CELSO ROBERTO PEREIRA FILHO

**CONTRIBUIÇÃO DO DIREITO NORTE-AMERICANO AO SISTEMA DE PROTEÇÃO DO
INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

ORIENTADOR: Professor Doutor Paulo Salvador Frontini

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

CELSO ROBERTO PEREIRA FILHO

**CONTRIBUIÇÃO DO DIREITO NORTE-AMERICANO AO SISTEMA DE PROTEÇÃO DO
INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Paulo Salvador Frontini.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo-SP

2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Prof. Paulo Salvador Frontini, pelo apoio, pela amizade e pelo exemplo, como membro da academia e como pessoa.

Agradeço aos meus colegas da BM&FBOVESPA e do Citibank pelas lições e discussões sobre esse fascinante tema. Agradeço destacadamente a Maiara Madureira e a Patrícia Pellini da BM&FBOVESPA que fizeram possível minha participação no mestrado.

Agradeço também a meus demais colegas e amigos pela compreensão nas minhas horas ausentes dedicadas a este trabalho.

Por fim, e acima de tudo, agradeço a Deus.

RESUMO

PEREIRA FILHO, Celso Roberto. **Contribuição do Direito Norte-Americano ao Sistema de Proteção do Investidor no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2015. 152 folhas. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

O atual arcabouço normativo de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro teve suas linhas mestras cravadas pela reforma bancária introduzida pelas Leis 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e 4.728, de 14 de julho de 1965, pela criação de um regulador especializado em mercado de capitais pela Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e pela reforma da legislação das sociedades anônimas introduzida pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Desde 1976, o arcabouço normativo de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro vem sendo desenvolvido a partir dessas linhas mestras iniciais, incorporando as lições aprendidas com as turbulências e euforias vividas pela economia nacional. Esse arcabouço normativo que aí está desde 1976 foi inspirado por contribuições do direito federal norte-americano, as quais foram conscientemente captadas no Brasil pelo legislador e pela comunidade jurídica nacional. Difundiram-se internacionalmente dos EUA para o Brasil os preceitos da proteção do investidor no mercado de capitais calcados na existência de um órgão regulador do mercado de capitais, na divulgação de informações relevantes para decisões de investimento (*disclosure*), na regulação funcional dos agentes do mercado de capitais e na vedação de fraudes com valores mobiliários.

Palavras-Chave: mercado de capitais, valores mobiliários, proteção do investidor, defesa do investidor, CVM, securities laws, disclosure, regulação de mercado de capitais.

ABSTRACT

PEREIRA FILHO, Celso Roberto. **Contribution of the United States of America Securities Law to the System of Protection of Investors in the Brazilian Capital Market**. 2015. 152 pages. Dissertation (Master in Business Law) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2015.

The current normative framework for the protection of investors in the Brazilian capital market had its main lines placed by the banking reform introduced by the Laws 4.595, as of December 31, 1964, and 4.728, as of July 14, 1965, by the institution of one regulatory body specialized in the capital market by the Law 6.385, as of December 07, 1976, and by the reform in the legislation on companies introduced by the Law 6.404, as of December 15, 1976. Since 1976, the normative framework for the protection of investors in the Brazilian capital market has been developed based on such original main lines and incorporating the lessons learned with the turbulences and euphoria lived by the national economy. This current normative framework in place since 1976 has been inspired by the contributions of the federal US law and such contributions have been consciously captured in Brazil by the legislator and the national legal community. The following precepts of the protection of investors in the capital market have diffused from the US to Brazil, namely, the existence of one regulatory body in charge of capital markets, the disclosure of information relevant to investment decisions, the functional regulation of the agents of the capital markets and the prohibition of frauds with securities.

Key-Words: capital markets, securities, investor protection, CVM, securities laws, disclosure, capital market regulation.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	7
1.1. Especificidades do sistema jurídico dos EUA	8
1.1.1. <i>Common law</i> e normas legislativas federais (<i>statutory law</i>)	8
1.1.2. Competência normativa e jurisdição no mercado de capitais dos EUA e do Brasil	10
1.2. Transplantes legais (<i>legal transplants</i>) e direito comparado	12
CAPÍTULO 2 – NORMAS DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS DOS EUA	14
2.1. Exposição cronológica das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA	14
2.2. Exposição da atual estrutura funcional das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA.....	24
2.3. Exposição da atual sistemática de aplicação forçada das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA	27
CAPÍTULO 3 – NORMAS DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.....	31
3.1. Exposição cronológica das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil	31
3.1.1. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro até o fim do Encilhamento (1891)	32
3.1.2. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro do fim do Encilhamento até 1964.....	36
3.1.3. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 1964 até 1976.....	38
3.1.4. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 1976 até 2001.....	43
3.1.5. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 2001 até a atualidade.....	49
3.2. Exposição da atual estrutura funcional das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil	53
3.3. Exposição da atual sistemática de aplicação forçada das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil	56
CAPÍTULO 4 – CONTRIBUIÇÃO DO DIREITO NORTE-AMERICANO AO SISTEMA DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	58
4.1. Criação e funcionamento do órgão regulador do mercado de capitais	59
4.2. Competência do órgão regulador do mercado de capitais e princípios orientadores da regulação.....	63
4.3. Regulação dos emissores de valores mobiliários.	70

4.3.1. Registro de ofertas públicas de valores mobiliários	70
4.3.2. Prestação contínua de informações periódicas e eventuais	72
4.3.3. Observância de padrões mínimos de governança corporativa	83
4.3.4. Abstenção de atos contra a administração pública estrangeira (normas anticorrupção)	89
4.4. Regulação dos prestadores de serviços do mercado de capitais.....	92
4.4.1. Bolsas de valores (National securities exchanges)	92
4.4.2. Associações de intermediários de valores mobiliários (Securities associations)	99
4.4.3. Intermediários (Brokers e dealers)	102
4.4.4. Câmaras de compensação e liquidação (Clearing agencies) e agentes escrituradores de valores mobiliários (Transfer agents).....	105
4.4.5. Entidades autorregulatórias (SROs – self-regulatory organizations)	109
4.4.6. Auditores independentes (Public accounting firms)	114
4.4.7. Analistas de valores mobiliários (Analysts)	122
4.4.8. Agências de classificação de risco de crédito (Credit rating agencies)	127
4.5. Operações fraudulentas	134
4.5.1. Operações manipulativas.....	135
4.5.2. Insider trading.....	138
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES	144
BIBLIOGRAFIA.....	146

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo dissertar sobre as influências das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA sobre as normas de natureza equivalente do Brasil.

Nesse sentido, o trabalho cataloga os principais institutos jurídicos de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA que foram assimilados pelo sistema jurídico brasileiro. O catálogo produto deste trabalho tem duas utilidades principais: (i) servir como agenda de pesquisