações resultantes das operações realizadas.

Para melhor conceituar e compreender a importância e o funcionamento da bolsa de valores, será utilizada a linha adotada por Norberto Bobbio, que considera como o direito é feito e para que serve,<sup>47</sup> caso em que restaria a definição a partir da dicotomia “estrutura e função”. Nesse sentido, aplicando-se a referida teoria ao objeto deste estudo, quais sejam as bolsas de valores, cabe esclarecer como se dá a sua construção, ou seja, quais os elementos que a constituem e, ainda, qual a real função de sua existência.

#### 3.1 Estrutura da bolsa de valores

No Brasil, atualmente, há apenas uma bolsa de valores em exercício, constituída sob a forma de sociedade anônima, regulada pela Lei nº 6.404/1976, também conhecida como Lei das S.A., e supervisionada pela CVM, uma vez que detém o registro de capital aberto na autarquia. Conforme analisado no Capítulo 2, o cenário atual somente se consolidou no ano de 2008 em razão do processo de desmutualização, pelo qual a entidade, antes uma associação de sociedades corretoras de valores mobiliários, transformou-se em sociedade anônima,

---

<sup>46</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 308.

<sup>47</sup> BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função*. Barueri: Manole, 2007. Reimpressão 2011. p. 53.

realizando as negociações de suas ações no pregão por ela mantido,<sup>48</sup> mais especificamente no Novo Mercado da Bovespa, em 2009.

No entanto, cumpre mencionar que outras bolsas ao redor do mundo ainda não aderiram ao processo de desmutualização, ou seja, permanecem sob a forma de associação civil, sendo certo ressaltar que, até o ano de 2007, cerca de 70% das principais bolsas já haviam aderido ao processo.<sup>49</sup>

Estruturalmente, as bolsas de valores consistem em um ambiente físico e eletrônico de negociação de ações e demais valores mobiliários, constituído de forma organizada por seus integrantes, com o intuito de proporcionar um local adequado e seguro para os investidores e demais partes relacionadas.

Contudo, nem sempre foi assim, uma vez que, antes do forte impacto da tecnologia, que introduziu a negociação por meio da transmissão eletrônica de dados nas bolsas de valores, as transações de ações e demais valores mobiliários de emissão das sociedades eram negociados em um ambiente denominado “pregão viva voz”,<sup>50</sup> pelo qual compradores e vendedores, intermediados por corretoras associadas, realizavam as negociações presencialmente.

O pregão viva voz consistiu em um sistema de negociação de ativos e contratos a partir da apregoação em “viva voz”, por seus operadores credenciados, em sala de negociações especialmente designada.<sup>51</sup> Por outro lado, o pregão eletrônico é o sistema pelo qual são desenvolvidas as atividades de negociação, por meio de transmissão e recepção eletrônica de dados entre os intermediários.

Ainda, a operacionalização do sistema eletrônico passou a ser conduzida por pessoas jurídicas autorizadas a intermediar as operações, para si ou terceiros, denominadas corretoras de valores mobiliários, não havendo mais a necessidade de estar presencialmente no ambiente de negociação, como ocorria anteriormente. Na antiga BM&F Bovespa, por exemplo, no

---

<sup>48</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 100.

<sup>49</sup> Disponível em: <<http://capitalaberto.com.br/edicoes/bimestral/edicao-47/desafios-da-desmutualizacao/#.VloH0fmrSUK>>. Acesso em: 27 maio 2017.

<sup>50</sup> KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson, 2011. p. 93.

<sup>51</sup> Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd\\_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf](http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf)>. Acesso em: 26 set. 2015.

centro de São Paulo, o antigo local onde os corretores se concentravam para a realização das transações foi transformado em um museu da bolsa de valores, o Espaço Raimundo Magliano Filho, não deixando dúvidas de que o pregão viva voz tornou-se ultrapassado após a chegada da tecnologia.

Não obstante o exposto *supra*, Jorge Ribeiro de Toledo Filho<sup>52</sup> entende ser incorreta a expressão “pregão eletrônico”, uma vez que a palavra “pregão” está ligada ao verbo apregoar e, para o autor, até o ano de 2006, o pregão funcionava de duas formas:

- a) *Call system*: sistema utilizado por bolsas de valores menores, em que os operadores ficavam ao redor de um balcão circular para anunciar suas ofertas; e
- b) *Trading post*: nessa modalidade, os negócios eram realizados conforme o ramo de atividade exercido pelas sociedades emissoras, por exemplo, num determinado posto eram negociadas as ações de petrolíferas, enquanto, em outro, de varejistas e assim por diante.

No entanto, com o domínio cada vez mais preponderante do pregão eletrônico, como reflexo do desenvolvimento tecnológico, o próprio operador de mesa que recebe as ordens de compra e venda emitidas pelos investidores é o responsável por executá-las, via computador, por meio da inserção dos dados em um ambiente eletrônico, de dentro da corretora.<sup>53</sup> Pode-se dizer que, na prática, o computador substituiu as pessoas que ficavam dentro das bolsas com seus telefones e recebiam as ordens dos operadores.

Segundo definição objetiva de Juliano Lima Pinheiro,<sup>54</sup>

[...] os sistemas eletrônicos de negociação são aqueles que permitem às sociedades corretoras cumprirem suas ordens de clientes diretamente de seus escritórios. Pelo sistema eletrônico de negociação, a oferta de compra ou venda é feita por meio de terminais de computador. O encontro das ofertas e do fechamento dos negócios é realizado automaticamente por computadores.

---

<sup>52</sup> TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Mercado de capitais brasileiro: uma introdução*. São Paulo: Thomsom, 2006. p. 45.

<sup>53</sup> PEROBELLI, Fernanda Finotti; SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. In: SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. *Mercado financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimento*. 3. ed. 1ª reimpressão. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009. p. 148.

<sup>54</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 322.

Em outras palavras, toda a agitação provocada anteriormente pelos operadores do pregão, também conhecidos por *brokers*, ou pelos próprios colaboradores da bolsa de valores, que negociavam presencialmente a compra e venda de ações conforme as ordens atribuídas, foi substituída por computadores. Entretanto, não se pode dizer que as máquinas foram instaladas nas bolsas de valores, mas sim que são operadas diretamente dos escritórios das corretoras ou pelos próprios investidores interessados nas negociações, desde que tenham conta aberta nas entidades credenciadas. Estes últimos passaram a ser denominados *home brokers* ou, em uma tradução literal para a língua portuguesa, “operadores caseiros”, em analogia ao tradicional *broker* que operava presencialmente.

Quanto à comercialização das ações na Bovespa, para Fernanda Perobelli, José Roberto Securato e José Cláudio Securato, existem cinco formas de negociação.<sup>55</sup> São elas:

- (i) Viva voz: negociação das ações de maior liquidez, realizada no próprio pregão por representantes das corretoras autorizadas, não sendo mais utilizada, conforme exposto;
- (ii) Mega bolsa: as ordens de venda e compra são cumpridas pelas corretoras de seus próprios escritórios, via computador; consiste em um meio eletrônico de negociação e teve suas operações migradas para o sistema denominado *Puma Trading System*<sup>56</sup>;
- (iii) *After Market*: negociação também realizada por meio do sistema eletrônico, porém fora do horário comercial, sendo a fase de pré-abertura das 18h30 às 18h45, enquanto a de negociação vai de 18h45 até as 19h30;
- (iv) *Home broker*: trata-se de um sistema que permite o envio das ordens de venda e compra diretamente pelo investidor, via sistema eletrônico, mediante relacionamento deste com as corretoras; e

---

<sup>55</sup> PEROBELLI, Fernanda Finotti; SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. In: SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. *Mercado financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimento*. 3. ed. 1ª reimpressão. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009. p. 151-152.

<sup>56</sup> Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3025114/bmfbovespa-inicia-migracao-de-negocios-com-aco-es-para-plataforma-puma>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

- (v) Bovespa *fix*: consiste na negociação, liquidação e custódia de títulos de renda fixa privada, por meio do Sisbex,<sup>57</sup> sistema que permite a negociação eletrônica e o registro de operações realizadas com títulos públicos de renda fixa, além de contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivados.

Além das formas de negociação expostas, existe uma que está revolucionando o mercado acionário, conhecida como *High-frequency trading* (HFT), a qual, apesar de não ser objeto de presente estudo, será brevemente conceituada. Segundo definição encontrada no portal da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima)<sup>58</sup>:

A definição estrita de *high-frequency trading* (HFT) não chega a ser consensual, mas o cerne da estratégia é o emprego de algoritmos que originam inúmeras ordens, de pequenos volumes, em alta frequência, para proceder à negociação. O HFT se difundiu amplamente nos principais mercados e, segundo estimativas, chega a representar 60% dos negócios com ações nos EUA e entre 30% e 50% na Europa.

Michael Young, estudioso do tema nos Estados Unidos, define a HFT, em tradução livre, como uma forma de negociação pela qual companhias especializadas configuram algoritmos nos computadores, possibilitando a busca por discrepância entre valores de ações, de bolsas e, até mesmo, de diferentes mercados, como Estados Unidos e Inglaterra.<sup>59</sup> As diferenças são muito pequenas, como centavos, mas que, negociadas em grandes quantidades pelos robôs programados, podem chegar a rendimentos de milhões por mês.

Para um grande entendedor do assunto, Rish K. Narang, um veterano da indústria de fundos americanos, não há uma definição específica para HFT, uma vez que existem diferentes tipos. No entanto, em tradução livre, para ele, a melhor definição<sup>60</sup> seria a de que os operadores de alta frequência: (i) requerem uma infraestrutura que permita negociações em

<sup>57</sup> Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/plataformas-de-negociacao/bovespa-fix-sisbex-tesouro-direto.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 set. 2015.

<sup>58</sup> Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/regulacao/radar/alemanha-da-o-primeiro-passo-na-regulacao-do-high-frequency-trading.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/radar/alemanha-da-o-primeiro-passo-na-regulacao-do-high-frequency-trading.htm)>. Acesso em: 21 ago. 2017.

<sup>59</sup> YOUNG, Michael. *High frequency trading: how high frequency trading impact small traders and investors*. Kindle Edition, 2014. p. 79.

<sup>60</sup> NARANG, Rish K. *Inside the black box: a simple guide to quantitative and high frequency trading*. 2. ed. Kindle Edition, 2014. p. 179.

alta velocidade; (ii) têm a linha do tempo de menos de um dia no seu horizonte de investimentos; e (iii) visam terminar o dia sem nenhuma posição pendente.

Tal velocidade, aplicada às ordens de compra e venda, fez com que esses corretores que estavam operando por algoritmos pudessem, na verdade, se antecipar a uma ordem, fazendo com que, quando esta chegasse ao operador tradicional, seu preço já tivesse sido alterado e o *algotrader* obteria um pequeno lucro. Por exemplo, uma pessoa dá a ordem de compra de uma ação por até R\$ 14,00 (quatorze reais); o *algotrader* recebe essa ordem antes que chegue até o possível vendedor, identificando valores menores, como R\$13,95 (treze reais e noventa e cinco centavos), realizando, assim, a compra da referida ação e a posterior venda ao comprador, lucrando R\$ 0,05 (cinco centavos).

A grande vantagem do HFT é que podem ser realizadas milhares de operações como essas por dia, podendo chegar a cerca de cinco mil ordens de compra e venda por segundo,<sup>61</sup> considerando que tudo é feito por robôs programados que operam literalmente na velocidade da luz, em um ambiente próprio denominado *dark pools*.

No que tange às bolsas de valores existentes no Brasil, há aqueles que entendem existir outras além da B3, conforme defende Fábio Ulhoa Coelho:<sup>62</sup>

Existem, no Brasil, seis bolsas de valores: Bolsa de Valores do Paraná, Bolsa de Valores de São Paulo, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Bolsa de Valores de Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília, Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas e Bolsa de Valores regional. Desde o final de 2000, no entanto, todos os negócios bursáuticos com valores mobiliários, no Brasil, estão centralizados na Bovespa e as demais bolsas, quando não estão desativadas, limitam-se à prestação de serviços de divulgação do mercado acionário ou formação de profissionais.

Nesse sentido, tendo em vista que Fábio Ulhoa reconhece que os negócios bursáuticos estão centralizados na Bovespa, é correto afirmar que, no Brasil, há apenas uma bolsa de valores que realiza a negociação de valores mobiliários:<sup>63</sup> a B3. No entanto, caso houvesse a intenção da constituição de novas bolsas no País, em primeiro lugar, seria

---

<sup>61</sup> Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/alta-performance/#.WZq1bCiGNPY>>. Acesso em: 21 ago. /2017.

<sup>62</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 100.

<sup>63</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 142.

necessária a autorização da CVM, uma vez que a autarquia é responsável pelo exercício de supervisão e fiscalização das bolsas, apesar da sua autorregulamentação.

Vale mencionar que, além de autorizar o funcionamento de novas bolsas de valores ou demais mercados organizados de valores mobiliários, a autarquia deverá previamente consentir com eventual extinção de uma bolsa que tenha o objetivo de encerrar suas atividades, dado o grande interesse público atrelado ao mercado acionário.<sup>64</sup>

Assim, na hipótese da solicitação do registro para funcionamento de novas bolsas de valores no País, a CVM verificará se estão sendo observados os seguintes requisitos elencados a seguir:<sup>65</sup>

- (i) o patrimônio social da bolsa deverá ser realizado em dinheiro;
- (ii) os títulos patrimoniais da respectiva bolsa deverão ser livremente negociados, ou seja, os títulos deverão ser oferecidos para o público em geral;
- (iii) a quantidade de sociedades corretoras-membros é limitada e periodicamente fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), ouvida a bolsa interessada;  
e
- (iv) o ingresso de novas sociedades corretoras-membros deve ser permitido mediante a aquisição de título patrimonial e o atendimento das exigências regulamentares.

Ressalta-se que os itens “iii” e “iv” *supra* eram perfeitamente aplicáveis antes do ano de 2007, momento em que ocorreu a desmutualização da bolsa de valores no Brasil. Atualmente, as corretoras são instituições financeiras, constituídas sob a forma de sociedades por ações, que exercem a atividade de intermediação das negociações de ações realizadas por investidores, sendo responsáveis e sujeitas a penalidades, além de obrigatoriamente necessitarem da autorização do Banco Central do Brasil para sua constituição, nos termos do

---

<sup>64</sup> Instrução nº 461, artigo 7º, *caput* e § 2º.

<sup>65</sup> SANTOS, José Evaristo dos. *Mercado financeiro brasileiro*. 1. ed. 2ª tiragem. São Paulo: Atlas, 1999. p. 205.

artigo 3º, inciso II, da Lei nº 4.728/1965,<sup>66</sup> bem como da CVM, no que diz respeito à emissão de valores mobiliários, conforme artigo 15, inciso VI e § 2º da Lei nº 6.385/1976.<sup>67</sup>

Diante do exposto, quanto à estrutura organizacional e jurídica, compreende-se que, tendo as sociedades e demais interessados a possibilidade de captar recursos a longo prazo por meio da emissão e negociação de suas ações, fez-se necessário estruturar ambiente físico e virtual devidamente organizado. Para tanto, foram constituídas legítimas corporações, em sua grande parte, sob a forma de sociedade por ações, que possuíssem padrões uniformes de negociação.<sup>68</sup>

Referidas instituições deveriam se revestir de confiabilidade e segurança para a realização das transações, tendo em vista o grande volume financeiro e o interesse público envolvidos.

Pode-se dizer, assim, que a bolsa de valores é o resultado dessa necessidade de um mercado sólido e confiável para a comercialização de ações e demais valores mobiliários, que vem sendo desenvolvida e aprimorada desde o século XIV, conforme analisado no Capítulo 2 do presente estudo.

### 3.2 Função da bolsa de valores

A bolsa de valores apresenta duas funções completamente opostas: a primeira, de fornecer um ambiente (atualmente eletrônico) que possibilite a negociação e a comercialização de títulos e demais valores mobiliários, assegurando organização,

---

<sup>66</sup> “Art. 3º Compete ao Banco Central do Brasil:

[...]

III – autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bolsas de Valores (arts. 8º e 9º) e das sociedades de investimento.”

<sup>67</sup> “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

[...]

VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros;

[...]

§ 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.”

<sup>68</sup> HORTA, Luciana Simões Rebello. *Direito potestativo do mercado de capitais: uma percepção quântica do direito*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015. p. 71.

transparência de suas operações e liquidez dos seus produtos; a segunda consiste em elaborar normas e regras a serem seguidas pela própria bolsa e por seus participantes, bem como fiscalizar o seu cumprimento, no exercício do seu papel de ente autorregulador, conforme será oportunamente analisado em capítulo próprio.

Segundo Nelson Eizirik, a primeira função tem natureza econômica e visa à realização dos negócios de forma contínua e transparente em seu ambiente de negociação, enquanto a segunda consiste na atuação da bolsa de valores como entidade competente para autorregular, fiscalizar e regulamentar suas atividades, visando manter os mais elevados padrões éticos em suas negociações.<sup>69</sup>

No tocante à primeira função da bolsa de valores, sua execução somente é possível com a negociação das ações emitidas pelas sociedades que possuem registro de capital aberto na CVM, nos termos do artigo 21, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, e artigo 4º, §§ 1º e 2º, da Lei 6.404/1974,<sup>70</sup> conforme redação trazida pela Lei nº 10.303/2001. Dessarte, caso uma determinada sociedade anônima tenha por objetivo a negociação de suas ações com o público em geral, terá que, obrigatoriamente, realizar a solicitação e respectivo registro na CVM, seguindo todas as regras e obrigações impostas pela autarquia para a efetivação do referido registro.

Nesse sentido, a primeira emissão das ações de determinada companhia dar-se-á no denominado “mercado primário”, no qual ocorrem as novas emissões de valores mobiliários, visando à captação de recursos para o exercício de seu objeto social, sendo o momento em que, por exemplo, as ações são colocadas à disposição dos respectivos investidores. Conforme mencionado, essa primeira emissão é chamada de oferta pública inicial, também conhecida no seu segmento de mercado como IPO.

---

<sup>69</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 211.

<sup>70</sup> “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.”

Ademais, considerando que os investidores que adquirirem ações de determinada companhia podem precisar do capital investido a qualquer momento, desde a época da Companhia das Índias Holandesa, já havia a necessidade de se conferir liquidez às ações emitidas após a realização do IPO, de forma que pudessem ser comercializadas e transferidas livremente a terceiros interessados em adquiri-las.

Assim, visando atender a um segundo grupo, isto é, daqueles que tinham a intenção de vender suas ações antes do prazo inicialmente previsto, nasceu o chamado “mercado secundário”, pelo qual os valores mobiliários já emitidos e listados nas bolsas de valores são comercializados livremente entre os investidores por intermédio das corretoras credenciadas e contratadas para tanto.

José Edwaldo Tavares Borba entende<sup>71</sup> que a bolsa consiste em um mercado secundário propriamente dito, uma vez que, segundo o autor, nele são negociadas apenas ações já emitidas, tendo em vista que não é a companhia que coloca suas ações para negociação em bolsa, mas os próprios acionistas.

Daí surge a real função de natureza econômica das bolsas de valores,<sup>72</sup> uma vez que seria muito difícil de os investidores interessados em vender suas ações acharem outros que desejassem adquiri-las e, ainda, haveria enorme dificuldade de fixar o valor das operações, caso não houvesse um padrão predefinido.

Nesse sentido, importante mencionar que as negociações realizadas em bolsas de valores são dotadas de transparência quanto ao valor das ações, considerando que aqueles que comprarem ou venderem, simultaneamente, terão assegurada a igualdade nos preços praticados. Cumpre ressaltar que, no Brasil, essa é a regra, considerando que não existe a concorrência entre as bolsas e, logo, disparidade nos referidos valores.

Portanto, as bolsas de valores cumprem o seu papel, proporcionando um ambiente organizado que assegure aos seus participantes a liquidez necessária quando da (i) primeira colocação de ações em circulação a todo e qualquer interessado; e (ii) compra e venda de

---

<sup>71</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 15. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017. p. 186.

<sup>72</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 210.

ações já disponibilizadas para negociação e previamente adquiridas por investidores após a oferta pública inicial.

Considerando todo o aparato tecnológico e os mecanismos de proteção desenvolvidos, pode-se dizer que as bolsas têm a mesma função vislumbrada pelos holandeses da VOC, qual seja o desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários.

### 3.3 Natureza jurídica

Conforme brevemente analisado, até o ano de 2007 as bolsas de valores brasileiras não tinham a natureza jurídica de sociedades empresárias, mas sim de entidades civis sem fins lucrativos.<sup>73</sup>

No entanto, após o período mencionado, a Bovespa foi desmutualizada, transformou-se em sociedade por ações e passou a ser regida pela Lei nº 6.404/1976, com registro de capital aberto na CVM, por força do artigo 4º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404/1976. Assim, equiparando-se às demais companhias que negociavam ativos em seu ambiente, suas ações foram colocadas em circulação e listadas no Novo Mercado da Bovespa, que será oportunamente examinado.

A bolsa de valores brasileira tornou-se sociedade empresária por excelência, que visa ao lucro, sendo estritamente corporativa e conferindo maior transparência aos seus participantes, uma vez que, além de ser supervisionada pela CVM, deve seguir todas as regras de governança corporativa inerentes ao novo mercado, conforme será devidamente demonstrado.

É correto afirmar que a Bovespa passou a ter acionistas em vez de associados, substituindo o modelo anterior em que apenas havia corretoras detentoras de títulos patrimoniais. Atualmente, qualquer pessoa interessada em adquirir papéis ou ações da nova S.A. poderá tornar-se acionista da bolsa de valores, tendo, inclusive, poder de voto nas assembleias deliberativas.

---

<sup>73</sup> MELLAGI FILHO, Armando. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas, 1998. p. 90.

Entretanto, apesar de sua natureza jurídica privada e de sua semelhança com demais sociedades, as funções exercidas pelas bolsas de valores são consideradas como de interesse público, uma vez que nelas são negociados ações e outros valores mobiliários de todas as demais sociedades, além dos seus próprios, o que confere às entidades o dever de exercer o poder de polícia, tanto no dia a dia das operações como no âmbito de fiscalização das corretoras no exercício de suas atividades.<sup>74</sup>

Logo, quanto ao viés público conferido às bolsas, importante compreender que não se trata apenas de proteger o interesse de investidores ou corretoras credenciadas, mas de todas as sociedades que possuem ações em circulação. Ou seja, uma eventual falha poderia afetar diretamente as maiores companhias do mercado, que geralmente são as que empregam um grande número de trabalhadores e são intimamente ligadas ao bom funcionamento da economia como um todo.

Para melhor compreender o referido interesse público atrelado às bolsas de valores, oportuno mencionar o elo de confidencialidade que deve existir no mercado, tendo em vista que, uma vez que a população não acredita no mercado de capitais como fonte alternativa de captação de recursos e, por consequência, na solidez das companhias que comercializam suas ações, todo o esforço será em vão, posto que a poupança popular vinculada aos investidores particulares indeterminados é o grande motor desse segmento.

Portanto, para que fosse possível o exercício da disciplina e da regulamentação do mercado acionário, sem prejuízo da celeridade e do conhecimento prático necessário, tais “poderes-funções” foram delegados à própria bolsa de valores pelo poder público, que passou a atuar em um sistema de colaboração com as referidas entidades, como ocorre no modelo adotado nos Estados Unidos. A intenção é oferecer um serviço eficiente, de qualidade e que traga segurança aos seus clientes, colaboradores e demais participantes do mercado acionário.

---

<sup>74</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 211.

## 4 ASPECTOS REGULATÓRIOS DO MERCADO DE CAPITAIS E A AUTORREGULAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES

### 4.1 Evolução legislativa do mercado de capitais no Brasil

Para melhor compreender o exercício da regulação e fiscalização do mercado de valores mobiliários e da bolsa de valores no Brasil, será traçado um breve contexto histórico, englobando desde as primeiras legislações e movimentos que, de alguma forma, tiveram reflexo no mercado de capitais até a atual estrutura que possibilitou o desenvolvimento da referida regulamentação.

Conforme aponta Mariana Pargendler,<sup>75</sup> até o ano de 1882, época do Brasil Imperial sob o reinado de D. Pedro II, tanto o mercado acionário como as sociedades nele listadas encontravam muitos entraves para o seu bom funcionamento, por exemplo, para que fosse possível a constituição de uma sociedade anônima, era necessária a concessão de uma autorização governamental. O critério de aprovação para as referidas constituições era discricionário por parte do então Conselho de Estado, o que não trazia o mínimo de segurança, por exemplo, para estrangeiros que visassem exercer atividade empresária no Brasil.

Tal exigência foi, nesse mesmo ano, abolida, passando a ser necessária apenas nas hipóteses de constituição de sociedades estrangeiras que operassem no Brasil, entre outras, como seguradoras, instituições financeiras e aquelas que exerciam atividades específicas previstas na Constituição e demais legislações especiais. A partir de então, o Brasil passou a adotar o sistema da regulamentação, que funciona até os dias de hoje, seguindo a tendência dos países que ocupavam posição central no capitalismo.<sup>76</sup>

No decorrer da história do Brasil, algumas crises e momentos de grande turbulência estiveram presentes, sendo oportuno mencionar a transição do Império para a República, bem como o esforço de Afonso Celso de Assis Figueiredo, conhecido como Visconde de Ouro Preto, último Ministro da Fazenda da época do período imperial brasileiro, que elaborou um

---

<sup>75</sup> Disponível em: <[http://direitosp.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler\\_cinco\\_mitos\\_sobre\\_a\\_historia\\_das\\_sa\\_homenagem\\_a\\_modesto\\_carvalhosa.pdf](http://direitosp.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler_cinco_mitos_sobre_a_historia_das_sa_homenagem_a_modesto_carvalhosa.pdf)>. Acesso em: 20 ago. 2017.

<sup>76</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 86-87.

novo pacote econômico, possibilitou a criação do Banco Nacional do Brasil e buscou quebrar as barreiras colocadas pelo regime imperialista à atividade empresarial, mas não logrou êxito.<sup>77</sup>

Em 15 de novembro de 1889, foi declarado o fim do Império, com a instauração de um governo provisório da então chamada República dos Estados Unidos do Brasil, sob as formas federativa e presidencialista, com a nomeação de Marechal Deodoro da Fonseca como presidente<sup>78</sup> e o início de uma nova era na história do Brasil.

Assim, já no dia 17 de janeiro de 1890, ano seguinte à proclamação da República, o primeiro Ministro da Fazenda, Rui Barbosa, publicou um ambicioso pacote econômico, com a promulgação de novas leis voltadas aos bancos de emissão, e previu, ainda, a criação de novas instituições financeiras em diferentes regiões, além de visar à captação de recursos estrangeiros e modificar a legislação societária vigente, no sentido de impulsionar o funcionamento e o surgimento de novas empresas.

A Bolsa de Valores, à época, foi fortemente beneficiada e deu um verdadeiro salto, passando de pouco mais de 90 companhias listadas, em 1888, para mais de 450, no ano de 1891.<sup>79</sup> O crescimento do mercado acionário foi tanto que gerou um período de grande agitação por parte dos investidores, os quais, pode-se dizer, estavam vislumbrados com todas as novidades trazidas com o fim do Império. O referido período ficou conhecido como encilhamento,<sup>80</sup> termo relacionado às bolhas especulativas ou à euforia em excesso e que leva todos a uma mesma direção, movimento muito comum antes da ocorrência de uma crise e que inflaciona o preço das ações.

No entanto, com o passar dos anos, novas crises nacionais e internacionais surgiram e, em 1891, a então conhecida crise do encilhamento afetou frontalmente a bolsa de valores, as instituições financeiras e a economia de modo geral. Para melhor exemplificar as catástrofes financeiras, cumpre mencionar algumas crises que, de uma forma ou outra,

---

<sup>77</sup> Disponível em: <<http://atlas.fgv.br/verbetes/encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

<sup>78</sup> Disponível em: <<http://www.portalsaofrancisco.com.br/historia-do-brasil/proclamacao-da-republica>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

<sup>79</sup> Disponível em: <<http://atlas.fgv.br/verbetes/encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

<sup>80</sup> Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/busca?r=0&f=&t=&palavra=encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

deixaram dolorosas lembranças, como a chamada crise da *Baring*, ocorrida no final do ano de 1890, provocada por dificuldades na Argentina, e que levou ao colapso a instituição financeira inglesa *Baring Brothers*, além de ter impulsionado diversas falências em Londres, fazendo com que fosse reduzido o empréstimo britânico por todo o mundo.<sup>81</sup>

Outro colapso financeiro histórico e bastante interessante ocorreu no ano de 1636, na Holanda, conhecido como a “crise das tulipas”.<sup>82</sup> Os holandeses ficaram maravilhados com um mercado um tanto quanto exótico, o de tulipas, as quais vinham da Turquia e algumas tinham uma coloração diversificada, com muitos detalhes, causada por um vírus nocivo à espécie, mas desconhecido pelo homem da época. A euforia foi tamanha que atingiu toda a Holanda, fazendo com que um botão da flor chegasse a valer o equivalente a uma casa em Amsterdã e, logo, vendedores sofisticados começaram a vender o bulbo, passando, na sequência, a comercializar o contrato que garantia a propriedade do bem.

Assim caminhou até que começaram a surgir indícios de fraudes, como a venda do mesmo produto várias vezes e, ainda, ocorria de a flor não ser infectada pelo vírus, casos em que os compradores se sentiam enganados. Sobreveio, então, a que ficou conhecida como “crise das tulipas”, pois algumas pessoas investiram tudo o que tinham nas flores e, às vezes, muito mais, por meio de empréstimos que haviam tomado.

No século XX, uma nova catástrofe tomou conta da economia americana, tendo se espalhado rapidamente para outros lugares do mundo, principalmente para a Europa, no período que ficou conhecido como a “Grande Depressão” ou a “Crise de 1929”,<sup>83</sup> evento estudado até os dias de hoje.

Na ocasião, vários fatores, como a diminuição no consumo e o excesso de oferta no agronegócio em razão do excesso de produção, acarretaram a queda dos preços do trigo, café, algodão, entre outros, e, conseqüentemente, uma brusca desvalorização no valor das ações,<sup>84</sup>

---

<sup>81</sup> KINDLEBERGER, Charles Poor; ROBERT, Z. Aliber. *Manias, pânico e crises*. Tradução de Eduardo Kraszczyk. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 205-206.

<sup>82</sup> VERSIGNASSI, Alexandre. *Crash*. Uma breve história da economia – da Grécia antiga ao século XXI. São Paulo: Leya, 2011. p. 11-14.

<sup>83</sup> Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas1/anos20/CafeEIndustria/Crise29>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

<sup>84</sup> KINDLEBERGER, Charles Poor; ROBERT, Z. Aliber. *Manias, pânico e crises*. Tradução de Eduardo Kraszczyk. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 208.

fazendo com que nenhum investidor quisesse correr o risco de adquiri-las, o que culminou na quebra da bolsa de Nova Iorque e, conseqüentemente, das ações nela listadas, causando um verdadeiro pânico na economia e resultando em inúmeros casos de falência e até mesmo de suicídio por parte daqueles que haviam perdido tudo.

Dessarte, visando demonstrar que crises catastróficas não são coisas do passado, cumpre mencionar, de forma breve, por não ser o foco do presente trabalho, o episódio ocorrido no ano de 2008, que culminou em uma das maiores crises financeiras da história mundial e que produz efeitos até os dias de hoje. Para que se tenha ideia da sua magnitude, Ben Bernanke, o ex-presidente do Banco Central americano, *Federal Reserve*, também conhecido como FED, afirmou<sup>85</sup>: “For Wall Street old-timers, the events of the weekend would evoke some nostalgia. Two iconic Wall Street firms that had survived world wars and depressions, Lehman and Merrill, had disappeared in a weekend”.

Ben enxergou o ocorrido da mesma forma que o resto do mundo: os veteranos de *Wall Street* e as pessoas não envolvidas com o mercado financeiro estavam com o mesmo sentimento, de surpresa e tristeza, ao ver duas das mais respeitadas instituições financeiras do mundo irem à falência, após sobreviverem até mesmo a guerras mundiais. A crise eclodida em 2008 teve origem no segmento imobiliário, com a emissão de títulos de dívida lastreados nesse mercado.

Ocorre que, assim como na época das tulipas, ao invés de imóveis, passaram a ser negociados títulos, os quais originavam outros e assim por diante, até as pessoas começarem a enxergar que nada mais existia além do fato de os tomadores de empréstimo não terem dinheiro para pagar o montante tomado, fato que contaminou toda a cadeia, incluindo os grandes bancos.

Pode-se dizer que mudou apenas o produto, de flores para imóveis, uma vez que a supervalorização, a crença exagerada (até mesmo por parte das mais renomadas instituições financeiras) de que o lucro era certo e a euforia seguida de pânico estavam novamente presentes e, pode-se dizer, nessa e em todas as outras crises que já existiram e ainda existirão.

---

<sup>85</sup> BERNANKE, Ben S. *The Courage to Act*. New York: W. W. Norton & Company, 2015. p. 269.

No Brasil, à época da transição do Império para a República, as crises eram recebidas com um impacto negativo ainda maior do que em outros países mais consolidados, considerando a recente formação do novo modelo econômico implementado e as dificuldades internas já existentes. Entretanto, as crises referidas tiveram caráter meramente ilustrativo, com o intuito de demonstrar que as dificuldades acarretadas por colapsos financeiros jamais trazem consigo algo positivo, nem mesmo lições, considerando que os erros se repetem e devastam a economia local com reflexo direto na vida de toda a população.

#### 4.1.1 *O surgimento da Lei do Mercado de Capitais*

Assim, barreiras continuaram a surgir, e, com elas, também os esforços daqueles que enxergavam a melhora de todo o sistema. Durante a década de 1960, a verdadeira evolução legislativa para o mercado de capitais aconteceu por meio de um grande movimento liderado por legisladores e estudiosos sobre o tema, para que o mercado de ações fosse mais bem desenvolvido.

A ideia principal era a de que as sociedades tivessem outra forma segura e vantajosa de captar recursos que não o financiamento concedido por bancos, o qual era e ainda é extremamente oneroso às financiadas. Além disso, deve ser levado em consideração que, no início da década de 60, o surto da inflação, que chegou a 80% no ano de 1963, combinado com a forte decaída dos índices de crescimento da economia,<sup>86</sup> colaboraram muito com o mercado de capitais e passaram a enxergá-lo como o caminho mais próximo e menos doloroso para reverter a situação econômica do País.

Nesse sentido, o ano de 1962 foi bastante próspero para o mercado acionário, uma vez que os captadores e investidores foram obrigados a socorrer-se de novas alternativas, pois, além do acima exposto, o juro real estava negativo, o crédito bancário tornou-se ainda mais caro, além do curto prazo que disponibilizado pelas instituições credoras para o retorno do capital emprestado.

No entanto, a nova euforia na bolsa de valores perdurou até o final do mesmo ano, já que, em 1963, iniciou-se outra grave crise política e econômica que novamente afetou o

---

<sup>86</sup> TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). *Mercado de capitais brasileiro (1965 – 1970)*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 116.

empresariado, refletiu em todo o País e teve como consequência o movimento militar de 31 de março de 1964.<sup>87</sup> Todavia, o período, apesar de bastante turbulento, não foi totalmente ruim para o mercado de capitais, afinal, em meio à crise, torna-se fácil identificar os problemas, dada a sua intensidade, bem como o melhor caminho para solucioná-los.

Assim, no referido período, foi promulgada a Lei nº 4.357/1964, sendo a primeira legislação que visava possibilitar estímulos fiscais àqueles interessados no mercado acionário, como uma das medidas de incentivo. A ideia foi desonerar o segmento para que as companhias conseguissem, com maior facilidade, financiamentos de longo prazo por meio de emissões das suas ações, posteriormente adquiridas pelos investidores, os quais aportavam na sociedade emissora o capital correspondente à quantidade de ações por eles subscritas.<sup>88</sup> A referida legislação foi a primeira de uma série a trazer benefícios aos que desejassem investir no mercado bursátil, como forma de fomentar a atividade ainda incipiente no Brasil.

Pode-se dizer, ainda, que o grande marco para o mercado financeiro e de capitais no Brasil ocorreu durante o golpe militar de 1964, ocasião em que foi estruturado o Sistema Financeiro Nacional, por meio da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, já o fazendo em seu artigo primeiro, no qual prevê a criação, delimita a função e demais regulamentações do Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil, Banco do Brasil S.A., Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, bem como das demais instituições financeiras públicas e privadas.<sup>89</sup>

Portanto, foi somente em 1964, quando ainda não existia nem mesmo a Comissão de Valores Mobiliários, mas tão somente a Diretoria do Mercado de Capitais do Banco Central, atualmente denominada Diretoria de Normas, que o governo federal, com a ida do professor Octávio Gouveia de Bulhões Pedreira para o Ministério da Fazenda e de Roberto

---

<sup>87</sup> TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). *Mercado de capitais brasileiro (1965 – 1970)*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 11.

<sup>88</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 159.

<sup>89</sup> “Art. 1º O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído:  
I – do Conselho Monetário Nacional;  
II – do Banco Central da República do Brasil;  
III – do Banco Central do Brasil; (Redação dada pelo Del nº 278, de 28.02.67.)  
IV – do Banco do Brasil S.A.;  
V – do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; e  
VI – das demais instituições financeiras públicas e privadas.”

Campos para o Ministério do Planejamento, decidiu possibilitar o financiamento às sociedades nacionais por meio do estímulo do mercado acionário.<sup>90</sup>

Cumpra mencionar que o Banco Central foi uma evolução da antiga Superintendência da Moeda e do Crédito, também conhecida como Sumoc. O órgão foi criado em 1945 e extinto no ano de 1964, tendo pautado sua atuação no comando das políticas monetária, cambial e creditícia, além de ter objetivado proporcionar estabilidade ao sistema econômico brasileiro.<sup>91</sup>

Em sequência, no ano de 1965, o esforço para o fomento de um mercado acionário e de valores mobiliários foi compensado e resultou na promulgação de uma legislação específica, a Lei nº 4.728/1965, que ficou conhecida como a Lei do Mercado de Capitais. O referido diploma legal disciplinou os bancos de investimentos, as sociedades corretoras que substituíram os corretores autônomos, bem como elaborou os primeiros textos legais referentes às captações de poupança popular. A respectiva supervisão desse mercado ficou a cargo do Estado, sendo disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil.

Durante o referido período, ganhou força o movimento do próprio governo de fomentar e desenvolver o mercado de capitais no Brasil e, em 1967, conforme analisado, foi constituída a Bolsa de Valores de São Paulo, que ficou também conhecida por Bovespa.<sup>92</sup>

Nesse sentido, durante todo esse período de transformação do mercado de capitais, acertadamente, o professor Bulhões Pedreira defendia que:

[...] o problema é que se você não tiver um mercado de ações, não há possibilidade de uma empresa crescer de pequena para média, de média para grande. Chega um ponto que não cresce mais. Na base de empréstimo e de autofinanciamento não dá [...]. Se não existirem mecanismos privados de capitalização em larga escala, a empresa só pode nascer grande se for estrangeira ou estatal.<sup>93</sup>

---

<sup>90</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 159.

<sup>91</sup> Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/Historia/Sumoc/historiaSumoc.asp>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

<sup>92</sup> Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 16 jun. 2017.

<sup>93</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues

A aludida visão de Bulhões Pedreira demonstra claramente a preocupação com o desenvolvimento das sociedades em geral que, até então, dependiam unicamente de financiamentos bancários extremamente onerosos e com prazos curtos para a captação de recursos, sujeitas ainda à falta de controle da inflação e de estabilidade econômica, conforme pontuado. Para o professor, o desenvolvimento do mercado de capitais já se mostrava uma excelente saída e deveria ser embasado no modelo adotado nos Estados Unidos, que já nessa época desfrutava da prosperidade das grandes corporações americanas, as quais eram fortemente impulsionadas pela distribuição de suas ações em bolsas de valores.

Assim, com a promulgação da legislação que reformou o mercado de capitais, a partir do ano de 1965, passou a ser necessário o registro, no Banco Central do Brasil, das sociedades anônimas que desejassem negociar as suas ações em bolsas de valores, bem como dos valores mobiliários por elas emitidos. Esse modelo não foi muito bem-sucedido, uma vez que a referida instituição já cumulava funções de extrema importância, por exemplo, a emissão de moeda em papel e metálica, o controle de capitais estrangeiros, entre outras essenciais para o bom andamento da economia nacional.

Dessa forma, é possível afirmar que dois lados extremamente importantes dessa relação ainda estavam fortemente prejudicados pela falta de um arcabouço jurídico, quais sejam: (i) a não existência de um órgão que fiscalizasse o mercado de capitais, disciplinando os agentes participantes, bem como a emissão e negociação de ações e demais valores mobiliários como um todo; e (ii) a não regulamentação das sociedades anônimas, também conhecidas como S.A., uma vez que figuram como captadoras dos recursos oferecidos pelo mercado, além de serem aquelas listadas nas Bolsas de Valores para a negociação de suas ações.

Portanto, vislumbrou-se a necessidade de criação de uma agência estatal especializada no assunto, que tivesse como principal atribuição não somente a fiscalização das bolsas de valores, mas também de todo o mercado de capitais, o que resultou na criação da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>94</sup>

---

(Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 247-248.

<sup>94</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 87.

A CVM foi, então, criada com o advento da Lei nº 6.385/1976, a qual também dispõe sobre o mercado de valores mobiliários. A entidade, atualmente, é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, conforme atualização trazida pela Lei nº 10.411/2002, ao artigo 5º da Lei nº 6.385/1976.<sup>95</sup> Salienta-se que, praticamente uma semana após a promulgação da Lei nº 6.385/1976, houve o advento da Lei nº 6.404/1976, sendo a primeira datada do dia 7 de dezembro de 1976 e a segunda, do dia 15 de dezembro do mesmo ano, conhecidas respectivamente, como Lei da CVM e Lei das S.A.

Pode-se dizer que a legislação societária mencionada está intimamente relacionada às políticas empresariais brasileiras desenvolvidas a partir de 1964, bem como ao movimento econômico conhecido como “liberal-desenvolvimentista”.<sup>96</sup> A iniciativa de regular as companhias por lei específica foi fundamental, uma vez que elas são consideradas uma das mais importantes participantes do mercado de capitais, atuando como emissoras de valores mobiliários e disponibilizando suas ações para negociação em bolsa de valores. Sem dúvida, as sociedades anônimas são captadoras de recursos por excelência e, portanto, parte essencial desse segmento que, sem elas, não haveria razão de existir.

Diante do exposto, é possível asseverar que as legislações mencionadas revolucionaram não somente o mercado de capitais com o exercício da sua regulação pela CVM, mas também o direito societário brasileiro, no sentido de propiciar uma produção legislativa específica e elaborada unicamente para fins de desenvolvimento da economia e da atividade empresária. Tal espaço foi aos poucos conquistado pelos estudiosos e participantes do mercado, podendo-se afirmar que, atualmente, é um caminho sem volta, pois é difícil imaginar como seria a economia atual sem a existência das bolsas de valores.

## **4.2 A regulação do mercado de capitais pela CVM**

Antes de aprofundar o tema sobre como funciona a regulação das bolsas de valores, as quais, na verdade, regem-se pelo sistema da autorregulação, cumpre discorrer brevemente

---

<sup>95</sup> “Art. 4º 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. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002.)”

<sup>96</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 139.

sobre os principais aspectos regulatórios do mercado de capitais brasileiro como, por exemplo, quem tem a competência para tal exercício e quais os limites do órgão regulador, em face da autonomia conferida às bolsas na elaboração de suas normas e demais regras de funcionamento.

A regulação, especificamente quanto ao mercado acionário e de valores mobiliários, visa, principalmente, entre outros atributos, conferir proteção aos investidores e sociedades investidas, de modo que seja assegurado que seus participantes sejam entidades íntegras e que não detenham a concentração de mercado, possibilitando, assim, a concorrência. Como exemplo, é possível mencionar a atuação de não apenas uma ou duas, mas de várias corretoras de valores mobiliários para a escolha do investidor. Além disso, a referida regulação tem a missão permanente de mitigar a existência de eventuais conflitos de interesses, sendo uma espécie de meio-termo entre um mercado livre e aquele regulamentado pelo Estado, por intermédio de seus agentes reguladores, a fim de que seja sempre eficiente.

No Brasil, antes da criação da CVM, a competência para disciplinar as atividades das bolsas de valores e dos corretores de fundos públicos cabia ao CMN, por disposição da Lei nº 4.595/1964. No entanto, a referida legislação não conferiu ao CMN qualquer poder regulatório, não dispondo nem mesmo acerca da responsabilidade dos administradores das bolsas de valores.<sup>97</sup>

A CVM, pode-se dizer, foi consagrada com a promulgação da Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e a criação da referida autarquia, conforme referido, já constando no seu artigo 1º que será o órgão responsável por disciplinar e fiscalizar, entre outras atividades, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores e de mercadorias e futuros.<sup>98</sup>

---

<sup>97</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 166.

<sup>98</sup> “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

No entanto, à época do advento da Lei nº 6.385/1976, a disciplina e fiscalização por parte da CVM compreendia apenas os valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas, desde que expressamente mencionados na legislação pertinente, ou, ainda, aqueles decorrentes das disposições legais e deliberações do Conselho Monetário Nacional, que eventualmente poderiam atribuir à autarquia outras competências. Nos demais casos que não cabiam à CVM fiscalizar e supervisionar, o órgão responsável era o Banco Central.<sup>99</sup>

Assinala-se que a atribuição de funções à CVM, a critério do CMN, antes de 2001, dava-se por força do inciso III, artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Assim, com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, a CVM passou a ter competência sobre valores mobiliários inominados, ou seja, a referida legislação revogou a restrição antes feita aos títulos emitidos ou criados especificamente por sociedades anônimas, bem como retirou a referida menção ao CMN.

Importante ressaltar ainda que o CMN, por meio da Resolução do Banco Central nº 2.690, de 26 de janeiro de 2000, alterou e consolidou as normas atinentes às bolsas de valores, além de ratificar, nos artigos 1º e 2º,<sup>100</sup> a fixação da Comissão de Valores Mobiliários como ente competente para editar normas e tomar as medidas que entender necessárias no exercício de sua atuação.

Portanto, alguns anos depois a CVM disciplinou o mercado de valores mobiliários com a publicação da Instrução CVM nº 461/2007, a qual engloba a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, além de trazer disposições acerca da atividade autorreguladora por meio das respectivas entidades, com a criação de um Conselho de Autorregulação, com

---

IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)

VII – a auditoria das companhias abertas; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.) e

VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001.)”

<sup>99</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 172.

<sup>100</sup> “Art. 1º Alterar e consolidar, nos termos do Regulamento anexo, as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores.

Art. 2º Fica a Comissão de Valores Mobiliários autorizada a baixar as normas e adotar as medidas julgadas necessárias à execução do disposto nesta Resolução.”

departamento e diretor próprios, nos termos do artigo<sup>101</sup> 15, inciso VI, e artigo 19, inciso V, da referida Instrução.

Nitidamente, o legislador enxergou a necessidade de aumentar o escopo da fiscalização da CVM como autarquia especializada, tendo em vista o desenvolvimento e o aprimoramento das emissões realizadas, considerando o surgimento de novos títulos e valores mobiliários que não necessariamente os emitidos por sociedades anônimas, mas que integram o ambiente do mercado de capitais.

Para melhor visualizar a ampliação do alcance fiscalizatório da CVM, pode-se mencionar o significativo aumento do rol que conceitua o que são valores mobiliários, nos termos do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, com a referida atualização pela Lei nº 10.303/2001. Como exemplo, o órgão passou a fiscalizar a emissão de cédulas de debêntures, notas comerciais, contratos futuros, cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, dentre outros listados no referido dispositivo legal, conforme será posteriormente analisado.

Nesse sentido, importante apresentar o entendimento de Ilene Patrícia de Noronha Najarian,<sup>102</sup> no sentido de que “a qualificação de um título como valor mobiliário não depende do mercado onde é negociado e muito menos do fato de ser ofertado publicamente”. Ou seja, o fato de ser negociado em bolsa de valores ou mercado de balcão não é o elemento que definirá se um título é ou não um valor mobiliário, podendo assim, independentemente da sua negociação ao público em geral, ser passível de fiscalização.

---

<sup>101</sup> “Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte:

[...]

VI – criação e funcionamento de departamento de auto-regulação, na forma da Seção II do Capítulo IV.

[...]

Art. 19. A entidade administradora de mercado organizado, independentemente de sua forma jurídica de organização, deve contar necessariamente com os seguintes órgãos:

I – Conselho de Administração, com Comitê de Auditoria;

II – Diretor-Geral;

III – Conselho de Auto-Regulação;

IV – Departamento de Auto-Regulação; e

V – Diretor do Departamento de Auto-Regulação.”

<sup>102</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 137.

Pode-se dizer que a CVM exerce sua função fiscalizatória mediante a elaboração de normas que exigem o cumprimento de determinadas condições e obrigações para aqueles que vierem a realizar emissões de valores mobiliários, por exemplo, exige que a sociedade emissora seja constituída sob a forma de sociedade por ações, bem como a entrega de demonstrações financeiras dos emissores, devidamente auditadas por auditor independente já registrado na autarquia, assim como outras que obrigatoriamente deverão ser observadas, sob pena de não ser possível a realização da emissão ou operação desejada, nos termos do § 3º, incisos I, II, III e IV do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

No entanto, importante ressaltar que foi mantida a previsão originalmente feita quanto à não fiscalização, pela CVM, dos títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal, bem como dos títulos de crédito ou cambiais, conforme § 1º, incisos I e II do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.<sup>103</sup> Oportuno referir que o legislador exceuiu as debêntures quando da menção aos títulos cambiais, considerando que, apesar de ter a natureza de um título representativo de dívida, é a debênture um valor mobiliário,<sup>104</sup> que tem ainda a possibilidade de ser conversível em ação da companhia emissora, nos termos do § 2º do artigo 59 da Lei nº 6.404/1976.

Ainda quanto às exceções para as emissões dos valores mobiliários fiscalizados pela CVM, acertadamente, Ary Oswaldo Mattos Filho<sup>105</sup> entende que não são fiscalizadas pelo órgão as emissões de colocação privada, ou seja, aquelas não emitidas ao público em geral, mas para um ou alguns investidores determinados. Daí é possível compreender a necessidade do registro para emissão pública de valores mobiliários, a qual, obrigatoriamente, deverá ser registrada na CVM, conforme o *caput* do artigo 19 da Lei 6.385/1976.

Dessa forma, cumpre mencionar que a legislação não conceituou ou diferenciou o que seria considerada uma distribuição pública ou privada e, para evitar qualquer confusão

---

<sup>103</sup> “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

§ 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.”

<sup>104</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 16.

<sup>105</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 379.

sobre o assunto, faz-se oportuna uma breve explanação no sentido de melhor compreender o limite da atuação da CVM quando da emissão de ações e demais valores mobiliários.

Parte da doutrina entende que a oferta pública diz respeito àquela dirigida a pessoas indeterminadas, pela qual qualquer um terá acesso à proposta, podendo aceitá-la.<sup>106</sup> No entanto, a Instrução nº 400/2003 da CVM, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, buscou definir, no artigo 3º, § 1º, que uma classe ou grupo determinado de pessoas pode ser considerado público, mas exceção aqueles que, de alguma forma, detenham “relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”.

Na análise do dispositivo suprarreferido, é possível depreender que um grande grupo de investidores que sejam, por exemplo, credores ou acionistas da sociedade emissora possam participar de uma oferta privada de distribuição de ações, por terem acesso à referida informação em razão do relacionamento já existente.

Outrossim, investidores que não tenham qualquer relação com a emissora não teriam acesso à oferta, a não ser que esta seja plenamente divulgada a um grupo indeterminado de pessoas, o que a faria ser considerada pública. A grande questão que diferencia, então, se uma oferta é pública ou privada, é relativa a quem terá acesso e poderá, por exemplo, adquirir as ações emitidas por uma companhia.

Nesse sentido, Louis Loss<sup>107</sup> entende que terá características de privada a oferta dirigida diretamente pelo ofertante ou seus representantes aos ofertados. Ou seja, apenas terá conhecimento um número restrito de pessoas determinadas, o que não abrange, nessa hipótese, o público em geral.

Complementando o conceito exposto, Nelson Eizirik compreende que poderá ser privada toda emissão que ofertar ações ou demais valores mobiliários a investidores que tenham acesso e o devido conhecimento para compreender as informações que refletirão na

---

<sup>106</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 143.

<sup>107</sup> LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston: Little, Brown and Company, 1988. p. 314.

tomada de decisões, seja por sua relação negocial ou outra com a sociedade, ou, ainda, pela influência que detiver perante esta.<sup>108</sup>

Logo, é possível afirmar que a CVM não fiscalizará as distribuições de ações ou demais valores mobiliários ofertados a um público específico diretamente pela companhia emissora, como na hipótese de tal sociedade oferecer suas ações apenas para seus empregados e colaboradores, por exemplo, na concessão de um Plano de Opção de Ações aos diretores mais importantes, ou nos casos mencionados anteriormente. Isso decorre do fato de que a referida situação caracteriza uma distribuição privada, e não pública, de valores mobiliários, sendo esta última de conhecimento geral e devidamente regulamentada, com a realização do registro da respectiva emissão na autarquia competente, dada a configuração do interesse público envolvido.

No que tange ao CMN, que anteriormente poderia atribuir funções fiscalizatórias à CVM, permanece ainda com importantes atribuições relativas à fixação das diretrizes a serem observadas por esta última, à regulação da política desenvolvida na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, além de outros pontos estruturais, tais como a fixação da retribuição percebida pelos servidores em geral, incluindo presidentes e diretores. Além dessas, o CMN exerce outras competências previstas no artigo 3º da Lei nº 6.385/1976.

Assim, considerando as reformas e atualizações acima expostas, é possível afirmar que a regulação dos valores mobiliários se torna competência da Comissão de Valores Mobiliários, enquanto o Banco Central passa a ser considerado apenas uma autoridade monetária,<sup>109</sup> a qual exerce a importante atribuição de executar as normas que regulam o Sistema Financeiro Nacional como um todo, agindo como banco emissor e banqueiro do governo.<sup>110</sup>

---

<sup>108</sup> EIZIRIK, Nelson. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais*: homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 24-25.

<sup>109</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 174.

<sup>110</sup> LIMA, Ivan Siqueira; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. *Mercados de investimentos financeiros*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 224.

#### 4.2.1 A aplicação de penalidades pela CVM

Diante de todo o exposto, atualmente, pode-se dizer que a CVM, por expressa disposição legal, é o órgão competente para fiscalizar, regular e colaborar com o desenvolvimento e bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, além de, no exercício do seu poder regulamentador e fiscalizatório, investigar todos os agentes do mercado que estiverem sob sua competência.

Desse modo, cabe também à autarquia aplicar penalidades, quando for o caso, reprimindo eventuais práticas ilegais, com o intuito de promover confiabilidade ao mercado de valores mobiliários e, logo, auxiliar seu desenvolvimento.<sup>111</sup> Salienta-se que a CVM não invadirá o campo da responsabilização criminal, a qual cabe à respectiva área do direito.

Tal atribuição é oriunda do chamado poder de polícia exercido pelos entes públicos, visando o não cometimento de um ato lesivo pelo particular, e, em geral, se dá por meio da elaboração de normas e regras a serem seguidas. Pode-se dizer, a princípio, que o referido poder tem caráter negativo, no sentido de que o particular seria proibido de praticar determinado ato. A respeito do assunto, Celso Antônio Bandeira de Mello<sup>112</sup> entende que:

Caracterizar o poder de polícia como positivo ou negativo depende apenas do ângulo através do qual se encara a questão. Com efeito, tanto faz dizer que através dele a Administração evita um dano, quanto que por seu intermédio ela constrói uma utilidade coletiva. [...] É negativo no sentido de que através dele o Poder Público, de regra, não pretende uma atuação do particular, pretende uma abstenção.

Quanto ao conceito referido, às vezes, a determinação tem caráter negativo, como disposto no artigo 4º, § 2º, da Lei nº 6.404/1976, que proíbe a distribuição pública de valores mobiliários sem a realização prévia de registro na CVM. Por outro lado, há regras de aceção positiva, como o dever de divulgar fato relevante de companhias abertas, conforme será oportunamente analisado.

---

<sup>111</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria; Anbid, 2005. p. 217.

<sup>112</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Curso de direito administrativo*. 28. rev. e atual. até a Emenda Constitucional 67, de 22.12.2010. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 837.

No caso da CVM, é possível afirmar que, de fato, exerce o poder de polícia, no sentido de que a autarquia elabora as regras aplicadas às bolsas de valores e ao mercado de valores mobiliários, além de fazer cumprir suas orientações e punir com medidas pecuniárias e administrativas quando necessário.

Marcelo Trindade,<sup>113</sup> ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários, entende que os poderes conferidos à autarquia compreendem um misto de normas que vão desde as atinentes ao mercado de capitais e ao direito societário, até aquelas que versam sobre processo penal e os princípios do direito administrativo. Assim, cabe à CVM, mediante investigação prévia e instauração de procedimento administrativo, aplicar sanções, por meio do denominado processo administrativo sancionador.

A possibilidade de imposição de penalidades por parte da autarquia encontra fundamento nas hipóteses previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, o qual foi objeto de diversas críticas por parte dos estudiosos no que se refere à previsão de penas muito brandas, em comparação com o impacto das infrações cometidas e valores envolvidos que, em grande parte dos casos, atingem cifras altíssimas e graves consequências ao mercado.

Tais críticas ganharam força, tendo em vista o grande número de irregularidades cometidas por sociedades emissoras de ações e listadas na bolsa de valores, somado ao atual cenário que atravessa o Brasil, assolado por diversos casos de corrupção envolvendo o poder público e grandes corporações privadas.

Ainda, importante fazer alusão à existência de ilícitos cometidos sem o envolvimento de corrupção, mas que, da mesma forma, trazem enormes prejuízos aos participantes do mercado de capitais, por exemplo, a não divulgação de fato relevante, além do chamado *insider trading* e do *churning*.

---

<sup>113</sup> TRINDADE, Marcelo. Processo sancionador na CVM: limites e possibilidades. In: VENANCIO FILHO; Alberto, LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 482-483.

#### 4.2.1.1 Não divulgação de fato relevante

Deixar de informar ao mercado um acontecimento de extrema importância e que traga impactos à determinada companhia, refletindo diretamente no poder decisório de seus investidores e demais partes interessadas, configura ilícito grave que pode ser praticado pelos diretores, acionistas e outros que, de alguma forma, detêm tais informações, como pessoas próximas ou familiares que acabam executando algum ato irregular. O tema está previsto no artigo 157, §§ 4º, 5º e 6º, da Lei nº 6.404/1976.<sup>114</sup>

Arnoldo Wald<sup>115</sup> entende que a divulgação de fato relevante consiste no “principal instrumento de proteção aos investidores do mercado de valores mobiliários, garantindo máxima eficiência à proteção dos acionistas para fins de determinação do valor real dos títulos negociados”.

A matéria encontra-se também prevista na Instrução CVM nº 358/2002, que prevê, em seu artigo 1º, a divulgação de ato ou fato relevante e define, de maneira mais precisa, a possibilidade de cometimento do ilícito.

Modesto Carvalhosa<sup>116</sup> entende que atos relevantes são aqueles decorrentes da vontade dos acionistas votantes, externalizada em deliberações assembleares, e dos órgãos de administração, enquanto fatos relevantes seriam aqueles que ocorreram independentemente da

---

<sup>114</sup> “Art. 157. [...]

[...]

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.

§ 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.”

<sup>115</sup> WALD, Arnoldo. Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976. São Paulo: Almedina Brasil, 2016. p. 34.

<sup>116</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 138 a 205. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3, p. 408.

influência do capital votante de determinada companhia, por exemplo, acidentes graves em unidades industriais.

Portanto, independentemente de ser uma informação decorrente da manifestação da vontade daqueles que tenham poder decisório, ou outra involuntária, o ocorrido deve ser imediatamente comunicado à B3, no caso de companhias abertas ou daquelas que tenham valores mobiliários negociados nos mercados de bolsa ou de balcão, conforme § 4º do artigo 157 da Lei das S.A.

Fernando de Andrade Mota<sup>117</sup> entende que, ao tratar o assunto como fato, o legislador procurou reduzir ou eliminar qualquer interpretação que se possa fazer no sentido de ser necessário divulgar intenções ou motivos. Buscou-se deixar claro que somente deverá ser divulgado aquilo que se concretizou por deliberação ou tratativas avançadas que escapam do controle, sendo, por exemplo, antecipadamente divulgadas pela mídia.

Para ilustrar o assunto, há diversos casos investigados e apurados pela CVM,<sup>118</sup> como o que envolveu o Itaú Unibanco Holding S.A., relacionado à não divulgação de fato relevante pela instituição financeira. Segundo o entendimento da CVM, nesse caso, o descumprimento do § 4º do artigo 157 da Lei das S.A. deu-se em razão do vazamento de informações na mídia a respeito da aquisição da Credicard por aproximadamente R\$ 3.000.000.000,00 (três bilhões de reais). A instituição financeira negou que teria realizado a operação sem divulgar ao mercado, em resposta ao ofício encaminhado pela BM&F Bovespa, mas propôs a celebração de um Termo de Compromisso com a CVM, no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), em sede do Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº RJ2013/5657.<sup>119</sup>

Outro caso interessante que demonstra bem a relevância do assunto foi o que envolveu a então denominada LLX Logística S.A.,<sup>120</sup> que não divulgou ao mercado fato da

---

<sup>117</sup> MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015. p. 164.

<sup>118</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2010/0770; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2012/4138; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/3440, entre outros investigados e julgados pela Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>119</sup> Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8943-0.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

<sup>120</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/2400.

mais alta importância: o fechamento do capital da companhia, noticiado pela mídia nas datas de 23.07.2012 e 24.07.2012. Assim, a companhia comunicou ao mercado um fato relevante no dia 30.07.2012, dizendo que havia sido encaminhada uma carta de Eike Fuhrken Batista, então acionista controlador e presidente do conselho de administração, com a intenção de adquirir 100% das ações de emissão da LLX em circulação no mercado, por meio de uma oferta pública de aquisição de ações, operação também conhecida por OPA. Tal vazamento gerou uma grande oscilação no valor das ações da sociedade, uma vez que causou dúvida e surpresa aos investidores.

Em suma, a O.T.T.P., segunda maior acionista da LLX à época, pretendia aumentar sua participação por meio da OPA. A defesa de Eike Batista, do diretor de relações com investidores – também denominado DRI – e de outros dois diretores alegou que, nas datas em que a notícia foi veiculada pela mídia, o negócio não havia sido fechado e, portanto, não caracterizaria fato relevante, além de se enquadrar no disposto no artigo 6º da Instrução CVM 358/2002.<sup>121</sup>

No entanto, a autarquia entendeu que, ao ser noticiado, o assunto fugiu do controle e, nos termos do parágrafo único do mesmo artigo, o fato relevante se concretizou e deveria ter sido imediatamente levado a público. A autarquia condenou Eike Batista e o DRI ao pagamento de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) e R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) respectivamente, absolvendo os outros dois diretores por entender que, em virtude da divulgação ao mercado, eles teriam entendido que o departamento de relação com investidores já havia fornecido à CVM as informações necessárias.

Cumprido ressaltar, ainda, que a rápida divulgação de uma informação relevante, além de demonstrar, por parte da companhia, tratamento transparente e isonômico aos investidores para as respectivas tomadas de decisões, torna mais difícil o cometimento de

---

<sup>121</sup> “Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

outros ilícitos bastante recorrentes, como, por exemplo, o conhecido como *insider trading*,<sup>122</sup> analisado a seguir.

#### 4.2.1.2 Insider trading

Além da falta de divulgação de fato relevante, outro ato bastante prejudicial e frequentemente praticado no mercado de capitais é o conhecido *insider trading*, o qual consiste na utilização de informações privilegiadas que ainda não são de conhecimento do público em geral, mas apenas de alguns investidores envolvidos nas respectivas operações. A prática está prevista no artigo 155, *caput* e §§ 1º, 2º, 3º e 4º, da Lei nº 6.404/1976,<sup>123</sup> sendo considerada uma infração grave, nos termos do artigo 1º, inciso I, alínea “d”, da Instrução CVM nº 491/2011.<sup>124</sup>

A respeito do assunto, Francisco Antunes Maciel Müssnich entende que:<sup>125</sup>

Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.

<sup>122</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada: artigos 138 ao 205*. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3, p. 163.

<sup>123</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

[...]

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

<sup>124</sup> “Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses:

[...]

d) art. 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º.”

<sup>125</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 19.

O entendimento *supra* demonstra quão delicado e importante é o assunto, uma vez que o ilícito em questão é capaz de retirar do mercado de capitais a isonomia entre os investidores, fazendo com que determinadas pessoas sejam privilegiadas em detrimento de outras, além de denegrir a imagem não somente da companhia, mas até mesmo da bolsa de valores em que está listada, a qual é indiretamente atingida.

Nesse sentido, a CVM tem grande foco na investigação da prática do *insider trading* e aplica as penalidades previstas no artigo 11, incisos III, IV, V, VI, VII e VIII, da Lei nº 6.385/1976, conforme o § 3º do mesmo artigo e diploma legal.<sup>126</sup> Ainda, cumpre mencionar a previsão feita pela autarquia na Instrução CVM nº 358/2002, artigo 13 e respectivos parágrafos, que veda a negociação com valores mobiliários antes da divulgação ao mercado, seja por pessoas relacionadas à operação, ou outras que tenham conhecimento do ato ou fato relevante.

Conforme analisado acima, pode-se dizer que, às vezes, seria possível a combinação desses dois ilícitos: não divulgação de ato ou fato relevante e o *insider trading*, considerando que a demora em informar determinado acontecimento pode estar condicionada à realização de práticas irregulares antes que o mercado seja noticiado, por exemplo, a compra de ações de uma companhia, já sabendo que elas vão se valorizar com eventual operação, até então sigilosa.

Luis Felipe Spinelli,<sup>127</sup> sobre a não divulgação de fato relevante e o *insider trading*, traça um paralelo interessante no sentido de que:

[...] enquanto aquele objetiva amparar previamente o mercado, a fim de que neste circulem adequadamente as informações, este representa a tutela *a posteriori*. Assim, uma vez não estando todos os fatos devidamente divulgados, a ninguém é facultado utilizar o conhecimento privilegiado de tais informações para negociar valores mobiliários em posição vantajosa.

---

<sup>126</sup> “Art. 11. [...]”

§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários.”

<sup>127</sup> SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 129-130.

Há diversos casos de *insider trading* julgados pela CVM, como aquele em que a Totvs adquiriu a totalidade das ações da Bematech,<sup>128</sup> e as referidas sociedades fizeram a divulgação do fato relevante ao mercado após o fechamento do pregão da bolsa de valores, na data de 14 de agosto de 2015. Ocorre que, entre os dias 10 e 14 do mesmo mês e ano, três pessoas ligadas à administração da Bematech adquiriram quantidades expressivas das ações da companhia e obtiveram grande lucro em razão de informações privilegiadas que possuíam, conforme apurou a CVM.

No caso citado, a CVM condenou os acusados ao pagamento de quantia equivalente a duas vezes o montante do lucro obtido, que totalizou: (i) R\$ 554.254,00 (quinhentos e cinquenta e quatro mil, duzentos e cinquenta e quatro reais) ao primeiro acusado; (ii) R\$459.860,00 (quatrocentos e cinquenta e nove mil, oitocentos e sessenta reais) ao segundo; e (iii) R\$ 278.522,40 (duzentos e setenta e oito mil, quinhentos e vinte e dois reais e quarenta centavos) ao terceiro acusado.

Para se ter ideia da gravidade da prática de *insider trading*, bem como do tamanho das operações e das cifras envolvidas, em sede de outro Processo Administrativo Sancionador,<sup>129</sup> o colegiado da CVM aplicou multa pecuniária ao empresário Eike Fuhrken Batista por utilização de informação indevida, totalizando R\$ 21.013.228,00 (vinte e um milhões, treze mil e duzentos e vinte e oito reais), equivalente a duas vezes o montante da perda evitada decorrente da atuação da CVM. Na ocasião, a condenação se deu pelo fato de Eike ter alienado 9.911.900 (nove milhões, novecentas e onze mil e novecentas) ações aproximadamente um mês antes da divulgação ao mercado de redução de investimentos na companhia, ou seja, estava claro que haveria um movimento de queda nas ações.

Um episódio ocorrido nos Estados Unidos da América, no ano de 1964, serviu de embasamento para outras decisões envolvendo a prática de *insider*,<sup>130</sup> ocasião em que a *Securities and Exchange Commission*, abreviadamente SEC (órgão equivalente à CVM, no sentido de ser o competente para fiscalizar o mercado de capitais americano), propôs ação judicial em face da sociedade Texas Gulf Sulphur Co., sob a alegação de que estava sendo

---

<sup>128</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2016/5039.

<sup>129</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/13172.

<sup>130</sup> QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 122-133.

realizada a escavação de campos de minério desde outubro de 1963 e, em um deles, havia sido descoberta quantidade excessiva de minerais, fato que não fora oportunamente divulgado pela exploradora, visto que, a pedido do presidente da companhia, manteve-se o sigilo por aproximadamente cinco meses.

Após ser questionada, em abril de 1964, a companhia emitiu uma declaração em jornal de grande circulação negando a importância da descoberta e afirmando que não tinha conclusões exatas sobre o seu real potencial. No entanto, foi apurado que, na data de 10 de abril, a descoberta já beirava entre 6,2 e 8,3 milhões de toneladas de ferro. Além disso, os então conselheiros da companhia adquiriram grandes volumes de ações, as quais foram se valorizando cada vez mais em razão dos rumores da existência de grande quantidade de minério nos campos de exploração.

No julgamento, o juiz, explicou que é dever da Corte, bem como da SEC, evitar e punir aquele que possui informações sigilosas e as utiliza com o fito de obter vantagens próprias ou para terceiros, colocando de lado interesses legítimos da companhia e de seus investidores que não tomaram conhecimento de tal informação. Ainda, afirmou que, nos termos da Sec. 16 (b) do *Securities and Exchange Act* de 1934, a norma abrange qualquer pessoa que tenha tais informações, mesmo que não consideradas *insider*.

O fato demonstra a preocupação da SEC, já na década de 60, em proporcionar isonomia ao mercado de capitais, de forma que todas as companhias e investidores concorram em condições de igualdade. Interessante, também, a decisão no sentido de que, caso a informação tivesse sido divulgada em momento oportuno, o ilícito não teria sido concretizado.

Há casos atuais que vêm tomando grande espaço dos noticiários, envolvendo o grupo J&F e suas controladas com eventual participação em esquemas de corrupção. O foco das investigações da autarquia sobre o grupo é justamente sobre o uso de informações privilegiadas para lucrar com as operações. A CVM instaurou um novo processo administrativo para apurar o cometimento de *insider trading* pelos irmãos Joesley e Wesley Batista e a FB Participações, controladora da JBS.

A suspeita comum aos três, segundo apurou o jornal *Valor Econômico*,<sup>131</sup> é de que

[...] os empresários e a *holding* concorreram para a manipulação de preços, que sustentou de forma dolosa a cotação dos papéis da JBS nos pregões dos dias 24 a 27 de abril. Joesley também é acusado de ter comandado, a partir de informação privilegiada, a venda de ações da JBS pela FB Participações entre os dias 20 e 28 de abril e também em 16 e 17 de maio.

Os casos acima demonstram a recorrência do ilícito em questão, uma vez que o seu cometimento, por parte dos detentores de informações privilegiadas, é ligeiramente fácil, além de conferir grande lucro a estes, com a valorização ou desvalorização das ações e demais valores mobiliários listados em bolsa. Ainda, é possível que aqueles que trabalhem diretamente com a companhia, tendo permanente acesso às informações, também sejam considerados *insiders*, como é o caso de advogados, contadores e auditores independentes.<sup>132</sup>

Importante assinalar que, dada a relevância social do assunto, foi editada a Lei nº 7.913/1989, dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. No entanto, o referido diploma legal é alvo de críticas por ter conferido, em seu artigo 1º, ao Ministério Público, e não à CVM, a legitimidade para adotar as medidas judiciais necessárias. A CVM, entretanto, foi admitida, em alguns casos, como litisconsorte ou coautora do Ministério Público e, em outros, atuou como *amicus curiae*, permitindo que o Judiciário tivesse o suporte e o conhecimento técnico da autarquia nas questões que envolvem o mercado de capitais,<sup>133</sup> conforme artigo 31, *caput*, da Lei nº 6.385/1976.<sup>134</sup>

Não há dúvidas de que a participação da CVM é de extrema importância para os litigantes em processo judicial, considerando que é o órgão que detém todo o conhecimento necessário sobre o assunto, além de ser o responsável pela elaboração das normas que serão aplicadas, podendo prestar informações, elaborar pareceres e, com o advento do Novo Código

<sup>131</sup> Disponível em: <<http://www.valor.com.br/agro/5172976/cvm-abre-novo-processo-contrainirmas-batista-e-fb-participacoes>>. Acesso em: 15 nov. 2017.

<sup>132</sup> AMENDOARA, Leslie. *Direito dos acionistas minoritários*: nova Lei das S.A. 3. ed. ampl. e atual. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 162.

<sup>133</sup> D'ÁVILLA, Daniela Peretti. *A atuação da Comissão de Valores mobiliários como amicus curiae nos processos judiciais que envolvem o mercado de capitais*. São Paulo: Almedina, 2015. p. 52.

<sup>134</sup> “Art. 31. Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação.”

de Processo Civil, opor embargos de declaração, ter amplos poderes a critério do magistrado ou recorrer de decisão que julgar incidente de resolução de demandas repetitivas, nos termos do artigo 138, §§ 2º e 3º, da Lei nº 13.105/2015.<sup>135</sup>

#### 4.2.1.3 Churning

O *churning* vem ganhando espaço no mercado de valores mobiliários brasileiro e consiste em prática realizada com fraude a terceiros, que são induzidos a erro e pela qual o operador visa obter vantagem patrimonial. A CVM veda o ilícito em questão no item I da Instrução CVM nº 8/1979 e traz o seu conceito no Item II, (d), do mesmo dispositivo, conceituando-o como:

[...] *operação fraudulenta* no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda.

É possível depreender que se trata de artifício utilizado por mandatários que recebem poderes para operar na bolsa de valores com dinheiro de terceiros, sendo estes últimos, de alguma forma, convencidos de que estão fazendo um bom negócio, quando, na verdade, estão apenas financiando um grande lucro aos operadores com a comissão por corretagem advinda do grande volume de operações realizadas.

Em outubro de 2017, a CVM julgou o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12921, instaurado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) em face de Mario Calfat Neto e da corretora TOV CCTVM Ltda. O procedimento teve início após reclamação de um investidor que alegou a realização de operações sem sua autorização. Segundo trecho extraído do Extrato da Continuação da Sessão

---

<sup>135</sup> “Art. 138. O juiz ou o relator, considerando a relevância da matéria, a especificidade do tema objeto da demanda ou a repercussão social da controvérsia, poderá, por decisão irrecorrível, de ofício ou a requerimento das partes ou de quem pretenda manifestar-se, solicitar ou admitir a participação de pessoa natural ou jurídica, órgão ou entidade especializada, com representatividade adequada, no prazo de 15 (quinze) dias de sua intimação.

[...]

§ 2º Caberá ao juiz ou ao relator, na decisão que solicitar ou admitir a intervenção, definir os poderes do *amicus curiae*.

§ 3º O *amicus curiae* pode recorrer da decisão que julgar o incidente de resolução de demandas repetitivas.”

de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/1292, os indícios da prática de *churning* revelaram-se da seguinte forma:

Com base nas notas de corretagem acostadas às fls. 53-73, relativas às operações cursadas na BM&FBovespa pela TOV em nome do Reclamante, o Termo de Acusação advertiu para os valores de corretagem gerados em função do giro da carteira do investidor. Somadas as compras e vendas realizadas entre os dias 10.05.2010 e 28.06.2010, conclui-se que foram movimentados R\$ 6.681.998,01, “o que corresponde a mais de 334 vezes o valor total aportado pelo investidor na Corretora” (fl. 262). A receita de corretagem, por sua vez, teria sido de R\$ 2.100,28, o que, como apontado pela SIN, equivale a mais de dez por cento do valor aportado pelo investidor.

Ou seja, aquele que deveria exercer o seu mandato corretamente, considerando a confiança depositada pelo investidor, age de maneira fraudulenta e sem o conhecimento do mandante. No caso acima, por exemplo, foram feitas operações superiores a 334 vezes o valor aportado pelo investidor, que, dois meses após o aporte de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), tinha apenas R\$ 4.0000,00 (quatro mil reais) investidos, demonstrando claramente a lesão sofrida por este e a fraude por parte do operador mandatário.

A CVM absolveu a TOV e Mario Calfat Neto pelo exercício indevido de administração de carteiras no mercado de valores mobiliários (outra acusação feita no âmbito do procedimento), mas condenou este último à penalidade de proibição temporária para atuar em qualquer modalidade de operação nos mercados de bolsa em operação no Brasil, pela prática de *churning*, uma vez que restou configurada a realização de operações fraudulentas não solicitadas pelo seu cliente.

A referida prática é extremamente nociva ao mercado de bolsa brasileiro, considerando que há uma incessante campanha para atrair mais investidores, que acabam, todavia, por perder o interesse em investir no mercado de bolsa de valores. Mais ainda quando se trata de pessoas que não têm conhecimento sobre o assunto e que, assim, não se sentem seguras ao confiar seu dinheiro a corretoras, dado o grande número de práticas ilícitas cometidas a todo momento e que são objeto de relevantes matérias jornalísticas. São nessas ocasiões que a CVM deve provar seu poder regulamentar e a seriedade esperada de uma autarquia que fiscaliza uma área tão complexa e delicada como a do mercado de capitais brasileiro.

É possível sustentar, também, que, em princípio, os atos acima (uso de informação privilegiada, *insider trading e churning*) não seriam ilícitos, mas passaram a ser na medida em que configuram ato contrário ao que pretendia a companhia e, ainda, causam prejuízos a terceiros. Nesse sentido, vale mencionar a conceituação feita por Marcus Elídius Michelli de Almeida sobre abuso de direito ou desvio de poder, sendo o primeiro “caracterizado pelo comportamento aparentemente lícito de alguém, mas que, ao utilizar seu direito, vem a causar dano a outrem em razão de contrariar de forma manifesta o espírito do instituto”, enquanto “o abuso de poder também deseja afastar situações que foram praticadas com base em direito, porém que se afastou de sua legalidade”.<sup>136</sup>

Importante ressaltar que, além das práticas mencionadas e de outros casos de corrupção, há inúmeros ilícitos praticados pelos participantes do mercado de capitais que são investigados e apurados pela CVM, dentro do poder de polícia que lhe é conferido.<sup>137</sup>

Atualmente, o assunto vem ganhando significativo espaço na mídia, de forma que a concretização dos danos à sociedade e a comoção popular foram tão significativas que o Poder Executivo editou a Medida Provisória nº 784, de 7 de junho de 2017, e, posteriormente, o Projeto de Lei nº 8.843/2017, os quais dispõem, além de outros pontos, sobre o poder administrativo sancionador por parte da CVM, conforme será analisado a seguir.

#### 4.2.2 A Medida Provisória nº 784 e o Projeto de Lei nº 8.843/2017

Cabível o estudo dos aspectos sancionadores da Medida Provisória nº 784 e do Projeto de Lei nº 8.843/2017, na esfera de atuação da CVM, considerando as alterações trazidas na aplicação das penalidades pela autarquia, nos termos do artigo 11 da Lei da nº 6.385/1976. Ressalta-se que a Medida Provisória nº 784/2017, já não mais em vigor, modificou o referido artigo, de forma que as sanções, durante o curto período de vigência da referida medida provisória, passaram a ser incomparavelmente mais prejudiciais aos infratores do que as anteriormente previstas.

---

<sup>136</sup> ALMEIDA, Marcus Elídius Michelli de. *Abuso do direito e concorrência desleal*. São Paulo: Quartier Latin, 2004. p. 39 e 71-72.

<sup>137</sup> Entre outros, seguem para referência alguns processos administrativos sancionadores julgados pela CVM e expostos no *site*: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>: Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/10290; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/3624; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/6225; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2016/2965.

Logo, no *caput* do artigo 11 foi incluída a possibilidade de a autarquia impor as penalidades contempladas nos respectivos incisos, porém com a possibilidade de aplicação isolada ou cumulativa. A referida alteração, portanto, propiciou que um infrator fosse penalizado pela CVM, por exemplo, com a imposição de uma multa, cumulada com a suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades contempladas na Lei nº 6.385/1976, o que antes não era permitido, pois era aplicada uma penalidade ou outra, mas não as duas concomitantemente.

Não obstante, a grande força sancionadora trazida pela medida provisória foi o significativo aumento no valor das multas que a autarquia poderia exigir dos infratores. O artigo 11, § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, com a nova redação, passou a prever a possibilidade de cobrança de uma multa no valor de até R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), montante muito superior ao previsto antes do mês de julho, o qual não poderia exceder a quantia de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

Percebe-se, assim, que os valores anteriormente previstos como multa eram tão desproporcionais ao ilícito e tão baixos, se comparados ao volume financeiro das emissões, que alguns participantes do mercado alegavam que o valor da multa sancionatória já era embutido na conta da operação que visava à prática de determinado ato ilícito.

Outrossim, se antes determinado agente infrator podia ser penalizado com o pagamento de 50% do valor da emissão ou operação irregular, após a edição da medida provisória esse percentual foi significativamente ampliado, passando a prever o dobro do referido valor, conforme nova redação constante do artigo 11, § 1º, II, da Lei nº 6.385/1976. Além do exposto, a medida provisória previu outras disposições, de forma que as penas pecuniárias se tornassem mais onerosas aos infratores,<sup>138</sup> visando nitidamente coibir e evitar que atos irregulares fossem praticados pelos participantes do mercado de capitais.

---

<sup>138</sup> “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento incumba a ela fiscalizar, as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)

[...]

§ 1º A multa não excederá o maior destes valores: (Redação dada pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)

I – R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais); (Redação dada pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)

Ressalta-se que a Medida Provisória nº 784/2017 manteve a chance de celebração do termo de compromisso entre a CVM e eventual infrator, conforme previsto no artigo 11, § 5º, da Lei nº 6.385/1976, mas retirou a possibilidade de ser feito “por exclusivo critério da autarquia e desde que permitido pelo interesse público”. De fato, a redação anterior seria, de certa forma, subjetiva, pois é difícil imaginar como se daria, por exemplo, a permissão por parte do interesse público. Por seu turno, a nova disposição prevê a análise de conveniência e oportunidade, elementos da discricionariedade administrativa que não se desvinculam do dever de respeitar as normas legais e visam a atender ao interesse público, o que torna mais fáceis a interpretação e a visualização de um resultado vantajoso para as partes.

Ainda sobre o termo de compromisso, outra modificação trazida pela medida provisória dizia respeito ao momento em que este poderia ser celebrado. Anteriormente, podia ser assinado em qualquer fase do procedimento administrativo instaurado; depois da medida provisória, passou a ser possível somente até a decisão de primeira instância. De fato, a diminuição do prazo propicia que o infrator fique submetido a maior “pressão” para a celebração do termo que, pode-se dizer, traz vantagens ao interesse público como um todo, considerando que, uma vez assinado, o investigado obriga-se a não mais praticar atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM, além de corrigir as respectivas irregularidades e indenizar os prejuízos causados, nos termos dos incisos I e II, § 5º, do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

Diante do exposto, é nítida a importância da CVM como agente fiscalizador do mercado acionário e de valores mobiliários, considerando, ainda, sua relevante função de preservar o interesse público nessas negociações, uma vez que este é movimentado, também, pela captação de poupança popular.

As inovações trazidas pela medida provisória aludida devem ser vistas como uma importante tentativa de tornar mais rígidos os mecanismos adotados, apostando em uma

---

II – o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (Redação dada pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)

III – três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (Redação dada pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)

IV – vinte por cento do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à instauração do processo administrativo sancionador, no caso de pessoa jurídica. (Incluído pela Medida Provisória nº 784, de 2017.)”

postura do Poder Executivo, que parece ter passado a enxergar o mercado com a relevância necessária para o seu bom desenvolvimento. No entanto, o Congresso Nacional não apreciou a medida provisória no tempo legalmente devido, previsto pela Constituição Federal, para que se convertesse em lei, fazendo com que perdesse sua vigência.

Após a ineficácia da Medida Provisória nº 784/2017, foi proposto o Projeto de Lei nº 8.843, pelo deputado Pauderney Avelino,<sup>139</sup> a fim de evitar que o movimento sancionador da CVM perdesse a força. As multas previstas na Lei nº 6.385/1976 foram novamente reformuladas, sendo mais rígidas do que as constantes na legislação vigente, mas não tão duras quanto as previstas na referida medida provisória.

O Projeto de Lei nº 8.843 manteve a possibilidade de aplicação isolada ou cumulativa das penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 e retomou a hipótese de inabilitação temporária que pode chegar a 20 anos em alguns casos, o que havia sido extinto com a perda de vigência da medida provisória. A multa, que voltou a ser de até R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), teve um significativo aumento no projeto de lei, podendo chegar a 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), além de ser novamente previsto o pagamento em dobro do valor da emissão ou operação irregular, nos termos do inciso II do projeto lei.

Apesar de ser mais brando do que a MP nº 784/2017, o Projeto de Lei nº 8.843 é de extrema relevância por ressaltar a importância e a urgência de modificações na atual legislação, de forma a tornar mais rígidas as penalidades àqueles que cometem ilícitos no âmbito das operações no mercado de capitais, além de confirmar a atuação fundamental da CVM nesses casos, conferindo maior poder sancionador à autarquia.

Acerca do assunto, Luiz Roberto Calado ensina que a regulação dos mercados faz com que seus agentes se comportem de maneira adequada, conforme os objetivos sociais de estabilidade sistêmica. Quanto ao autorregulador, o autor entende que há a intenção de complementar ou até mesmo substituir o monopólio da regulamentação realizada pelo poder

---

<sup>139</sup> Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5173106/do-limao-limonada>>. Acesso em: 1º nov. 2017.

público por aquela realizada pelos entes privados, ou seja, os próprios participantes dos mercados.<sup>140</sup>

### 4.3 Autonomia regulatória da bolsa de valores

Tendo em vista as dificuldades encontradas para o efetivo exercício da regulação por parte do Poder Público, seja pelo excesso ou sua falta, foi necessário buscar meios alternativos que proporcionassem um ambiente flexível e com autonomia aos particulares, mas que, ao mesmo tempo, não os deixassem sem a existência de normas norteadoras que buscassem evitar atos lesivos ao seu mercado de atuação ou à sociedade como um todo.

Conforme entendimento de Calixto Salomão Filho,<sup>141</sup> a título de comparação, historicamente a regulação nos Estados Unidos da América procurava fiscalizar os monopólios já existentes e, após os anos 1980, buscou-se fomentar um ambiente favorável à criação da concorrência. No Brasil, por sua vez, não houve a preocupação em se formar uma teoria da regulação, o que fez com que prevalecesse o modelo tradicional, no sentido de que a função regulatória seria a de ter ingerência direta na economia, além de simplesmente fiscalizar os particulares.

Após a criação e evolução da CVM, como órgão competente para fiscalizar o mercado de capitais, o sistema de autorregulação exercido pela bolsa de valores passou a funcionar de maneira prática e eficiente, no sentido de a autarquia realizar a fiscalização do mercado acionário, mas sem, de modo algum, retirar a autonomia conferida às bolsas no exercício de suas atividades e necessidades diárias. A estrutura desse sistema está prevista na Instrução nº 461 da CVM, a qual se refere à bolsa de valores e demais autorreguladores como entidades administradoras autorizadas a funcionar pela CVM, conforme artigo 9º da referida instrução.

Em primeiro lugar, importante mencionar que a autorregulação não trata, de forma alguma, de tirar o poder regulatório do Estado, mas sim de torná-lo eficiente, principalmente ao se falar de Brasil, conhecido pelo paternalismo advindo das heranças do império e de um

---

<sup>140</sup> CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 57.

<sup>141</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 140 e 19.

sistema extremamente burocrático pautado por muitas leis ineficientes e desnecessárias. Ainda, um dos grandes problemas regulatórios brasileiros consiste na dificuldade de atualizar ou até mesmo criar uma norma necessária para a satisfação de uma necessidade específica, dados os entraves encontrados no processo legislativo atualmente.

Além do processo legislativo, ressalta-se a falta de dinamismo por parte de alguns órgãos brasileiros, por exemplo, as Juntas Comerciais que, na teoria, são especializadas na análise de atos societários das sociedades empresárias, mas, na prática, atrasam o dia a dia das atividades comerciais. Nesse sentido, Armando Luiz Rovai, acertadamente, entende que, “seja diante da imperícia na análise de documentos societários, seja no retardo na atualização dos dados cadastrais, o que ocorre é que tais práticas criam uma gigantesca burocracia às empresas e aos seus sócios, sobrecarregando o já tão penoso custo Brasil”.<sup>142</sup>

Assim, o sistema da autorregulação é considerado o mais indicado, no sentido de manter eficiente o mercado de capitais, levando em consideração que a regulação pelo poder público poderia retirar a celeridade das operações, bem como privá-las dos conhecimentos práticos necessários, em razão da volatilidade e constante transformação do segmento.

Além disso, por força do artigo 14 da Instrução nº 461 da CVM,<sup>143</sup> o autorregulador tem o dever de não privilegiar seus interesses próprios em detrimento do interesse público envolvido. A inteligência do dispositivo em questão reside no fato de que o regulador é a própria companhia, a qual visa a obtenção de lucro como qualquer outra sociedade capitalista.

Acerca do assunto, Bruno Werneck<sup>144</sup> entende que seria cabível falar em regulação privada, considerando que a própria entidade privada que visa ao lucro é aquela que regulamenta suas atividades, ditando também a forma de conduta de outras sociedades, as quais podem até mesmo vir a ser suas concorrentes.

---

<sup>142</sup> Disponível em: <<http://www.valor.com.br/legislacao/4254910/registro-empresarial-incertezas-e-burocracia>>. Acesso em: 1º set. 2017.

<sup>143</sup> “Art. 14. A entidade administradora de mercado organizado deverá 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.”

<sup>144</sup> WERNECK, Bruno. A autorregulação da atividade econômica no Brasil. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Org.). *Direito regulatório: temas polêmicos*. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2004. p. 624.

A autorregulação tem ganhado notável importância ao longo dos anos e, por esse motivo, foram criadas as OARs, organizações autorreguladoras, que consistem em entidades privadas que seguem os princípios básicos norteadores dos reguladores públicos, quais sejam, a preservação da integridade do mercado, a perenidade financeira e a proteção aos investidores.<sup>145</sup>

Para melhor compreensão, são exemplos de OARs: as bolsas de valores e de futuros, como o Neuer Market alemão, a New York Stock Exchange, The London Stock Exchange, a BM&F Bovespa – atual B3 por meio da BSM, entre outras que exercem o papel de autorreguladoras, elaborando e expedindo as próprias normas e regras do seu mercado de atuação.

A autorregulação exercida depende de múltiplos fatores, tais como o tamanho do mercado, o grau de independência do órgão regulador, a qualidade das OARs, dentre outros. Salienta-se, ainda, que tais organizações têm como uma de suas principais características a influência na criação de um ambiente de maior estabilidade institucional e eficiência do marco regulatório.<sup>146</sup>

Nesse sentido, deve-se observar que a autorregulação não é realizada conforme a vontade de cada um, mas tem como foco primeiro a manutenção contínua da credibilidade do mercado, de forma que seja transparente e íntegra. Ainda, deve ser financeiramente vantajosa e saudável, a fim de atrair um número cada vez maior de investidores para um ambiente que ofereça proteção e segurança. Citem-se, como exemplo, as bolsas de valores, entidades tradicionalmente autorreguladoras, cujos membros têm o desafio de ser responsáveis por colaborar com governança e elaboração de normas, além de pensar em formas de a companhia se tornar mais lucrativa.<sup>147</sup>

---

<sup>145</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria; Anbid, 2005. p.226.

<sup>146</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria; Anbid, 2005. p. 226-227.

<sup>147</sup> VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 126.

No Brasil, ainda não há o equilíbrio ideal entre reguladores e autorreguladores, em virtude da recente criação e desenvolvimento de um mercado de valores mobiliários. Entretanto, sem dúvida, há um avanço no sentido de tornar eficiente a atividade regulatória e evitar, em primeiro lugar, a existência de eventual conflito de interesses entre entidades reguladoras, autorreguladoras e regulados.<sup>148</sup>

Vale ressaltar, também, que os casos de autorregulação substituem a intervenção estatal, até certo limite, e são efetivados por meio de normativas para promover a regulação realizada pelos próprios regulados ou associados que, pode-se dizer, se autopoliciam no exercício de suas atividades. No caso das bolsas de valores, estas se autorregulam, porém, são supervisionadas pela CVM, que emana diversas normas regulatórias, às quais as bolsas se submetem e devem obedecer. Entende Otávio Yazbek<sup>149</sup> que não ocorre, na verdade, uma substituição, mas e sim uma vinculação com a regulação estatal, que visa regulamentar determinada atividade de forma mais eficiente.

Importante mencionar que a fiscalização exercida pela CVM na bolsa de valores tem o propósito de verificar se estão sendo observadas todas as regras de mercado, por meio da realização de auditorias periódicas, com o intuito de evitar que sejam cometidas práticas ilícitas e nocivas ao mercado, de forma geral.<sup>150</sup> Ou seja, a bolsa de valores regulamenta o mercado acionário, mas está a todo tempo prestando informações e dando respostas aos demais questionamentos levantados pela CVM.

Segundo Borba,<sup>151</sup> a CVM exerce três diferentes funções: (i) fiscalizatória, conforme abordado no item 4.2 acima, no sentido coibir, investigar e punir fraudes cometidas por participantes do mercado; (ii) regulamentar, mediante a elaboração de normas disciplinadoras aplicáveis ao mercado de capitais e às sociedades emissoras de valores mobiliários, sendo considerada pelo autor uma regulação restrita e específica; e (iii)

---

<sup>148</sup> DONAGGIO, Angela. Regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 200.

<sup>149</sup> YAZBEK, Otávio. Evolução recente da regulação do mercado de capitais: impactos da crise de 2008 e opções de reforma. In: PENTEADO, Amarilis Prado Sardenberg Rodrigues (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 86.

<sup>150</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 41.

<sup>151</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 15. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017. p. 182-183.

*registrária*, uma vez que é o órgão responsável por realizar tanto o registro das companhias de capital aberto quanto as respectivas emissões de valores mobiliários.

A função regulamentar mencionada por Borba refere-se a uma regulação restrita e específica, justamente no sentido de a autarquia atuar até o limite em que se inicia a autorregulação pelas bolsas de valores, o que igualmente requer autonomia e vontade próprias, desde que dentro dos limites estabelecidos pela CVM.

A título de exemplo, nos termos do artigo 3º da Instrução CVM nº 387/2003, a autarquia estabeleceu algumas regras de conduta a serem observadas pelas corretoras de valores mobiliários e demais participantes do mercado, como a seguir explicitado:

- (i) proibidade na condução das atividades;
- (ii) zelo pela integridade do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de depósito de garantias;
- (iii) diligência no cumprimento de ordens e na especificação de comitentes;
- (iv) diligência no controle das posições dos clientes na custódia, com a conciliação periódica entre:
  - a) ordens executadas;
  - b) posições constantes em extratos e demonstrativos de movimentação fornecidos pela entidade prestadora de serviços de custódia;
  - c) posições fornecidas pelas câmaras de compensação e de liquidação;
- (v) capacitação para desempenho das atividades;
- (vi) obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado;

- (vii) adoção de providências no sentido de evitar a realização de operações em situação de conflito de interesses e assegurar tratamento equitativo a seus clientes; e
- (viii) suprir seus clientes, em tempo hábil, com a documentação dos negócios realizados.

O dispositivo citado objetiva nortear a atuação das corretoras, preocupando-se, inclusive, com preceitos básicos que deveriam ser sempre observados, por exemplo, probidade e capacidade no exercício de suas atividades. Além disso, deixa claras a preocupação e a responsabilidade da CVM, no exercício de seu poder regulamentar e fiscalizatório, de impor limites à autorregulação realizada pela B3, no caso do Brasil, fazendo com que sejam seguidas suas regras, as quais ainda serão impostas pelas bolsas às corretoras de valores e demais participantes do mercado.

#### 4.3.1 *Origem e desenvolvimento do modelo autorregulatório adotado no Brasil*

Diante do exposto, é possível afirmar que a bolsa de valores de São Paulo, única em operação no Brasil, opera sob o sistema de autorregulação, supervisionada e fiscalizada pela CVM, e segue o modelo adotado nos Estados Unidos da América, que surgiu com o advento do *Securities Exchange Act*, de 1934. Até o referido ano, não existia qualquer tipo de fiscalização por parte do poder público, o que conferia às bolsas de valores americanas total controle sobre as corretoras associadas e sobre as normas emanadas, sem a necessidade de seguir quaisquer disposições regulatórias ou de se reportar a alguma autarquia.

Com o *Securities Exchange Act*, de 1934,<sup>152</sup> o poder público delegou tais poderes regulatórios às bolsas, mas os condicionou à supervisão da SEC, órgão responsável por fiscalizar o mercado de capitais americano, similar à CVM no Brasil.

Buscou-se, com a medida, um contraponto entre a necessidade de conhecimento prático para a elaboração de normas, combinado com a supervisão estatal, sem que, de forma alguma, fosse afetado o bom funcionamento das bolsas de valores, visando (i) evitar novas

---

<sup>152</sup> Disponível em: <[https://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934)>. Acesso em: 1º out. 2017.

crises sistêmicas ocasionadas por abuso nas práticas adotadas; e (ii) a preservação do interesse público envolvido.

Um bom exemplo do que pode acontecer com um mercado acionário não regulamentado, ou melhor, de alguma forma não supervisionado por um braço estatal independente, foi o momento historicamente conhecido como a “Grande Depressão”, que culminou na crise do mercado acionário nos Estados Unidos, conforme abordado no item 4.1 *supra*.

Pode-se dizer que o referido cenário de crise deflagrou, senão a maior, uma das maiores crises do século XX, na qual fatores econômicos afetaram diretamente a saúde financeira das companhias ligadas à bolsa de valores, o que fez com que muitos investidores e demais envolvidos com as bolsas perdessem tudo o que tinham, acarretando um grande número de suicídios à época. Tal cenário culminou no início da regulação pela SEC, alguns anos depois, visando evitar outros episódios semelhantes.

O modelo adotado no Brasil é claramente semelhante ao dos EUA quanto à autorregulação, mas a primeira legislação brasileira pertinente veio à tona trinta e um anos mais tarde, com a promulgação da Lei nº 4.728/1965, que disciplina o mercado de capitais, e com a já revogada Resolução nº 39/1966 do Banco Central, que disciplinou, à época, a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores em todo o País. Atualmente, a matéria da autorregulação é disciplinada pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme Instrução CVM nº 461/2007.

Assim, pode-se depreender que a supervisão da CVM é decorrente de disposição expressa da Lei nº 6.385/1976 que, em seu artigo 17,<sup>153</sup> prevê a autonomia administrativa e financeira das bolsas de valores, de mercadorias e futuros e demais entidades relacionadas, que deverão fiscalizar os seus membros, bem como as operações nelas realizadas, visando garantir um ambiente seguro e transparente aos investidores.

---

<sup>153</sup> “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.”

Importante ressaltar que, nos termos do artigo 20 da Instrução CVM nº 387/2003,<sup>154</sup> a supervisão praticada pela CVM tem as bolsas de valores como uma espécie de braço fiscalizatório, uma vez que quaisquer irregularidades, atos ilícitos e afins devem ser levados à autarquia no mesmo momento da descoberta, para que esta tome as providências devidas, no exercício do seu poder de polícia.

Nesse sentido, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian explica que as bolsas realmente funcionam, na prática, como órgãos auxiliares quando da fiscalização de seus membros e operações realizadas, entendendo, ainda, que tal mecanismo de regulação delegada deve continuar a existir e ser estimulado para seu aperfeiçoamento.<sup>155</sup> Logo, é possível afirmar que a CVM concorda com o sistema de autorregulação que, sem dúvida, é um auxílio de grande valia para a autarquia, também no aspecto financeiro.

No caso do Brasil, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa Balcão – é controladora de uma organização sem fins lucrativos, denominada BM&F Bovespa Supervisão de Mercados – BSM, a qual possui autonomia administrativa para exercer a autorregulação do mercado de bolsa de valores brasileiro. A referida entidade foi originada após o arranjo societário realizado entre a Bolsa de Valores de São Paulo S.A. e a CBLC, as quais constituíram igualmente a BSM, com o intuito de exercer a atividade de autorregulação, conforme determinação legal.<sup>156</sup>

Vale mencionar que o autorregulador pode também aplicar penalidades nos limites do permitido pelo órgão regulador, como o ocorrido no caso envolvendo a Corretora XP Investimentos. Na ocasião, ao apurar indícios de irregularidades na atuação desta e do diretor

---

<sup>154</sup> “Art. 20. Compete às bolsas, como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizar as atividades dos seus membros e baixar as normas complementares necessárias à execução do disposto nesta Instrução.

§ 1º As bolsas manterão à disposição da CVM os dados e informações obtidos com as atividades de fiscalização por elas desenvolvidas.

§ 2º Sempre que qualquer das entidades mencionadas no *caput* deste artigo, no exercício da autorregulação, identificar a prática, por quaisquer pessoas ou entidades, que estejam submetidas a sua jurisdição, de atos ilícitos, bem como a existência de irregularidades, a CVM deve ser imediatamente informada, inclusive quanto às providências que tiverem sido adotadas.

§ 3º Sempre que qualquer das entidades mencionadas no *caput* deste artigo suspeitar da prática de atos ilícitos ou da existência de irregularidades envolvendo pessoa ou entidade que não esteja submetida a sua jurisdição, deverá comunicar de imediato à CVM as suspeitas que tiver.”

<sup>155</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 67-68.

<sup>156</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 41.

de relações com o mercado, à época, a BM&F Supervisão de Mercados – BSM – instaurou o Procedimento Administrativo nº 45/2012,<sup>157</sup> que resultou na celebração de um Termo de Compromisso, pelo qual os investigados pagaram determinada quantia em dinheiro, revertida para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Ainda no caso citado, mesmo tendo sido constatadas irregularidades na atuação da corretora, um investidor que teve seu pedido de ressarcimento de prejuízos negado pela BSM interpôs Recurso à CVM,<sup>158</sup> o qual foi julgado procedente por unanimidade, contrariamente à decisão do autorregulador, uma vez que autarquia entendeu comprovada a responsabilidade da contratada.

O fato narrado demonstra o funcionamento prático desse sistema, no sentido de ser a autorregulação exercida em conjunto pelos entes público e privado, podendo, ou não, o órgão supervisor concordar com a posição do autorregulador, como no exemplo mencionado. Estão claros o interesse público envolvido no assunto e a necessidade da intervenção estatal que oferece a proteção adequada e tem em vista preservar a segurança que deve existir no mercado de valores mobiliários, considerando que qualquer pessoa pode realizar um investimento junto a uma corretora.

Acertadamente, Luiz Roberto Calado<sup>159</sup> entende que deve ser levado em consideração:

[...] que pequenos investidores e consumidores de produtos financeiros são incentivados, diante da existência de agentes reguladores, a comportar-se com maior confiança e credibilidade nas instituições reguladas. Uma regulação apropriada é fundamental, portanto, para o fortalecimento e desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

O entendimento acima corrobora a afirmação feita acerca da segurança necessária que deve existir no mercado de capitais, uma vez que este visa a captação da poupança popular e, por conseguinte, cabe ao poder público assegurar o cumprimento e a eficácia da

---

<sup>157</sup> Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/boletins-normativos/2014/Boletim-Normativo-76.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

<sup>158</sup> Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603\\_R1/20140603\\_D03.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_D03.html)>. Acesso em: 8 jul. 2017.

<sup>159</sup> CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 58.

normativa elaborada pelo próprio ente privado. A ideia é transmitir a imagem de uma regulamentação célere, capaz de acompanhar as mudanças do mercado e que, ao mesmo tempo, seja sólida, não levando insegurança jurídica aos seus participantes.

Portanto, a autorregulação está diretamente ligada à autodisciplina, uma vez que o próprio regulado elabora um conjunto de normas e regras procedimentais a serem impostas aos seus associados e demais participantes. Nas palavras de Otavio Yazbek,<sup>160</sup> “como ocorre na regulação estatal, a autorregulação se corporifica em mais de uma dimensão, abrangendo uma faculdade genérica de autorregulamentação, uma faculdade de autoexecução e uma faculdade de aplicar punições, ou seja, de autodisciplina”.

Segundo o autor, a autorregulação pode ter um caráter estritamente privado quando aqueles que se submetem a ela o fazem por meio de celebração de contrato, aceitando respeitar tais regras quando do ingresso em determinada entidade. Poderá, entretanto, ter caráter público, caso em que, apesar de serem as normas emanadas por entidade particular, caberá a sua supervisão ao poder público, que terá o poder de aplicar sanções àqueles que descumprirem as regras estipuladas, mesmo que tal descumprimento tenha ocorrido por parte do próprio ente autorregulador.

Nesse sentido, é possível afirmar que a autorregulação exercida pela bolsa de valores brasileira tem caráter público em dois sentidos: o primeiro, por submeter-se à supervisão e fiscalização da CVM, podendo sofrer sanções em caso de descumprimento das normas emanadas da autarquia; o segundo, pelo interesse público atrelado às suas atividades, conforme mencionado, o que confere aos entes privados o poder de punir aqueles que praticarem atos nocivos ao mercado, por exemplo, no caso da XP Investimentos abordado anteriormente.

Conforme aludido no item 4.3, José Edwaldo Tavares Borba<sup>161</sup> entende que uma das funções da CVM, a regulatória, é exercida de maneira restrita e específica, e não geral. Ou seja, na prática, as regras e normatizações das bolsas de valores serão definidas pelos entes autorreguladores, os quais seguirão as normas e limitações impostas pela autarquia, em uma forma de regulamentação reduzida por parte da CVM.

---

<sup>160</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 209.

<sup>161</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 15. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017. p. 183.

Nelson Eizirik<sup>162</sup> entende que a supervisão da CVM sobre as bolsas não compromete, de modo algum, a autonomia legalmente reconhecida. Expõe que é constatada a existência de um duplo grau de fiscalização, pelo qual as bolsas de valores fiscalizam as corretoras e as operações bursáteis, enquanto a CVM supervisiona o exercício da autorregulação praticada pelas bolsas.

Cumprе mencionar que o Brasil tem avançado e evoluído constantemente no tema da autorregulação. Uma prova disso foi a participação do País no mercado acionário internacional em 1992, quando realizada a primeira emissão de *American Depositary Receipts* por uma sociedade brasileira, a Aracruz Papel e Celulose S.A.,<sup>163</sup> fazendo com que as condutas e práticas regulatórias internacionais aplicáveis influenciassem positivamente esse movimento no Brasil, com o intuito de as sociedades interessadas adquirirem credibilidade e aceitação na negociação de seus valores mobiliários no mercado externo.

Diante do exposto, nota-se que a autorregulação é positiva, segundo alguns estudiosos do tema, pois proporciona uma regulamentação adequada quando levado em consideração que é elaborada pelos próprios participantes do mercado, sendo necessário, no entanto, chamar a atenção pelo cuidado que se deve ter para não privilegiar interesses próprios em detrimento do geral. Em contrapartida, apesar de funcionar e estar em plena evolução, o sistema autorregulatório tem suas vantagens e desvantagens, conforme será analisado a seguir.

#### **4.4 Vantagens da autorregulação**

O primeiro ponto que chama atenção quando se fala em autorregulação é o fato de as normas e regras a que se submetem os investidores e demais integrantes das bolsas de valores serem definidas pelos próprios participantes desse mercado. Tal fato, sem dúvida, confere maior agilidade e melhor adaptação às constantes modificações no segmento das operações bursáteis, além de trazer segurança no sentido de se ter o conhecimento prático e técnico na elaboração das normativas.

---

<sup>162</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 213.

<sup>163</sup> Disponível em: < <http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4002184.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

No entendimento de Jeffrey Jaffe, Randolph Westerfield e Stephen Ross,<sup>164</sup> por exemplo, os preços dos valores mobiliários colocados no mercado devem refletir exatamente as informações disponíveis a todos os investidores como forma de proteção, criando um ambiente que denote credibilidade e confiança, diminuindo a possibilidade de ilícitos como o *insider trading*, abordado acima, no qual os participantes do mercado venham a se afastar das bolsas de valores. Para tanto, é necessário que aquele que elabora as normas seja, ao mesmo tempo, técnico e ágil, conseguindo acompanhar as oscilações e acontecimentos do mercado global, a fim de ser efetivo na investigação de ilícitos no mercado de valores mobiliários e cumprir o papel de braço fiscalizatório do agente regulador.

Além disso, uma vez que as regras são elaboradas pelos próprios operadores, não há que se falar em grande resistência na sua aceitação.<sup>165</sup> Caso fossem as normas produzidas pelo poder público, poderiam sofrer grande rejeição e afastar os investidores, uma vez que não existiria a prática do dia a dia das operações e as normativas poderiam não ser tão céleres quanto se é esperado no âmbito das negociações. Nesse sentido, Luís Felipe Amaral Calabró<sup>166</sup> entende que a autorregulação do mercado acionário permite às bolsas:

[...] o estabelecimento de um padrão mínimo de conduta mais homogêneo possível entre os participantes, a partir do qual cada um, em livre concorrência, poderá criar e adotar práticas ainda mais eficientes e robustas para se destacar no nível básico de atuação, visando aumentar seu respectivo *Market share* na indústria da intermediação, ou, no caso dos emissores, valorizar seus ativos e sua imagem perante os investidores.

Nos países de regime democrático, por exemplo, há que se levar em consideração que a elaboração de leis e normas pelo poder público é morosa e passa por um longo procedimento de aprovação e promulgação, além de existir um grande conflito de interesses políticos, o que poderia, sem dúvida, prejudicar o bom andamento e funcionamento das bolsas de valores. Há que se falar, ainda, na constante falta de credibilidade dos políticos brasileiros

---

<sup>164</sup> JAFFE, Jeffrey; WESTERFIELD Randolph; ROSS, Stephen. *Administração financeira*. Tradução de Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995. p. 263-264.

<sup>165</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 214.

<sup>166</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 117.

e órgãos estatais, dada a falta de conhecimento técnico de alguns dirigentes, além dos casos de corrupção que tomam conta dos noticiários.

As considerações *supra* foram os motivos que levaram, no passado, o Congresso norte-americano a estabelecer o sistema de autorregulação com a supervisão governamental, visando fiscalizar o mercado de maneira flexível, com o propósito de conferir celeridade e eficiência na regulação, a fim de que não fossem afetadas as práticas do mercado. Nos EUA, tal forma de regular é vista, até os dias de hoje, como a melhor e, ao mesmo tempo, mais eficiente ao mercado de capitais como um todo.<sup>167</sup>

A autorregulação pode ser ainda mais eficiente, quando o respectivo ente segregar as funções comercial do dia a dia daquelas normatizadoras, como ocorre com a BSM no exercício autorregulador das bolsas, por exemplo, uma vez que tem maior celeridade na atualização de suas regras quando identificar eventuais imperfeições no mercado.<sup>168</sup>

Outra vantagem a se levar em consideração, segundo Julya de Sotto Mayor,<sup>169</sup> é que a atuação conjunta de uma entidade autorreguladora permitirá ao ente regulador “voltar seus escassos recursos materiais e humanos para as diversas áreas em que a autoridade autorreguladora não tenha competência para atuar ou, mesmo não tendo, não haja, eventualmente, atuado a contento”.

Pode-se depreender do entendimento acima que há, ainda, um benefício de cunho econômico proporcionado pela autorregulação, considerando que, no caso da bolsa de valores, a elaboração de normas e a respectiva fiscalização são realizadas com fundos próprios, o que permite à Administração Pública economizar ou dar outra direção aos seus recursos, de modo que, não fosse o auxílio do braço regulatório, a verba seria ainda mais escassa. Além disso, se assim não fosse, eventualmente seria necessária a criação de novos entes estatais para o exercício da fiscalização e normatização, o que teria um custo muito alto. Vale lembrar que a

---

<sup>167</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 214.

<sup>168</sup> CUSCIANO, Dalton Tria; SANO, Flora Pinotti; CURY, Maria Fernanda Calado de Aguiar; PEREIRA, Roberto Codorniz Leite. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 38-39.

<sup>169</sup> WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Artigo 8º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 174.

obrigatoriedade da autonomia administrativa está prevista no artigo 12, inciso IV, da Instrução CVM nº 461/2007.<sup>170</sup>

Destaca-se, nesse sentido, que, se a fiscalização exercida apenas pelo autorregulador se mostrar eficiente, não exigirá a atuação dos entes públicos, a não ser que seja incorreta ou insatisfatória.

André Saddy<sup>171</sup> entende que o fato de o autorregulador desenvolver as próprias normas implica automaticamente a adoção de compromissos de melhora contínua no desenvolvimento das respectivas atividades, resultando em um nível de maior segurança e melhor qualidade, com o intuito de sempre melhorar e promover a visibilidade da marca, o que, conseqüentemente, poderá acarretar o aumento de procura pelo mercado acionário por parte do público em geral. Caso fosse o ente estatal responsável pela regulação das bolsas de valores, a preocupação com a imagem no aspecto normativo não existiria.

Além da imagem, segundo Armando Luiz Rovai e Fabiano Dolenc Del Masso,<sup>172</sup> importante ressaltar que, quanto maior o conjunto de boas práticas desempenhadas pelo e para o registro empresarial, maior será a confiança na realização de investimentos. O mesmo se aplica nas relações bursáteis, no sentido de que, quanto mais melhoras forem desenvolvidas pelo autorregulador, mais seguros vão se sentir os investidores.

Nesse sentido, cumpre mencionar que, apesar de serem as bolsas de valores entidades de natureza jurídica privada, quando do exercício da autorregulação, não há uma relação horizontal entre o regulador e os regulados, por exemplo, entre a CVM e a Bovespa, mas sim de subordinação por parte destes últimos, uma vez que aceitaram se submeter a tais

---

<sup>170</sup> “Art. 12. Uma mesma entidade poderá instituir e administrar mais de um mercado organizado de valores mobiliários desde que:

[...]

IV – proveja o departamento de auto-regulação com recursos financeiros apropriados e recursos humanos especializados para a supervisão de cada um dos mercados, adotando os mecanismos de segregação que se façam necessários para a correta fiscalização.”

<sup>171</sup> SADDY, André. *Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 101.

<sup>172</sup> ROVAI, Armando Luiz; DEL MASSO, Fabiano Dolenc. Registro empresarial: da constituição das empresas, suas alterações e distratos – incertezas e burocracia que emperram o desenvolvimento e contribuem para insegurança jurídica. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha; ROVAI, Armando Luiz (Coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: RT, ano 20, v. 77, p. 137, 2017.

regras. Ainda, tal competência é originária, e não derivada, tendo em vista que foi atribuída por lei.<sup>173</sup>

Pode-se concluir que a principal vantagem, entre as diversas proporcionadas pelo exercício da autorregulação, é o fato de que a regulamentação é exercida pelas bolsas de valores e, assim, as normas são elaboradas por pessoas que detêm todos os conhecimentos teóricos e, principalmente, práticos, necessários ao bom funcionamento e ao desenvolvimento do mercado acionário. Além disso, a supervisão realizada pela CVM é uma segurança extra que traz maior credibilidade aos investidores, nacionais e estrangeiros, bem como às companhias emissoras e demais participantes do segmento.

#### 4.5 Desvantagens da autorregulação

Apesar da eficiência trazida ao mercado de capitais pela autorregulação, não se pode deixar de lado a possibilidade de existir conflito de interesses quando da elaboração das normas. Deve-se levar em consideração que aquele que as elabora é o mesmo que a elas se submete. Conforme ensina Eizirik:

[...] o fato de os corretores membros serem, na estrutura tradicional, os donos da bolsa, e, conseqüentemente, os responsáveis, em última análise, pela maioria das decisões por ela tomadas, pode resultar em pressões para que a atividade autorregulatória, especialmente aquela referente à fiscalização e aplicação de penalidades, seja exercida de forma menos rigorosa, de modo a não prejudicar os negócios dos associados.<sup>174</sup>

Quanto ao comentário anterior, importante salientar que os corretores membros não são mais considerados os “donos das bolsas”, desde o processo de desmutualização que será abordado a seguir, pelo qual a bolsa de valores brasileira passou a ter acionistas e diretores, seguindo o regime da Lei das S.A. e com natureza jurídica de sociedade por ações.

Ainda, pode-se depreender que há o risco de os próprios agentes de mercado flexibilizarem as normas elaboradas, de modo que seus negócios não sejam prejudicados e, pelo contrário, sejam executados visando priorizar os seus próprios anseios. Importante

---

<sup>173</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 211.

<sup>174</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 215.

mencionar que as normas não seriam tão rígidas, uma vez que quem as elabora são os próprios acionistas que, não se pode negar, têm interesses envolvidos.

Daí surgiu a necessidade de supervisão por um órgão público, com a finalidade de mitigar e punir, quando necessário. André Saddy<sup>175</sup> refere-se à existência de uma “autorregulação regulada”, no sentido de que a entidade autorreguladora não esteja alheia ou, de alguma forma, distante da fiscalização ou supervisão do Estado, considerando que o objetivo sempre será o bem-estar social.

Assim, não se pode deixar de lado o fato de existirem relevantes conflitos de interesses entre os próprios participantes, sendo necessário observar e respeitar o direito de toda a sociedade, uma vez que todos possuem acesso livre às bolsas de valores e podem adquirir os títulos e demais produtos nelas comercializados. Trata-se do verdadeiro interesse público envolvido, conforme mencionado, e que acarretou, por exemplo, os suicídios em decorrência da crise de 1929.

Thiago Saddi Tannous<sup>176</sup> entende que a desmutualização das bolsas de valores diminuiu o conflito decisório quando transferiu o poder dos corretores membros para os acionistas, tornando a fiscalização e suas respectivas normas menos frouxas e brandas. Em contrapartida, como sociedade anônima que visa ao lucro, a bolsa de valores é responsável por autorregular suas atividades e, ao mesmo tempo, angariar o maior número de transações possíveis no exercício de suas atividades, fato este que, sem dúvida, não faz com que o artigo 17, *caput* e § 1º, da Lei nº 6.835/1976<sup>177</sup> resolva completamente a existência de um conflito de interesse.

---

<sup>175</sup> SADDY, André. *Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 108-109.

<sup>176</sup> TANNOUS, Thiago Saddi. Artigos 15, 16, 17 & 18. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 371-373.

<sup>177</sup> “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.”

Outro exemplo de conflito gerado entre a bolsa de valores e as corretoras associadas foi o advento de pregão eletrônico de negociação que, sem dúvida, proporcionou às bolsas um volume muito maior de transações e, logo, maior lucro, mas que, por outro lado, diminuiu os recursos obtidos pelos corretores que realizam a intermediação das operações.<sup>178</sup>

Ademais, após a implementação do sistema de transmissão de dados por meio eletrônico de negociação, tornou-se muito maior o risco de as corretoras e investidores descontentes migrarem para outras bolsas, mesmo que distantes, tendo em vista a crescente competição entre elas, mesmo que localizadas em países distintos. Pode-se dizer que o advento da tecnologia fomentou a concorrência nas bolsas, fazendo com que o serviço seja prestado com maior eficiência e qualidade.

Cumprir mencionar também que, da mesma forma que algumas posições deixaram de existir, outras surgiram, e o mercado passou a buscar programadores e demais profissionais das áreas de tecnologia e segurança da informação. A verdade sobre o assunto em questão é que toda mudança brusca no costume de determinado segmento acarreta prejuízo para alguns já consolidados e lucro para participantes recém-chegados, mas que, sem dúvida, somente foi possível nessa escala rápida e agressiva, com foco total na realização de negociação de ações unicamente por meio eletrônico, em virtude da eficiência do ente autorregulador na elaboração de normas adaptadas nesse sentido.

Há, ainda, alguns pontos que exigem bastante cuidado e atenção no exercício da autorregulação, por exemplo:<sup>179</sup> (i) o fato de a autorregulação abranger pontos de interesse sem que ao menos sejam abordadas normas fundamentais do respectivo segmento; (ii) ter um caráter repressor demais ou de menos, a depender da intenção da sociedade que é também o ente autorregulador; (iii) adquirir funções meramente propagandistas a fim de se promover, sem uma melhora efetiva no aspecto normativo; e (iv) utilizar os instrumentos regulatórios como uma forma de limitar e, até mesmo, de evitar a concorrência em determinado setor.

---

<sup>178</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 215.

<sup>179</sup> SADDY, André. *Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 107-108.

Outra desvantagem considerável reside no fato de alguns autorreguladores detentores de grande poder utilizarem sua influência negativamente,<sup>180</sup> no sentido de atrair investidores abonados por meio de suborno ou vantagens advindas da elaboração de uma normativa específica que os beneficie. De fato, esse é um risco também existente no regulador público, mas que está presente na autorregulação e não deve ser ignorado.

No entanto, tais conflitos fizeram com que fossem criadas subdivisões administrativas e divisões de controle interno nos órgãos autorreguladores,<sup>181</sup> objetivando mitigar ao máximo eventuais divergências entre os participantes. Pode-se dizer que, nas bolsas de valores, os departamentos são como órgãos internos que fiscalizam e respondem uns aos outros, podendo, inclusive, ocorrer casos de responsabilização por atos ilícitos ou irregulares, advinda dos próprios colaboradores.

Quanto às desvantagens mencionadas, cumpre ressaltar que, no mercado de valores mobiliários, a CVM vem aumentando cada vez mais sua força regulatória e fiscalizatória no dia a dia das operações, de forma a coibir eventuais práticas prejudiciais ao mercado. A autarquia está se fazendo cada vez mais presente e aumentando o foco até mesmo em investigações próprias, com o intuito de impedir práticas nocivas e demonstrar ao autorregulador a importância do respectivo mercado.

Assim, não obstante o exposto, mesmo que existam vantagens e também desvantagens quanto à autorregulação, o movimento do mercado e dos reguladores em geral não caminha no sentido de abolir ou diminuir o exercício da autorregulação, e sim mitigar eventuais conflitos de interesses, aprimorando e melhorando cada vez mais as regras e normas aplicadas, adaptando-as ao mercado de valores mobiliários como um todo.

---

<sup>180</sup> CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 57.

<sup>181</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 210.

## 5. DESMUTUALIZAÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES

A desmutualização das bolsas de valores começou a ocorrer em alguns países durante a década de 1990, e foi o processo pelo qual tais instituições deixaram de ser entidades sem fins lucrativos, compostas por seus associados, transformando-se em empresárias, constituídas sob a forma de sociedade por ações e reguladas, no Brasil, pela Lei nº 6.404/1976, com registro de capital aberto na CVM e ações colocadas à negociação na própria Bovespa.

Importante ressaltar que uma relação mutualística requer uma comunhão de esforços, por exemplo, aquela realizada pelas corretoras associadas, as quais assumiam o risco conjunto para o exercício das atividades exercidas pelas bolsas de valores. Assim, o movimento que ficou conhecido por *desmutualization*<sup>182</sup> foi o responsável por desconstituir tal ligação, a fim de que os novos acionistas substituíssem as corretoras no seu antigo papel, passando esta última a ter uma relação contratual com as bolsas, e não mais estatutária.

À época, quando do início do procedimento de desmutualização, o patrimônio das bolsas era representado por títulos patrimoniais pertencentes às corretoras e, para tornar-se membro, era necessário adquirir tais títulos.<sup>183</sup> Pode-se dizer que as bolsas funcionavam como um clube de investimentos, da mesma forma que eram reconhecidos nos EUA, antes do advento do *Securities Exchange Act* de 1934, como mencionado.

As primeiras bolsas a aderirem à desmutualização foram as europeias e as asiáticas, entre os anos de 1993 e 2000, e a primeira bolsa americana a se desmutualizar foi a Chicago Mercantile Exchange, em 2002, seguida pelas demais. No Brasil, a transformação da Bovespa e da BM&F ocorreu em 2007 e facilitou a operação de fusão ocorrida entre a BM&F S.A. e a Bovespa S.A, que resultou na constituição da BM&FBovespa S.A.<sup>184</sup>

---

<sup>182</sup> CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011. p. 95.

<sup>183</sup> TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Mercado de capitais brasileiro: uma introdução*. São Paulo: Thomsom, 2006. p. 42-43.

<sup>184</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 217.

Salienta-se que, conforme analisado no Capítulo 2 do presente estudo, o referido processo possibilitou, também, a recente reestruturação societária ocorrida no ano de 2017 entre a BM&F Bovespa e a Cetip S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos, a qual deu origem à B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão, quinta maior operadora de bolsa de valores do mundo, o que não seria possível, da forma como ocorreu, se a bolsa ainda fosse uma associação civil sem fins lucrativos.

O referido processo fez com que os antigos associados membros das bolsas de valores, que detinham a totalidade dos seus ativos, fossem substituídos por acionistas, os quais passaram a deter as respectivas ações negociadas livremente na bolsa, assim como as de quaisquer outras companhias abertas. O risco da atividade exercida pelas bolsas de valores deixou de ser dividido com as corretoras membros e, como em qualquer outra sociedade empresária, passou a ser daqueles que detêm suas ações e que, por outro lado, também usufruem do recebimento dos dividendos distribuídos pela companhia quando é auferido lucro.

Dessa forma, o poder decisório deixou de pertencer aos corretores membros da associação antes existente, causando uma significativa alteração na estrutura da bolsa de valores e, claro, no seu funcionamento como um todo. As decisões passaram a não ser mais tomadas por poucos associados, e sim pela própria companhia, sua diretoria e demais órgãos deliberativos, de acordo com as regras aplicáveis às sociedades anônimas.

No entanto, com as novas estruturas organizacionais das bolsas de valores, surgiram novos conflitos de interesses, de maior ou diferente intensidade daqueles existentes quando das associações mutualísticas. No entendimento de Marcos Galileu Lorena Dutra, passaram a ser tomadas as seguintes providências, para que houvesse sucesso na autorregulação exercida:<sup>185</sup>

- (i) implementação de conselhos de administração e outros comitês internos, responsáveis pela atividade de regulação com independência em relação aos seus membros;

---

<sup>185</sup> DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 55.

- (ii) criação de incentivos à concorrência entre as bolsas e demais participantes do mercado; e
- (iii) aperfeiçoamento dos canais de comunicação e monitoramento dos órgãos governamentais aplicáveis, em relação à atividade de autorregulação das bolsas.

O movimento colaborou fortemente para a aliança entre as bolsas de valores ao redor do mundo, uma vez que as relações foram também intensificadas com o estabelecimento da transmissão eletrônica de dados para a negociação de ações. Assim, investidores podem ser acionistas das bolsas americanas e brasileira, por exemplo, promovendo novos investimentos e gerando maiores lucros às referidas companhias. De fato, a grande competição entre as bolsas causada pelo impacto da tecnologia colaborou, e muito, para o processo de desmutualização.

De qualquer forma, deve-se atentar também ao fato de que todo cuidado quando da regulação do mercado de ações é bem-vindo, uma vez que, ao se transformarem de associações civis sem fins lucrativos para sociedades anônimas que visam o lucro, as bolsas tornaram-se sociedades alavancadas, com suas ações dispersas no mercado e o poder decisório não mais pertencente aos associados. Esse é um dos principais motivos de uma regulação sofisticada que acompanhe o desenvolvimento desse segmento, de forma que não haja a predominância de conflitos de interesses nem danos aos acionistas minoritários das sociedades listadas nas bolsas.

A desmutualização, pode-se dizer ainda, foi um importante passo para a governança corporativa, pois possibilitou maior transparência nas negociações. Sobre o assunto, destaca-se o ensinamento de José Edwaldo Tavares Borba<sup>186</sup> no sentido de que as boas práticas passaram a ser empregadas em favor de toda a comunidade do local em que a companhia atua, bem como de seus empregados, e não somente dos acionistas visando unicamente ao lucro. É notável a grande mudança de comportamento das companhias e a influência da desmutualização nesse processo, como um impacto eminentemente positivo.

---

<sup>186</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. A Sociedade Anônima e os atos de liberalidade. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976. São Paulo: Almedina Brasil, 2016. p. 69.

## 6 VALORES MOBILIÁRIOS EM NEGOCIAÇÃO NO BRASIL

Não obstante as bolsas de valores negociarem, em regra, as ações de emissão das companhias nelas listadas, são negociados, além das ações, outros valores mobiliários, como: as opções sobre as ações, direitos e recibos de subscrição, bônus de subscrição, cotas de fundos, debêntures e notas promissórias, entre outros. Ainda, há a negociação dos certificados representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta com sede no exterior, emitidos, no Brasil, por instituições depositárias, denominados *Brazilian Depositary Receipts*.

O artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 prevê, em seus incisos, um rol exemplificativo, outrora taxativo, de valores mobiliários, tendo em vista a possibilidade de criação de novos contratos e títulos de investimento, nos termos dos incisos VIII e IX do referido artigo, incluídos pela Lei nº 10.303/2001, os quais são objeto de fiscalização e supervisão por parte da CVM, conforme segue:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

III – os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

IV – as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

VI – as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

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. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

Serão brevemente abordados os conceitos dos valores mobiliários negociados pelas bolsas de valores, com início e foco especial nas ações, uma vez que, como ensina Ilene Patricia de Noronha Najjarian,<sup>187</sup> trata-se de valor mobiliário da mais extrema importância, por ter a capacidade de originar outros que serão a este subjacentes e dele dependerão para sua circulação.

Assim, cumpre ressaltar que, apesar de não ser o foco do estudo em questão, cumprirá ao presente fazer breve menção a cada instituto relacionado a seguir.

## 6.1 Ações

Em linhas gerais, uma ação nada mais é do que um valor mobiliário que representa a menor fração da totalidade do capital social de uma sociedade anônima emissora. Proporciona ao seu detentor o direito de se tornar acionista da respectiva sociedade.<sup>188</sup>

Conforme será analisado, a espécie da ação é que vai determinar os direitos e deveres de cada acionista na companhia, sendo que tais direitos deverão ser preservados e respeitados nas deliberações assembleares ou mesmo pelo estatuto social, com exceção de eventual disposição legal em sentido contrário.<sup>189</sup>

Como forma de proteção, o artigo 109 da Lei das S.A.<sup>190</sup> prevê alguns direitos que não podem ser alterados, tais como: (i) participar dos lucros sociais; (ii) participar do acervo

<sup>187</sup> NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 221.

<sup>188</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 103.

<sup>189</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 63.

<sup>190</sup> “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I – participar dos lucros sociais;

II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172.

V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

da companhia, em caso de liquidação; (iii) fiscalizar, na forma prevista na respectiva legislação, a gestão dos negócios sociais.

No Brasil, são negociadas, em regra, ações ordinárias e preferenciais, as quais serão objeto deste capítulo.

### 6.1.1 *Espécie das ações*

No Brasil, são espécies de ação as de gozo ou fruição, preferenciais ou ordinárias, nos termos do artigo 15 da Lei das S.A.<sup>191</sup> Como mencionado, os direitos que os acionistas detêm variam conforme a respectiva espécie de ação que possuem. No entanto, o presente trabalho restringe-se à breve análise das duas últimas espécies de ações, quais sejam, ordinárias e preferenciais, visando melhor contextualizar as ações negociadas atualmente na bolsa de valores brasileira.

#### 6.1.1.1 *Ações ordinárias*

As ações ordinárias, cuja emissão, pelas companhias, é obrigatória, encontram-se previstas no artigo 16 da Lei das S.A.<sup>192</sup> Diferentemente do que ocorre com os detentores de ações preferenciais, as ações ordinárias sempre irão conferir ao seu titular o direito de voto nas deliberações assembleares, nos termos do artigo 110 da Lei da S.A., bem como outros, comuns a todos os acionistas.

A ação ordinária colaborou muito para a evolução do processo associativo entre investidores que poderiam ou não se conhecer, unindo seus investimentos em prol de interesses em comum, qual seja, o lucro do empreendimento.<sup>193</sup> Pode-se dizer que a maior vantagem de se obter uma ação ordinária é o poder do voto, como forma de exteriorização dos objetivos dos acionistas, por meio da realização de assembleias.

---

<sup>191</sup> “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.”

<sup>192</sup> “Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de:

I – conversibilidade em ações preferenciais;

II – exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou

III – direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.”

<sup>193</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 365.

Assim, as ações ordinárias conferem aos acionistas que as titularizam os direitos de um sócio comum, com um voto por ação nas assembleias gerais, e, portanto, aquele que possuir mais da metade das ações ordinárias de determinada companhia será o acionista controlador. É a quantidade de ações ordinárias detidas pelos acionistas que os qualifica como controladores ou minoritários.<sup>194</sup>

Importante ressaltar que o estatuto social de determinada companhia poderá criar classes de ações ordinárias, as quais conferirão aos seus detentores o direito de voto em separado para que sejam preenchidos cargos nos órgãos administrativos da companhia, conforme inciso III do artigo 16 da Lei nº 6.404/1976. Assim, mesmo que um acionista detenha poucas ações ordinárias, poderá ter maior poder do que aquele que possui um grande número destas sem classe, considerando a possibilidade de aquele eleger um membro do conselho de administração ou da diretoria.<sup>195</sup>

#### 6.1.1.2 Ações preferenciais

As ações preferenciais asseguram à companhia a oportunidade de captar recursos por meio da negociação de suas ações, sem a necessidade de conceder o poder de voto ao referido detentor. Ou seja, o preferencialista poderá não possuir qualquer poder decisório nas deliberações assembleares; entretanto, foram conferidas a estes outras vantagens, em detrimento dos proprietários de ações ordinárias.

Assim, a referida espécie de ação proporciona aos acionistas que tenham o voto restrito, ou que não tenham esse direito, privilégios de ordem pecuniária ou política, bem como outros benefícios que não se estendem aos titulares de ações ordinárias.<sup>196</sup> Como exemplo, cumpre mencionar o artigo 17 da Lei das S.A.<sup>197</sup>, que possibilita a distribuição do dividendo fixo ou mínimo prioritariamente aos titulares de ações preferenciais, os quais, além

<sup>194</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 120-121.

<sup>195</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 1º a 74. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1, p. 289.

<sup>196</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. 4. ed. rev. e atual. por Roberto Papini. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 76.

<sup>197</sup> “Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:  
I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;  
II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou  
III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.”

disso, poderão receber antecipadamente eventual reembolso do capital social, da forma como prever o estatuto.

Dessarte, apesar de não ter o direito de voto, é possível ao preferencialista acumular as vantagens de ter prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, com a antecipação de eventual reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, conforme inciso III do artigo 17 da Lei das S.A. Caso as vantagens mencionadas não sejam acumuladas, ao menos uma delas deverá ser proporcionada a esse acionista, nos termos do § 1º do mesmo artigo e diploma legal.

No mesmo sentido, importante aludir ao parágrafo único do artigo 125 da Lei das S.A., o qual prevê aos acionistas detentores de ação sem direito de voto o direito de comparecer à assembleia geral e discutir a matéria a ser deliberada. Ainda, o artigo 111, § 1º, da Lei das S.A. concede ao mesmo acionista o direito extraordinário de votar caso não sejam recebidos dividendos por três exercícios consecutivos, o que demonstra a preocupação do legislador em preservar os interesses dos minoritários e daqueles que detêm as chamadas ações preferenciais, as quais não conferem poder decisório nas deliberações sociais, como referido.

Logo, por não ter direito de voto ou tê-lo limitado pelo estatuto nas assembleias sociais, os acionistas detentores de ações preferenciais não poderão ser considerados controladores das companhias, uma vez que não possuem poder decisório nas deliberações tomadas. Pode ocorrer, ainda,<sup>198</sup> a hipótese de as ações preferenciais não serem admitidas à negociação no mercado de capitais, caso em que serão concedidas vantagens exclusivamente políticas.<sup>199</sup>

Conforme visto, as ações preferenciais concederão vantagens aos acionistas, quando da distribuição de lucros e dividendos, além de ser assegurada, no estatuto social da sociedade emissora, a fixação de um valor fixo ou mínimo a título de dividendos.<sup>200</sup> Tais

---

<sup>198</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 120-121.

<sup>199</sup> “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Parágrafo único. O estatuto pode subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.”

<sup>200</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 122.

benefícios visam atrair aqueles investidores que desejam apenas o lucro, mas não se importam com os rumos da companhia.

Atualmente, para cada ação ordinária emitida, é permitida a emissão de uma ação preferencial, e, antes, essa proporção poderia chegar a duas ações preferenciais para cada ação ordinária, demonstrando a desvantagem dessa espécie de ação. O legislador procurou alterar a previsão anterior, que possibilitava à companhia emitir dois terços de ações preferenciais, com o advento da Lei nº 10.303/2001, que alterou o § 2º do artigo 15 da Lei das S.A., reduzindo sua quantidade possível de emissão.

Importante salientar que as ações preferenciais são negociadas no Brasil, mas, por não conferirem vantagens consideradas essenciais e, assim, não oferecerem a proteção adequada ao acionista minoritário, como o direito ao voto, não são comercializadas em mercados mais desenvolvidos, caso dos Estados Unidos.

### 6.1.2 *Forma das ações*

Cumprir mencionar que, independentemente do previsto pelo estatuto, nos termos do artigo 22 da Lei das S.A., atualmente, as ações deverão ser nominativas,<sup>201</sup> ou seja, em nome do seu detentor, e registradas no respectivo livro de registro de ações.

Até o ano de 1990, o artigo 20 da Lei nº 6.404/1976 previa que as ações poderiam ser nominativas, endossáveis, ou ao portador, tendo sido a respectiva redação alterada pelo artigo 4º da Lei nº 8.021/1990, que visa identificar contribuintes passíveis de fiscalização, com o intuito de tornar mais fácil a tributação do proprietário de uma ação.

A vedação à emissão de ações que não sejam nominativas fez com que as ações perdessem a possibilidade de serem transferidas, como ocorre com os demais títulos de crédito, tendo sido extinto o endosso de ações, anteriormente trazido pelo artigo 32 da Lei nº 4.728/1965. Conseqüentemente, não se fez mais necessária a abertura do “Livro de Registro de Ações Endossáveis”, conforme previa o § 1º do mesmo artigo, o qual era fundamental para conferir a qualidade de acionista ao endossatário do valor mobiliário.

---

<sup>201</sup> “Art. 20. As ações devem ser nominativas.”

Vale lembrar que a ação ao portador era aquela cuja transferência se dava com a mera tradição, o que ocasionou a existência de portadores considerados acionistas, mas que, na verdade, estavam ocultando o nome do real titular.<sup>202</sup> Essa prática se mostrou prejudicial à companhia emissora, aos órgãos fiscais, bem como aos próprios acionistas minoritários, e foi uma das razões da edição da legislação que a vedou.

No entanto, mesmo não existindo, atualmente, as ações endossáveis e ao portador, Ary Oswaldo Mattos Filho<sup>203</sup> aponta outras possibilidades de operacionalização de ações por terceiros que não sejam acionistas, quais sejam:

- (i) ações escriturais: é contratada uma instituição financeira custodiante que exercerá a compra e venda das ações sob a forma de prestação de serviços à determinada companhia e fará a anotação nos títulos representativos ou nos livros de registro e transferência de ações, os quais ficarão arquivados na sede da respectiva instituição financeira terceirizada;
- (ii) certificado de ações: será emitido por uma instituição financeira autorizada pela CVM, nos termos do artigo 27 da Lei nº 6.404/1976, e representará não apenas uma, mas determinada quantidade de ações, de forma que constem todos os requisitos previstos no artigo 24 e respectivos incisos da Lei nº 6.404/1976;<sup>204</sup> e

<sup>202</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 1º a 74. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1, p. 344.

<sup>203</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 205-207.

<sup>204</sup> “Art. 24. Os certificados das ações serão escritos em vernáculo e conterão as seguintes declarações:

I – denominação da companhia, sua sede e prazo de duração;

II – o valor do capital social, a data do ato que o tiver fixado, o número de ações em que se divide e o valor nominal das ações, ou a declaração de que não têm valor nominal;

III – nas companhias com capital autorizado, o limite da autorização, em número de ações ou valor do capital social;

IV – o número de ações ordinárias e preferenciais das diversas classes, se houver, as vantagens ou preferências conferidas a cada classe e as limitações ou restrições a que as ações estiverem sujeitas;

V – o número de ordem do certificado e da ação, e a espécie e classe a que pertence;

VI – os direitos conferidos às partes beneficiárias, se houver;

VII – a época e o lugar da reunião da assembleia geral ordinária;

VIII – a data da constituição da companhia e do arquivamento e publicação de seus atos constitutivos;

~~IX – o nome do acionista ou a cláusula ao portador;~~

- (iii) custódia: os serviços são prestados por bancos comerciais e de investimentos, sociedades corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários e centrais de liquidação e custódia, todas devidamente aprovadas pela CVM. O referido serviço consiste na guarda e depósito dos livros de registro de ações e demais títulos representativos.

Dadas as possibilidades de negociações intermediadas por terceiros, importante ressaltar que deve ser respeitada a regra da livre circulação das ações, ou seja, devem ser transferidas livremente no novo mercado e na bolsa de valores. Será considerada nula qualquer disposição que, de alguma forma, imponha restrições à circulação de ações, salvo a permissão de limitações legais, por exemplo, as impostas às companhias fechadas, nos termos do artigo 36 da Lei das S.A., bem como o disposto acerca do direito de preferência para os demais acionistas, quando um dos sócios desejar transferir a terceiros suas ações. Em suma, os direitos dos acionistas, sejam minoritários ou do bloco de controle, devem sempre ser preservados quando da circulação das ações, seja no mercado primário ou secundário.

### 6.1.3 Valor das ações

Os preços das ações negociadas nas bolsas de valores podem ser atribuídos levando em consideração diferentes formas de determinação. As ações poderão ter:

- (i) Valor nominal:<sup>205</sup> consiste no valor do capital social dividido pelo número total de ações emitidas. Sua menção é facultativa, mas, caso conste do Estatuto Social, deverá ser igual para todas as ações.
- (ii) Valor patrimonial:<sup>206</sup> consiste na parcela do patrimônio líquido da sociedade anônima, que corresponde a cada ação em circulação. A atribuição do valor é feita mediante a divisão do valor em reais do patrimônio líquido pelo número

---

IX – o nome do acionista;

~~X – a declaração de sua transferibilidade mediante endosso, se endossável;~~

X – o débito do acionista e a época e o lugar de seu pagamento, se a ação não estiver integralizada;

~~XI – o débito do acionista e a época e lugar de seu pagamento, se a ação não estiver integralizada;~~

XI – a data da emissão do certificado e as assinaturas de dois diretores, ou do agente emissor de certificados (art. 27).”

<sup>205</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 144.

<sup>206</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 104-114.

de ações, considerando, ainda, a distinção entre o valor patrimonial contábil e o real;

- (iii) Valor de negociação: para sua atribuição, são levadas em consideração as perspectivas de rentabilidade da sociedade, uma vez que o valor é determinado pelos próprios interessados, ou seja, adquirente e alienante. Tal negociação é realizada no mercado secundário de ações. Cumpre mencionar que Maria Eugênia Reis Finkelstein<sup>207</sup> o conceitua como valor de mercado, o que faz muito sentido por ser aquele valor atribuído no momento de eventual negociação das ações.
- (iv) Valor econômico: para que seja apurado, será necessária uma avaliação da sociedade, realizada por profissionais habilitados para tanto, que irão mensurar um valor racional e vantajoso para todas as partes envolvidas na negociação das ações. Para a referida avaliação, é recomendável o método do fluxo de caixa descontado, por meio do qual é estimado, em valor presente, o fluxo de caixa futuro, correspondente à respectiva participação acionária; e
- (v) Preço de emissão: trata-se do valor atribuído à ação quando da sua subscrição, o qual será pago pelo subscritor, no âmbito do mercado primário, podendo ser à vista ou a prazo. Tal preço é determinado unilateralmente pela companhia criadora do respectivo valor mobiliário.

#### 6.1.4 Classe das ações

Compreendem-se por classes eventuais benefícios conferidos aos acionistas, como uma classe que poderá prever a impossibilidade de conversão da ação ordinária em preferencial,<sup>208</sup> entre outros.

No tocante aos direitos e vantagens existentes em cada espécie de ação, o § 1º do artigo 15 da Lei das S.A. prevê que determinadas ações de mesma espécie podem ter uma ou

---

<sup>207</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 144.

<sup>208</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 1º a 74. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1, p. 264.

mais classes. Como exemplo, a companhia poderá estabelecer, em seu estatuto social, valores diferenciados de dividendos ou proventos especiais para determinada classe de ação, ou, ainda, o direito de eleger em separado os membros dos órgãos de administração, quais sejam, a diretoria e o conselho de administração, sendo este último de criação e funcionamento facultativos.

Conforme o dispositivo legal mencionado, as classes serão aplicadas às ações ordinárias de companhia fechada e às preferenciais daquelas que tenham o capital aberto. Vale ressaltar que a atribuição das classes deverá respeitar a legislação vigente e, no entendimento de Nelson Eizirik,<sup>209</sup> poderá limitar o direito de voto dos acionistas detentores de ações ordinárias e negá-lo no caso das ações preferenciais.

Importante mencionar, mesmo não sendo objeto deste trabalho, que há a possibilidade de que a ação preferencial tenha classe especial, também conhecida por *golden share* ou, em tradução literal, ação de ouro, dado o grande benefício que confere ao seu detentor. A referida classe encontra-se prevista no § 7º do artigo 17 da Lei nº 6.404/1976 e prevê poderes maiores do que o atribuído pelas demais ações, por exemplo, o poder de veto em assembleias gerais ao ente desestatizante.

## 6.2 Debêntures

As debêntures são valores mobiliários que, ao mesmo tempo, contemplam certas características de um título de crédito. Trata-se de um recurso largamente utilizado na atualidade por companhias que desejam captar recursos, sendo uma maneira de fugir dos tradicionais e abusivos financiamentos bancários, além de não ser necessária a abertura de capital da sociedade, a depender da forma de emissão, conforme será analisado.

Importante ressaltar que as debêntures terão uma finalidade específica, como reestruturar uma dívida já existente, financiar um empreendimento predeterminado ou a entrada em um novo segmento, entre outros.

---

<sup>209</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. Artigos 1º ao 79. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1, p. 164.

Maria Eugênia Reis Finkelstein<sup>210</sup> conceitua as debêntures da seguinte forma:

Debêntures são valores mobiliários que representam contratos de mútuo. O debenturista, dessa forma, equivaleria ao mutuante, e a companhia emissora, ao mutuário. As debêntures conferem ao debenturista um direito de crédito em face da companhia emissora, nos termos constantes de sua escritura de emissão ou certificado, se houver. Somente sociedades anônimas podem emitir debêntures.

O conceito acima sintetiza de maneira objetiva o instituto em questão, corroborando o fato de que se assemelha bastante com um financiamento bancário, na medida em que é comparado a um contrato de mútuo. A instituição financiadora passa a ser o debenturista, que figurará como credor da sociedade emissora, passando a ter esta última a qualidade de devedora, considerando que foi realizada a emissão de um título de dívida em seu nome.

Somente sociedades por ações podem captar recursos por meio das debêntures, cuja colocação é regulamentada e fiscalizada pela CVM, nas Instruções CVM nº 400/2003 e nº 476/2009. A primeira dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição nos mercados primário ou secundário de negociação, enquanto a última prevê a possibilidade de colocação pública com esforços restritos em mercados regulamentados, não sendo, entretanto, o foco do presente estudo.

As debêntures encontram fundamentação legal na Lei nº 6.404/1976, devendo seu valor ser expresso em moeda nacional, nos termos do artigo 54, *caput*, §§ 1º e 2º, da Lei das S.A., salvo estipulação legal em contrário, caso em que será em moeda estrangeira. Ainda, a debênture poderá conter cláusula de correção monetária, além de conferir ao debenturista a possibilidade de recebimento em moeda ou bens avaliados nos termos do artigo 8º do mesmo diploma legal. Poderá o titular receber juros como forma de remuneração pelo valor aportado na respectiva companhia, ou participação nos lucros e prêmio de reembolso.<sup>211</sup>

Fran Martins<sup>212</sup> entende que as debêntures são assim denominadas, no plural, pois são emitidos vários títulos ao mesmo tempo, consistindo em apenas um empréstimo, e cada debênture representará uma respectiva parcela da dívida. O autor ainda as define como títulos

---

<sup>210</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 152.

<sup>211</sup> Artigo 56 da Lei nº 6.404/1976.

<sup>212</sup> MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. 40. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 261.

de crédito impróprios, permitindo-se sua circulação desde que respeitados os limites impostos pela companhia emissora.

As debêntures têm a característica de dívida de longo prazo, podendo o seu vencimento ser programado para o tempo desejado pelas partes, desde que constante da escritura de emissão. O pagamento poderá, ainda, ser parcelado, respeitando o disposto no artigo 55, *caput*, §§ 1º, 2º, 3º, e 4º, da Lei das S.A.

A escritura de emissão, conforme disposto no artigo 61 da Lei das S.A., é o documento que conterá todas as disposições sobre a emissão das debêntures e regulará a relação entre emissora e debenturistas, sendo efetuada por instrumento público ou particular. Sempre que houver alguma modificação ou emissão de uma nova classe, será feito um aditivo à escritura, a qual poderá conter, entre outras cláusulas, a possibilidade de conversão das debêntures em ações de emissão da companhia. Daí sua importância para o presente trabalho, considerando que o titular, em alguns casos, tem a possibilidade de se tornar acionista da emissora, nos termos do artigo 57 da Lei das S.A.<sup>213</sup>

As espécies das debêntures são definidas conforme sua forma de garantia, podendo ser real ou flutuante. A primeira é aquela que recai sobre imóveis, por exemplo, penhor ou hipoteca; a segunda é garantida por ativos da companhia, mas que não ficam vinculados à emissão, ou seja, a companhia poderá alienar tais bens sem a anuência dos debenturistas. No entanto, a garantia flutuante assegura ao seu titular crédito com privilégio geral, em caso de falência da emissora.

A debênture poderá também ser chamada de quirografária, caso não goze de outra garantia, sendo classificada como tal no rol dos credores, em caso de falência. Maria Eugênia

---

<sup>213</sup> “Art. 57. A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará:

I – as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;

II – a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;

III – o prazo ou época para o exercício do direito à conversão;

IV – as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.”

Finkelstein<sup>214</sup> entende, ainda, que podem existir as semiquiregrafárias, ou seja, as que se encaixam abaixo dos créditos quiregrafários no procedimento falimentar.

O órgão competente para a criação e emissão de debêntures, nas sociedades anônimas, é a assembleia geral de acionistas, a qual terá poderes para deliberar sobre todos os aspectos da emissão, por exemplo, o valor nominal das debêntures e da emissão, a garantia outorgada, se existir, a possibilidade de conversão em ações, entre outros, que constarão da escritura de emissão, nos termos do artigo 59, *caput* e incisos I a VIII, da Lei das S.A.

Cumprir mencionar, entretanto, que os §§ 1º e 2º do artigo 59 da Lei das S.A. permitem, às sociedades anônimas de capital aberto, que o conselho de administração delibere sobre a criação e emissão de debêntures, ressaltando que apenas poderão ser conversíveis em ação se autorizado pelo estatuto da companhia e desde que respeitado o limite do capital autorizado. Ainda, é requisito essencial o registro na Junta Comercial competente, bem como a publicação da ata de assembleia geral ou de reunião do conselho de administração que tenha deliberado sobre a emissão.

Por fim, as debêntures poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão organizado da B3, cabendo à companhia emissora definir o melhor ambiente de colocação para o seu caso específico.

Pelo exposto, resta claro que a debênture é um valor mobiliário de grande relevância para o mercado de capitais como um todo, o qual deve respeitar os procedimentos regulatório e autorregulatório, a depender da entidade responsável pela negociação, conforme já abordado no presente estudo.

### **6.3 Bônus de subscrição**

Os bônus de subscrição, diferentemente do analisado nas ações e nas debêntures, não conferem ao seu detentor o direito de se tornar acionista ou de tomar crédito contra a sociedade, mas unicamente o direito de subscrever ações mediante apresentação do título e

---

<sup>214</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 152.

pagamento do valor equivalente às ações objeto da aquisição, conforme disposto no artigo 75, *caput* e parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976.

A competência para emissão, a princípio, cabe à assembleia geral, mas poderá ser atribuída ao conselho de administração, desde que exista disposição estatutária nesse sentido, nos termos do artigo 76, *caput* e parágrafo único, da Lei das S.A.

Quanto à função, os bônus de subscrição, como a denominação sugere, objetivam estimular a subscrição de ações da companhia, mediante o pagamento de preço preestabelecido e que seja vantajoso para ambas as partes. Aos acionistas podem ser uma forma de investimento, considerando a possibilidade de valorização, conforme artigo 77, *caput* e parágrafo único, da Lei das S.A.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho<sup>215</sup> acertadamente expõem que, apesar de se tratar de um direito de aquisição das ações de determinada companhia por preço prefixado, os bônus de subscrição não se confundem com a opção de compra de ações, prevista no § 3º do artigo 168 da Lei das S.A., uma vez que este último tem a natureza de um contrato *intuito personae*, enquanto os primeiros são legítimos valores mobiliários, devidamente mencionados no rol do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

#### **6.4 Cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários**

Pode-se dizer que os cupons previstos no artigo 26 da Lei das S.A. foram indiretamente revogados pela Lei nº 8.021/1990, uma vez que esta eliminou as ações ao portador, conforme mencionado no item 6.1.2 do presente estudo.

---

<sup>215</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Título IV – Valores Mobiliários. Capítulo V – Bônus de Subscrição. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual., rev. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 469.

Quanto aos direitos,<sup>216</sup> conferem aos acionistas o exercício de preferência na subscrição de valores mobiliários, sendo passível de transferência a terceiros, nos termos do § 6º do artigo 171 da Lei nº 6.404/1976.<sup>217</sup>

Os recibos de subscrição, por sua vez, decorrem dos direitos supramencionados, na medida em que consistem nos documentos aptos a comprovar que o direito de subscrever determinado ativo foi exercido pelo respectivo titular. São considerados, por Ilene Patricia de Noronha Najjarian,<sup>218</sup> como espécie dos direitos e bônus de subscrição, sendo assim aplicáveis as mesmas regras e utilizados em operações de securitização, considerando que a originadora ou a securitizadora sejam companhias abertas.

Os certificados de desdobramento<sup>219</sup> estão atualmente em desuso, uma vez que as cautelas que correspondiam a múltiplos de ações, antes emitidas por instituições financeiras, eram objeto de desdobro para negociação e foram extintas com a Lei nº 8.021/1990, em conjunto com os títulos ao portador e endossáveis. A B3 estuda uma maneira de voltar a viabilizá-los.

## 6.5 Certificado de depósito de valores mobiliários

Trata-se de título representativo de valores mobiliários já originados e mantidos em depósito por instituições financeiras, tendo estas últimas a competência exclusiva para a emissão dos referidos certificados. Encontra-se previsto no artigo 43 da Lei das S.A.

---

<sup>216</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 59.

<sup>217</sup> “Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

[...]

§ 6º O acionista poderá ceder seu direito de preferência.”

<sup>218</sup> NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.. 245.

<sup>219</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 60.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho<sup>220</sup> entendem que o valor mobiliário em questão possui o mesmo regime legal do certificado de depósito em armazém geral, guardadas as devidas proporções com relação à diferença dos bens armazenados.

No que tange às ações, o inciso III do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 possibilitou, por exemplo, que um americano adquirisse, em seu próprio mercado, ativos emitidos e negociados por companhias sediadas e listadas em bolsas de valores de outros países, por meio da negociação dos certificados dessas ações por instituições financeiras americanas, mas custodiados por um banco no país de origem.<sup>221</sup>

Na prática, uma sociedade brasileira emitirá ações e as depositará em um banco custodiante, o qual emitirá um certificado representativo dessas ações e procederá à sua negociação no exterior.

Salienta-se que os certificados de depósito são oriundos dos Estados Unidos, sendo conhecidos como *Depositary Receipts* e, assim, aqueles negociados no EUA são denominados *American Depositary Receipts* (ADR); no Brasil, *Brazilian Depositary Receipts* (BDR); no continente europeu, *European Depositary Receipts* (EDR); e, no restante do mundo, *Global Depositary Receipts* (GDR).

Cumprido mencionar que os BDR consistem em certificados que permitiram aos investidores brasileiros investir em ações de companhias americanas ou outras sem a necessidade de fazê-lo fora do País, o que geraria custos mais altos e riscos muitas vezes desconhecidos, por se tratar de outra regulamentação e de outro ordenamento jurídico.

## 6.6 Cédula de debêntures

O referido valor mobiliário está previsto no rol do artigo 2º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976, e, segundo Ary Oswaldo Mattos Filho,<sup>222</sup> trata-se de ativo subjacente à

---

<sup>220</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Título IV – Valores Mobiliários. Capítulo V – Bônus de Subscrição. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual., rev. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 391.

<sup>221</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 231.

<sup>222</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 199-200.

debênture, emitido exclusivamente por instituições financeiras com o objetivo de reconstituir o caixa, de forma a repor o montante gasto com a emissão de debêntures de emissão de outra companhia. São ofertados aos seus respectivos clientes, sem a colocação nos mercados de bolsa ou balcão.

O autor ainda menciona a possibilidade de se vislumbrar a existência de um conflito regulatório circundando o respectivo título, uma vez que a CVM fiscaliza a emissão e a circulação de debêntures, enquanto o Banco Central é o ente responsável por supervisionar as instituições financeiras. No entanto, considerando que o ambiente de negociação não é o mercado de bolsa ou balcão, mas o próprio estabelecimento da instituição financeira, tal fiscalização poderia ficar a cargo do Banco Central.

As disposições referentes ao certificado estão previstas no artigo 64 da Lei das S.A., enquanto o artigo 55 do mesmo diploma legal prevê, ainda, a possibilidade da emissão de certificados múltiplos de debêntures, os quais, tratando-se de companhia aberta, devem obedecer à quantidade fixada pela CVM.

### **6.7 Cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos**

Para melhor compreender o assunto, cumpre definir o que são fundos de investimentos, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM nº 409/2004: “Art. 2º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução”.

Segundo Ilene Patricia de Noronha Najjarian:<sup>223</sup>

Em essência, o fundo de investimento é, a nosso sentir, um condomínio administrado por uma instituição financeira<sup>224</sup> que reúne recursos provenientes de pessoas físicas, jurídicas, fundos de pensão e outros investidores e que tem como função aplicar esses recursos em uma carteira

---

<sup>223</sup> NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 162.

<sup>224</sup> “A autora ressalta que com o advento da Instrução CVM 409/2004, hoje alterada pela Instrução CVM nº 450, de 30 de março de 2007, podem ser administradores de fundo de investimento as instituições financeiras e quaisquer outras pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do artigo 23 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.”

diversificada de ativos financeiros, procurando valorizar o patrimônio dos investidores.

Portanto, as quotas dos fundos têm a natureza jurídica de valor mobiliário, uma vez constantes do rol do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, e consistem em um condomínio formado por aqueles que almejam concentrar um grande volume de recursos financeiros para investir em outros valores mobiliários, tais como ações, debêntures, títulos de dívida pública, entre outros.

Ressalta-se que, nos termos do §§ 3º e 4º do artigo 2º da Instrução CVM nº 409/2004, os ativos objeto de investimento pelos fundos deverão ser negociados em bolsa de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro e previamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, cada qual na sua área de competência, com exceção dos fundos de investimento abertos, devidamente listados para negociação em bolsa de valores.

Quanto à avaliação das quotas dos fundos para negociação, dependerá do valor patrimonial dos ativos financeiros que compõem a carteira, devendo ser calculado diariamente, nos termos do artigo 17 da Circular Bacen nº 2.616/1995.

Cumprе mencionar, por fim, que os ativos que compõem o fundo não se confundem com os da instituição financeira ou outra autorizada que o administre, considerando que o fundo de investimento, segundo a doutrina, tem a mesma natureza do condomínio de pessoas,<sup>225</sup> pelo qual cada um responde e colabora conforme a proporção da participação adquirida.

Os fundos de investimentos têm sido cada vez mais utilizados como forma de captação de recursos por parte dos investidores, mostrando-se uma excelente ferramenta, dada a separação patrimonial daqueles que os administram, a sua aceitação e a negociabilidade no mercado de valores mobiliários, bem como outros benefícios, por exemplo, os fiscais, que não são, entretanto, objeto do presente estudo.

---

<sup>225</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 307-308.

Quanto aos clubes de investimento,<sup>226</sup> em suma, são constituídos na forma de condomínio, não possuindo personalidade jurídica, regulados pela Instrução CVM nº 494/2011. Possuem algumas regras mais flexíveis em comparação aos fundos, como a dispensa do registro de suas cotas na CVM, mas seu funcionamento depende de registro na entidade administradora de mercado organizado.

## 6.8 Notas comerciais

As notas comerciais, consideradas títulos de crédito por excelência, são emitidas por sociedades limitadas ou companhias e, quando admitidas à distribuição pública para negociação em mercado de bolsa e balcão, possuirão a natureza de valores mobiliários, conforme artigos 1º e 2º da Instrução CVM nº 566/2015.

Trata-se de título que confere ao credor o direito de crédito contra a emitente, sendo importante ressaltar que o prazo de vencimento deverá obedecer ao máximo de trezentos e sessenta dias, contados da data de emissão, havendo uma data de vencimento para cada série colocada no mercado, devendo, ainda, ser observado o disposto no artigo 5º e respectivos parágrafos da Instrução CVM nº 566/2015.

Em suma, Ricardo Negrão<sup>227</sup> entende que as principais características das notas comerciais são:

- (i) conferir aos titulares o direito de crédito contra a companhia emissora;
- (ii) circulação no mercado por endosso em preto, de mera transferência de titularidade;
- (iii) o valor unitário não poderá ser menor do que R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);

---

<sup>226</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 68.

<sup>227</sup> NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e do direito societário*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. v. 1, p. 491-492.

- (iv) a emissão deve ser previamente registrada na CVM, havendo a necessidade de divulgação do aviso contendo as principais características da distribuição; e
- (v) negociabilidade em mercado de bolsa ou balcão.

Cabe mencionar que, assim como ocorre nas debêntures, é possível a existência da figura do agente fiduciário,<sup>228</sup> o qual representará os interesses dos investidores do referido valor mobiliário perante a companhia emissora.

### **6.9 Contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários**

Consistem em instrumentos que são espécies do gênero “derivativos”, os quais são considerados valores mobiliários quando colocados à distribuição pública para negociação em mercado de bolsa ou balcão. Dizem respeito a contratos que se originam de outro ativo já existente; quanto às suas espécies, serão brevemente abordadas, de forma a pontuar seus conceitos e principais diferenças.

Ary Oswaldo Mattos Filho<sup>229</sup> expõe que tais contratos possuem a finalidade de proteção quanto à variação de preço dos ativos originários, funcionando como uma espécie de contrato de seguro, pelo qual os riscos quanto à oscilação dos valores são transferidos para outra parte, considerando que, nesses casos, uma das contratantes entende que o preço vai baixar, enquanto a outra que irá valorizar.

É possível afirmar que se trata de um instrumento que vai derivar de um contrato ou bem, cuja aquisição efetiva se dará em momento futuro àquele da celebração do contrato, mediante preço prefixado pelas partes. Tem-se que o ativo subjacente poderá perfeitamente ser valores mobiliários, tais como ação, debêntures, entre outros.

---

<sup>228</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 241.

<sup>229</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getulio Vargas, 2015. v. 1, t. 1, p. 219.

No tocante ao contrato a termo, Vera Helena de Mello Franco<sup>230</sup> entende que “representa um acordo para a compra e venda de certa quantidade de um ativo; em um momento determinado no futuro, por um preço fixado quando do fechamento do acordo”. Nesse caso, as partes irão assumir o risco quando da celebração do contrato, fixando preço que entenderem justo, mas estarão desprotegidas de eventuais oscilações em decorrência de acontecimentos não previsíveis.

Os contratos de futuro possibilitam às partes uma proteção contra eventual oscilação futura nos preços, além de ser prevista a hipótese de saída antecipada em caso de modificações nas circunstâncias econômicas.<sup>231</sup> São contratos negociados nas bolsas de valores e, portanto, sujeitos às regras da CVM, bem como às da bolsa que os comercializar, considerando seu papel de entidade autorreguladora. Tal fato assegura, ainda, a possibilidade de cessão do título, por meio do pregão eletrônico, além de lhe conferir maior liquidez.

Por outro lado,<sup>232</sup> na operação de opção, uma das partes adquire, a título oneroso, a possibilidade do exercício de um direito futuro, mediante condições e preço preestabelecidos, pelo qual o adquirente poderá optar por comprar ou, até mesmo, vender o bem na data acordada. Assim, caso tal direito não seja exercido, o valor do prêmio pago pelo investidor é perdido e a possibilidade de aquisição deixa de existir, como se nunca tivesse sido negociada. Vale ressaltar que a negociação poderá ser feita em mercado de bolsa ou balcão, ou até mesmo por particulares, caso em que as regras a serem obedecidas serão aquelas convencionadas pelas partes.

Por fim, o legislador previu a possibilidade de outros derivativos, consistentes em valores mobiliários oriundos e vinculados a um ativo já existente, conforme analisado, conferindo aos seus titulares a possibilidade ou não do exercício de um direito ou faculdade. Caracterizam-se, assim, como uma espécie de título impróprio, ou seja, formatado para um cliente isolado, em decorrência de um investimento específico.

---

<sup>230</sup> FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 5. ed. rev. e ampl. São Paulo: RT, 2014. p. 42-43.

<sup>231</sup> NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 257.

<sup>232</sup> YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 122.

### **6.10 Outros contratos derivativos, independentemente de ativos subjacentes**

Conforme analisado, os derivativos são decorrentes de outros contratos e bens e, nesse sentido, foi também prevista pelo legislador a possibilidade de negociação desses títulos, considerados valores mobiliários por constarem do rol do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976.

Tais ativos poderão ser negociados e transferidos para terceiros, tendo em vista que foi criado um novo título que passará a ter vida própria, ou seja, não dependerá daquele valor mobiliário que o criou.

Como exemplos desses derivativos, temos: o certificado de debêntures, os contratos de índice, os direitos de subscrição de valores mobiliários, os recibos de subscrição de ações, dentre outros, que se tornaram autônomos no momento de sua emissão, mas que não são objeto de análise do presente estudo.

### **6.11 Títulos ou contratos de investimento coletivo**

O legislador buscou eliminar a dúvida sobre o que seria ou quem seria o ente responsável por fiscalizar e regulamentar os valores mobiliários oriundos de contratos de investimento coletivo que, até então, não eram tipificados.

Ademais, buscou-se não mais trabalhar com um rol taxativo do que seriam considerados valores mobiliários, adotando conceito abrangente que viesse a contemplar todo e qualquer novo título, originado de ativos de clube ou fundo de investimentos coletivos, de participação ou outros.

Como exemplo, tendo em vista não ser objeto de análise, cumpre mencionar brevemente o *Crowdfunding*, plataforma eletrônica desenvolvida para a divulgação e comercialização de um bem ou projeto determinado, o qual contará com investimentos de todos aqueles que tiverem acesso à internet e desejarem realizar tal investimento. Trata-se de um mecanismo novo e polêmico, considerando que, apesar de ser movimentado com a poupança popular, apenas recentemente foi regulamentado pela CVM no ordenamento brasileiro.

A autarquia conceituou a referida modalidade de investimento no artigo 1º da Instrução CVM nº 588/2017, caracterizando-a como oferta pública de distribuição de valores mobiliários, realizada por meio de plataforma eletrônica, podendo ser emitida com a dispensa de registro na CVM, por sociedades empresárias de pequeno porte.

Ressalta-se que, em razão do caráter abrangente do rol de valores mobiliários, o que atualmente permite a criação e emissão de títulos de dívida mais específicos, a CVM, em conjunto com as entidades autorreguladoras, devem estar cada vez mais atentas às novas formas de investimentos ofertadas ao público, buscando sempre manter a segurança e a isonomia no mercado de capitais, tendo em vista tratar-se de investimentos realizados com poupança popular, preservando, assim, o interesse público.

## 7 O NOVO MERCADO

### 7.1 O surgimento do Novo Mercado

O Novo Mercado surgiu após correntes colapsos financeiros ocorridos, por exemplo, em mercados desenvolvidos, como o dos Estados Unidos e da Inglaterra, visando um maior comprometimento com boas práticas de governança corporativa e trazendo mais transparência aos acionistas em relação às companhias de capital aberto listadas neste mercado.

Conforme ensina Maria Eugênia Finkelstein,<sup>233</sup> o referido segmento possui “um regulamento com regras mais restritivas, visando oferecer uma proteção mais forte aos acionistas minoritários e minimizar o problema de assimetrias informacionais, fortalecendo a governança corporativa”.

É possível dizer que o chamado “novo mercado” foi uma cobrança implícita por parte do público em geral, uma vez que havia o risco de os investidores e empresas perderem a confiança no mercado acionário, que, além disso, não atraía novas emissões de ações na velocidade e frequência desejadas.

O Reino Unido foi quem criou o primeiro código de governança corporativa no ano de 1992, denominado *Cadbury Code*, cuja principal obrigação era proteger os acionistas contra os administradores que colocavam os próprios interesses à frente dos interesses das sociedades.<sup>234</sup> O referido diploma repercutiu ao redor do mundo e deu origem a novos códigos e recomendações nesse sentido, com o mesmo viés, o de proteger também a relação entre os próprios acionistas do bloco de controle e os minoritários.

A criação dos Novos Mercados foi expoente na Europa na década de 1990, momento em que as companhias nele listadas deveriam apresentar um nível de exigência

---

<sup>233</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016. p. 171.

<sup>234</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 258-259.

superior aos existentes até então, por exemplo, transparência e divulgação das informações relevantes. Tamanho foi o sucesso que o *Neuer Market* de Frankfurt passou de duas companhias listadas no ano de 1997 para 339 companhias em 2000.<sup>235</sup>

Conforme ensina o professor Antonio Gledson,<sup>236</sup> antes da criação do Novo Mercado alemão, a principal característica deste na Europa, por volta do ano de 1997, em lugares como França e Itália, por exemplo, era a de atrair sociedades com expressivo potencial de crescimento, concedendo, inclusive, incentivos a esses novos participantes que, em grande parte, eram do setor de tecnologia.

Assim, em sentido oposto,<sup>237</sup> o *Neuer Market*, no ano de 1999, aderiu à criação desse mercado seguindo os demais países europeus, fazendo, entretanto, uma pequena modificação que alterou o rumo desse segmento: ao invés de incentivar as novas companhias que desejassem aderir, os alemães criaram regras mais rígidas, considerando que, se tais participantes tinham grande potencial, deveriam ter também regras de governança corporativa bem desenvolvidas, o que fez com que uma nova característica fosse atribuída às sociedades listadas.

Portanto, é possível dizer que o Novo Mercado possui função dúplice, no sentido de: (i) ser um segmento destinado às sociedades recém-constituídas que tenham potencial e realizem a negociação de suas ações nas bolsas de valores; e (ii) ao mesmo tempo, adotem regras rígidas de *compliance* e governança corporativa, visando atender sempre e, em primeiro lugar, aos interesses da companhia, e não somente do bloco de controle. Possuindo as referidas características, a abertura de capital seria realizada diretamente no novo segmento.<sup>238</sup>

<sup>235</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 261.

<sup>236</sup> Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/5%20Anos%20de%20Novo%20Mercado/5%20Anos%20de%20Mercado/assets/basic-html/page10.html>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

<sup>237</sup> Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/5%20Anos%20de%20Novo%20Mercado/5%20Anos%20de%20Mercado/assets/basic-html/page10.html>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

<sup>238</sup> ROSSONI, Luciano. *Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa*. 2009. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, p. 89.

Todavia, destaca-se que companhias já consolidadas e que tenham alcançado pleno desenvolvimento no seu ramo de segmento, desde que sigam as regras do Novo Mercado, poderão também listar suas ações nesse segmento. Como exemplo, cabe mencionar a Ambev, líder do setor brasileiro de bebidas, que possui suas ações listadas no Novo Mercado da B3 no Brasil.

## 7.2 O Novo Mercado no Brasil

O Novo Mercado foi implementado pela Bovespa, em dezembro do ano 2000, visando atrair investidores que, até então, tinham certo receio de investir no mercado de capitais brasileiro, entre eles os estrangeiros, que tomam as devidas precauções ao investir em mercados subdesenvolvidos, em busca de maior transparência e segurança.

Um dos motivos que claramente afastavam investidores estrangeiros, por exemplo, era o fato de dois terços das ações em circulação poderem ser preferenciais, ou seja, não conferiam a estes poder decisório, como analisado no capítulo anterior. Daí a alteração realizada no ano 2000, vigente a partir de 2001 e que alterou a referida previsão, passando a ser permitida a emissão de 50% de ações preferenciais sem direito a voto. Vale ressaltar que esse cenário não configura, ainda, o mundo ideal, considerando que, nos Estados Unidos, nem sequer há esse tipo de ação. Todavia, houve um avanço no Brasil, com certeza, uma vez que, no Novo Mercado da B3, somente são negociadas ações ordinárias.

A Bovespa, quando do estabelecimento do Novo Mercado, inspirou-se na experiência alemã que criou o Neuer Market, visando a constituição de um mercado diferenciado, por meio do qual foram adotadas as melhores práticas de governança corporativa<sup>239</sup> e regras rígidas para a listagem das companhias. Anos após sua instituição, é fato que tal segmento causou um impacto positivo no volume de negociação das ações, tendo conferido a estas maior liquidez e, conseqüentemente, maior valorização.

Assim, a companhia que desejar ter suas ações negociadas no Novo Mercado poderá realizar o IPO já com os respectivos valores mobiliários nele listados ou, ainda, efetuar

---

<sup>239</sup> LOPES, Elaine Cristina. *Construção de conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais*. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual Paulista – Unesp, Marília, p. 84-85.

a migração da bolsa de valores mediante a assinatura de um instrumento particular de contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a B3. Mediante assinatura, as partes se comprometerão a seguir todos os requisitos e regulamentos próprios a esse segmento específico.<sup>240</sup>

Cumprir mencionar que a intenção do Novo Mercado no Brasil, além de conferir melhores práticas empresariais, é fazer com que as novas companhias que desejarem realizar a abertura de capital o façam diretamente nele. A tendência futura, tendo em vista a preocupação com transparência por parte das sociedades emissoras e investidores, será a de que prevaleça apenas esse segmento, fator este que faria com que fossem abolidas as ações preferenciais e, dessa forma, todos os acionistas teriam direito ao voto, recebendo, no entanto, os dividendos no mesmo momento ou em momento anterior, considerando que existe a possibilidade da referida previsão em estatuto.

Importante mencionar que, além do Novo Mercado, existem no Brasil os chamados Níveis Diferenciados 1 e 2, os quais preveem a obrigatoriedade de um nível maior de governança corporativa a seus aderentes, que vá ao encontro dos interesses de seus respectivos acionistas, prestando todas as informações relevantes e necessárias ao mercado.

As companhias que se submeterem a tais níveis terão que, dentre outras obrigações, convocar reuniões com acionistas e analistas para o fornecimento de dados sobre a situação financeira, além divulgar as informações trimestralmente, conferir voto aos preferencialistas das sociedades aderentes ao Nível 2 e demais particularidades não existentes às sociedades listadas no segmento comum da B3.<sup>241</sup>

Já as companhias listadas no Novo Mercado terão que atender aos requisitos constantes dos Níveis 1 e 2, além de outro fator já abordado, que é a proibição de emissão de ações preferenciais no âmbito desse mercado. Assim, as sociedades aderentes desse segmento terão postas à negociação apenas ações ordinárias, sendo este um dos requisitos para o ingresso, conforme será analisado a seguir.

---

<sup>240</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 251.

<sup>241</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 254.

Conforme expõe Elaine Lopes,<sup>242</sup> para que as companhias possam listar suas ações no Novo Mercado, algumas condições deverão ser cumpridas, sendo estas já constantes dos níveis 1 e 2 de governança corporativa, quais sejam:

- (i) O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- (ii) No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- (iii) Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a B3, a companhia deverá fazer uma oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- (iv) O conselho de administração deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes, e o mandato máximo de dois anos;
- (v) A companhia também se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação (*free float*);
- (vi) Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- (vii) A sociedade deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito; e
- (viii) Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

---

<sup>242</sup> LOPES, Elaine Cristina. *Construção de conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais*. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual Paulista – Unesp, Marília, p. 84-85.

Diante do exposto, pode-se depreender que o Novo Mercado é mantido pela B3 em uma listagem distinta da tradicional, por meio da qual as companhias nele listadas adotam práticas de governança corporativa adicionais às previstas em lei. Como exemplo, há a manutenção, pelas companhias, da circulação de 25% das ações emitidas, além da emissão de apenas ações ordinárias, entre outras práticas, abordadas no presente estudo.

Claramente, tal movimento demonstra uma preocupação, por parte da bolsa de valores brasileira, em conquistar investidores de outros países, uma vez que, conforme demonstrado, as bolsas estrangeiras aparentam ser mais atrativas, considerando-se, entre outros pontos, que não são negociadas ações preferenciais nos mercados mais desenvolvidos. A comprovação de que o método funcionou veio com o fato de que, até o ano de 2006, os investidores oriundos de outros países haviam subscrito mais de 70% das ações emitidas no Novo Mercado. Ainda, no ano de 2008, o Novo Mercado já contava com 100 companhias nele listadas, comprovando o seu sucesso e comprometimento com boas regras de governança corporativa por parte das sociedades e também dos investidores.<sup>243</sup>

No entanto, o segundo semestre de 2017 é tomado por uma discussão bastante polêmica: considerando o caso de companhias que seguem as regras de divulgação e demais disposições do contrato celebrado para ingresso no Novo Mercado, mas que se envolvem em escândalos de corrupção, como o ocorrido com o Grupo J&F, proprietários de companhias importantíssimas para a economia nacional, como a JBS, poderão estas ser expulsas do segmento, com sua listagem cancelada ou suspensa? Há aqueles que defendem o sim, e os que defendem o não.

A questão não é tão simples como parece. De um lado, há o claro abuso, bem como a comprovada prática de crimes por parte dos membros dos órgãos de administração da companhia; por outro, o interesse dos acionistas, que não tinham conhecimento do cometimento de tais ilícitos.

---

<sup>243</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 266-267.

O Brasil passa por um momento delicado, em que estão sendo descobertos grandes escândalos de corrupção envolvendo entes públicos e privados e que estão afetando toda a sociedade.

O case da JBS ilustra bem a problemática, na qual o presidente do conselho de administração, à época dos fatos, aceitou o acordo da delação premiada e, como delator, confessou uma série de crimes de corrupção envolvendo a referida companhia, bem como demais sociedades do grupo. O fato é que a JBS, em especial, tem suas ações listadas no Novo Mercado e, claramente, não estava seguindo regras básicas de governança corporativa, considerando que o primeiro nome da companhia era o maior envolvido.

No entanto, se a companhia fosse expulsa do Novo Mercado, todos os acionistas seriam diretamente afetados com uma desvalorização ainda maior de suas ações e, conseqüentemente, correriam para vendê-las, o que ocasionaria uma grande perda para toda a bolsa de valores. Casos como esse são delicados e exigem grande atenção e cuidado na sua condução pelo regulador e autorregulador.

Na opinião do autor, o correto seria a deslistagem das ações da JBS do Novo Mercado, visto que a sua manutenção contraria todas as regras para as quais foi criado, uma vez que a companhia está diretamente envolvida em casos de corrupção. O exemplo deve ser dado para que outras companhias se sintam motivadas a reforçar suas regras de compliance, inclusive a JBS que, claro, poderia voltar a esse segmento no futuro, desde que demonstrasse a adoção das regras pertinentes e das boas práticas de governança corporativa.

Nesse sentido, vale lembrar que a Bolsa de Hong Kong rejeitou a listagem da companhia Alibaba por disponibilizar uma classe de ações mais vantajosa ao controlador, o que não feria diretamente uma regra, mas simplesmente causava certo desequilíbrio.<sup>244</sup>

Cabe pontuar que o mercado acionário brasileiro está em desenvolvimento e precisa conquistar a confiança dos investidores, visando, cada vez mais, a captação da poupança popular. O objetivo de atrair o interesse de quaisquer pessoas em investir na B3 é duramente afetado pelo fato de uma companhia envolvida em corrupção fazer parte do

---

<sup>244</sup> Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/punicao-possivel/#.WZi3RyiGNPY>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

segmento que exige o cumprimento das mais rígidas regras de boas práticas comerciais e de transparência aos acionistas.

De qualquer forma, pode-se dizer que o Novo Mercado da bolsa de valores brasileira, com a autorregulação exercida pela própria B3, por meio da BSM, proporcionou maior credibilidade ao mercado de capitais brasileiro, quando da negociação de ações, e possibilitou, além de novos investimentos, a listagem de novas companhias, as quais se sentiram atraídas pelo fato de um maior número de estrangeiros terem investido em ações de sua emissão. Ao mesmo tempo, demonstra, ainda, em tese, que a referida companhia emissora segue os padrões de transparência, divulgação e governança corporativa exigidos.

## 8 CONCLUSÃO

O presente estudo buscou abordar os principais aspectos regulatórios do mercado de capitais e, mais especificamente, das bolsas de valores, traçando um paralelo histórico, desde a origem da primeira negociação de ações até os dias atuais, ainda em adaptação ao forte impacto da tecnologia, que possibilitou a negociação eletrônica de ativos.

O mercado de valores mobiliários no Brasil, pode-se dizer, é novo se comparado, por exemplo, ao norte-americano, mas vem ganhando cada vez mais notoriedade e importância no dia a dia das sociedades. Tal evolução, no entanto, exige de seus reguladores, autorreguladores e demais participantes uma atualização constante, de forma a acompanhar as novas demandas e necessidades do mercado.

Além disso, é possível destacar a grande importância do mercado de bolsa de valores, tendo em vista que é movimentado e impulsionado pela captação de poupança popular, o que denota o interesse público envolvido. Ou seja, se houver danos aos acionistas, principalmente aos minoritários, será atingido um grande número de pessoas, que acreditaram em determinada companhia e resolveram adquirir as ações ou outros valores mobiliários de sua emissão.

Infelizmente, ainda hoje, há diversos casos de acionistas lesados por práticas que poderiam ter sido evitadas. Como exemplo, podem-se citar os ilícitos analisados no presente estudo, como a falta de divulgação de fato relevante, o *insider trading* e o *churning*, entre outros não abordados, que acompanham a evolução do mercado e se tornam cada vez mais sofisticados e recorrentes, o que exige uma atuação cada vez mais presente e eficiente da Comissão de Valores Mobiliários e das entidades autorreguladoras.

Os casos mencionados neste trabalho são apenas alguns em meio a muitos, mas o mercado tem demonstrado, de maneira geral, uma preocupação constante que provoca mudanças significativas de tempos em tempos, assim como ocorreu com a elaboração de uma legislação específica para o mercado de capitais, a criação da CVM, a desmutualização, a criação do novo mercado, entre outras práticas positivas adotadas nas últimas décadas.

Por esse motivo, foi possível afirmar, no presente estudo, que, apesar de as bolsas de valores serem entidades privadas, ao se autorregularem, estão exercendo funções de interesse público que trazem um impacto positivo, sob a ótica de as normas serem elaboradas por aqueles que detêm o conhecimento necessário para tanto. Ainda, são de grande importância a fiscalização, bem como a supervisão do mercado e do ente autorregulador pelo poder público, que atribui essas funções, no Brasil, à CVM, autarquia considerada, para alguns, como a “xerife do mercado de capitais”, tendo em vista o exercício do seu poder de polícia, conforme analisado.

No entanto, mesmo com o exercício da autorregulação supervisionada por um ente independente, e com todo o avanço legislativo que abarcou o mercado de capitais, o Brasil ainda tem muito a evoluir e a se desenvolver no sentido de fomentar o mercado acionário que, pode-se dizer, ainda é muito inferior, se comparado aos mercados americano ou alemão, entre outros. Talvez, a crescente cobrança popular por boas práticas de governança corporativa traga aos brasileiros o mesmo espírito levado aos americanos no passado, com o intuito de que investir no mercado de ações seja algo cultural, praticado por todos sempre, e não apenas por alguns poucos, de tempos em tempos.

Por fim, novas tecnologias estão ganhando espaço no mercado bursátil internacional, como é o caso da nova forma de negociação mencionada, o High Frequency Trading, que está demandando uma atenção especial por parte da Comissão de Valores Mobiliários e do poder público.

Importante estar sempre atento à verdadeira função social das bolsas de valores, como entidades que visam ao lucro e possibilitam a captação de recursos às companhias nelas listadas, mas que o fazem com a captação da poupança popular e, de fato, devem ser respeitadas, por todos os participantes do mercado de capitais, as regras e normas emanadas das entidades autorreguladoras e reguladora, bem como os princípios gerais de direito, principalmente a boa-fé e a probidade.

## 9 REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Marcus Elídus Michelli de. *Abuso do direito e concorrência desleal*. São Paulo: Quartier Latin, 2004.
- AMENDOARA, Leslie. *Direito dos acionistas minoritários: nova Lei das S.A.* 3. ed. ampl. e atual. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *Regulação Brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.
- BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Curso de direito administrativo*. 28. rev. e atual. até a Emenda Constitucional 67, de 22.12.2010. São Paulo: Malheiros, 2011.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria; Anbid, 2005.
- BERNANKE, Ben S. *The Courage to Act*. New York: W. W. Norton & Company, 2015.
- BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função*. Barueri: Manole, 2007. Reimpressão 2011.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. A Sociedade Anônima e os atos de liberalidade. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976. São Paulo: Almedina Brasil, 2016.
- \_\_\_\_\_. *Direito societário*. 15. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017.
- CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.
- CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 1º a 74. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1.

\_\_\_\_\_. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Artigos 138 a 205. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CUSCIANO, Dalton Tria; SANO, Flora Pinotti; CURY, Maria Fernanda Calado de Aguiar; PEREIRA, Roberto Codorniz Leite. *Auto-regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2009.

D'ÁVILLA, Daniela Peretti. *A atuação da Comissão de Valores mobiliários como amicus curiae nos processos judiciais que envolvem o mercado de capitais*. São Paulo: Almedina, 2015.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Org.). *Direito regulatório: temas polêmicos*. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

DONAGGIO, Angela. Regulação e autorregulação do mercado de capitais brasileiro. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

\_\_\_\_\_; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o novo mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coord.). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*. Artigos 1º ao 79. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S.A. comentada: artigos 138 ao 205*. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3.

\_\_\_\_\_. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (Coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE Marcus de Freitas. *Mercado de capitais regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. rev., ampl. e ref. São Paulo: Atlas, 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson (Coord.). *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976. São Paulo: Almedina Brasil, 2016.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Contratos: direito civil e empresarial*. 5. ed. rev. e ampl. São Paulo: RT, 2014.

HORTA, Luciana Simões Rebello. *Direito potestativo do mercado de capitais: uma percepção quântica do direito*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.

JAFFE, Jeffrey; WESTERFIELD Randolph; ROSS, Stephen. *Administração financeira*. Tradução de Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson, 2011.

KINDLEBERGER, Charles Poor; ROBERT, Z. Aliber. *Manias, pânico e crises*. Tradução de Eduardo Kraszckzuck. São Paulo: Saraiva, 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Título IV – Valores Mobiliários. Capítulo V – Bônus de Subscrição. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual., rev. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEWIS, Michael. *Flash Boys: revolta em Wall Street*. Tradução de Denise Bottmann. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

LIMA, Ivan Siqueira; GALARDI, Ney; NEUBAUER, Ingrid. *Mercados de investimentos financeiros*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LOPES, Elaine Cristina. *Construção de conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais*. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual Paulista – Unesp, Marília.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo sancionador e mercado de capitais: estudo de casos e tendências julgamentos da CVM – 2015*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *Processo sancionador e mercado de capitais II: estudo de casos e tendências julgamentos da CVM – 2016*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston: Little, Brown and Company, 1988.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. 4. ed. rev. e atual. por Roberto Papini. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

\_\_\_\_\_. *Curso de direito comercial*. 40. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 1.

\_\_\_\_\_. \_\_\_\_\_. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, t. 2.

- MELLAGI FILHO, Armando. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas, 1998.
- MICKLEWAIT, John; WOOLDRIGE, Adrian. *A companhia: breve história de uma ideia revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.
- MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.
- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017.
- NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007.
- \_\_\_\_\_. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- NARANG, Rish K. *Inside the black box: a simple guide to quantitative and high frequency trading*. 2. ed. Kindle Edition, 2014.
- NEGRÃO, Ricardo. *Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e do direito societário*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. v. 1.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues (Coordenador). *Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti; SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. In: SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto. *Mercado financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimento*. 3. ed. 1ª reimpressão. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado financeiro e de capitais*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Os deveres dos administradores de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2014.

- ROSSONI, Luciano. *Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa*. 2009. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba.
- ROVAI, Armando Luiz; DEL MASSO, Fabiano Dolenc. Registro empresarial: da constituição das empresas, suas alterações e distratos – incertezas e burocracia que emperram o desenvolvimento e contribuem para insegurança jurídica. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis; NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha; ROVAI, Armando Luiz (Coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo: RT, ano 20, v. 77, p. 137, 2017.
- SADDY, André. *Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2008.
- SANTOS, José Evaristo dos. *Mercado financeiro brasileiro*. 1. ed. 2ª tiragem. São Paulo: Atlas, 1999.
- SECURATO, José Cláudio; SECURATO, José Roberto (Coord.). *Mercado financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimento*. 3. ed. 1ª reimpressão. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.
- SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012.
- TANNOUS, Thiago Saddi. Artigos 15, 16, 17 & 18. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. *Mercado de capitais brasileiro: uma introdução*. São Paulo: Thomsom, 2006.

- TRINDADE, Marcelo. Processo sancionador na CVM: limites e possibilidades. In: VENANCIO FILHO; Alberto, LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
- TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. In: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). *Mercado de capitais brasileiro (1965 – 1970)*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.
- VENANCIO FILHO; Alberto, LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Org.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
- VERSIGNASSI, Alexandre. *Crash*. Uma breve história da economia – da Grécia antiga ao século XXI. São Paulo: Leya, 2011.
- WALD, Arnoldo. Considerações sobre a responsabilidade das companhias abertas. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976. São Paulo: Almedina Brasil, 2016.
- \_\_\_\_\_; GONÇALVES, Fernando; e CASTRO, Moema Augusta Soares de. *Sociedades Anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Artigo 8º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- WERNECK, Bruno. A autorregulação da atividade econômica no Brasil. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Org.). *Direito regulatório: temas polêmicos*. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2004.

YAZBEK, Otávio. Evolução recente da regulação do mercado de capitais: impactos da crise de 2008 e opções de reforma. In: PENTEADO, Amarílis Prado Sardenberg Rodrigues (Org.). *Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

\_\_\_\_\_. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YOUNG, Michael. *High frequency trading: how high frequency trading impact small traders and investors*. Kindle Edition, 2014.

### Sites consultados

Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 16 jun. 2017.

Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd\\_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf](http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf)>. Acesso em: 16 jun. 2017.

Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 27 jul. 2017.

Disponível em: <[https://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934)>. Acesso em: 7 jun. 2017.

Disponível em: <<http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4002184.pdf>>. Acesso em 21 jul. 2017.

Disponível em: <<http://www.acervobmfbovespa.com.br/History>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-417-14-junho-1845-560499-publicacaooriginal-83429-pe.html>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L0556-1850.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L0556-1850.htm)>. Acesso em: 8 jul. 2017.

Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3peaNQptcOgL469BTZVWZ9FS%2bxZhL865%2bWzA5fI4g3SWG6kDIxXTpHLv>>.

Acesso em: 16 ago. 2017.

Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3pcdJjOBf1YntYFaGB7aW0Mh8RF%2fPzmTA%2bsY3k5CTitQNE4FfxBxAhIH>>.

Acesso em: 16 ago. 2017.

Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/VisualizaTicket.aspx?sc=SN60wcNy3pcdJjOBf1YntYFaGB7aW0Mh8RF%2fPzmTA%2bsY3k5CTitQNE4FfxBxAhIH>>.

Acesso em: 16 ago. 2017.

Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/03/1871145-fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-gera-nova-empresa-b3.shtml>>. Acesso em: 15 jul. 2017.

Disponível em: <[http://www.cetip.com.br/docs/age25092009/Estatuto%20Social%20CETIP%20-%20AGE%20051009%20\\_02%2010%2009\\_\\_final.pdf](http://www.cetip.com.br/docs/age25092009/Estatuto%20Social%20CETIP%20-%20AGE%20051009%20_02%2010%2009__final.pdf)>. Acesso em: 9 jul. 2017.

Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros\\_passos/Entendendo\\_mercado\\_valores.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html)>. Acesso em: 15 jul. 2017.

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4523067/bmf-e-cetip-se-unem-para-enfrentar-concorrenca-global>>. Acesso em: 9 jul. 2017.

Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/b3-ex-bmfbovespacetip-nasce-como-5a-maior-bolsa-do-mundo/>> Acesso em: 21 jul. 2017.

Disponível em: <<https://www.intercontinentalexchange.com/about>>. Acesso em: 21 jul. 2017.

Disponível em: <<http://capitalaberto.com.br/edicoes/bimestral/edicao-47/desafios-da-desmutualizacao/#.VloH0fmrSUK>>. Acesso em: 27 maio. 2017.

Disponível em: <[http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd\\_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf](http://www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/regulamento-operacoes-segmento-BMF.pdf)>. Acesso em: 26 jul. 2017.

Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-negociacao/plataformas-de-negociacao/bovespa-fix-sisbex-tesouro-direto.aspx?idioma=pt-br>>.

Acesso em: 20 set. 2015.

Disponível em: <[http://direitosp.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler\\_cinco\\_mitos\\_sobre\\_a\\_historia\\_das\\_sa\\_homenagem\\_a\\_modesto\\_carvalhosa.pdf](http://direitosp.fgv.br/sites/direitogv.fgv.br/files/arquivos/anexos/pargendler_cinco_mitos_sobre_a_historia_das_sa_homenagem_a_modesto_carvalhosa.pdf)>. Acesso em: 20 ago. 2017.

Disponível em: <<http://atlas.fgv.br/verbetes/encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

Disponível em: <<http://www.portalsaofrancisco.com.br/historia-do-brasil/proclamacao-da-republica>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

Disponível em: <<http://atlas.fgv.br/verbetes/encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/busca?r=0&f=&t=&palavra=encilhamento>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/Historia/Sumoc/historiaSumoc.asp>>. Acesso em: 2 jun. 2017.

Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0010/8943-0.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/boletins-normativos/2014/Boletim-Normativo-76.pdf>>. Acesso em: 8 jul. 2017.

Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140603\\_R1/20140603\\_D03.html](http://www.cvm.gov.br/decisooes/2014/20140603_R1/20140603_D03.html)>. Acesso em: 8 jul. 2017.

Disponível em: <<http://www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4002184.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

Disponível em: <<http://www.vale.com/brasil/PT/investors/company/corporate-governance/golden-share/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 15 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/governanca-corporativa/golden-share-de-andre-esteves-e-ignorada-em-anuncio-2/#.WZh4lCiGNPY>>. Acesso em: 15 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/5%20Anos%20de%20Novo%20Mercado/5%20Anos%20de%20Mercado/assets/basic-html/page10.html>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/punicao-possivel/#.WZi3RyiGNPY>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/regulacao/radar/alemanha-da-o-primeiro-passo-na-regulacao-do-high-frequency-trading.htm](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/radar/alemanha-da-o-primeiro-passo-na-regulacao-do-high-frequency-trading.htm)>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/alta-performance/#.WZq1bCiGNPY>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/plataformas-obscuras/#.WZq05yiGNPY>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/blogs/a-nyse-acha-melhor-segurar-os-rapidinhos-do-hft-sera-que-vai-virar-exemplo/#.WZq2YiiGNPY>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <[https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/nasdaq-quer-operar-dark-pool/#.WZq\\_miiGNPY](https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/nasdaq-quer-operar-dark-pool/#.WZq_miiGNPY)>. Acesso em: 21 ago. 2017.

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3595588/bmfbovespa-cria-sistema-para-limitar-riscos-com-alta-frequencia>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <<https://www.bloomberg.com.br/blog/foi-uma-flash-crash-e-outras-perguntas-sobre-a-queda-da-segunda-feira/>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/sec-aperta-cerco-aos-negocios-de-alta-frequencia/>>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <[http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/04/150422\\_britanico\\_wall\\_street\\_fraude\\_fd](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/04/150422_britanico_wall_street_fraude_fd)>. Acesso em: 19 ago. 2017.

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/legislacao/4254910/registro-empresarial-incertezas-e-burocracia>>. Acesso em: 1º set. 2017.

Disponível em: <<http://www.valor.com.br/agro/5172976/cvm-abre-novo-processo-contra-irmaos-batista-e-fb-participacoes>>. Acesso em: 15 nov. 2017.

Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas1/anos20/CafeEIndustria/Crise29>>. Acesso em: 10 nov. 2017.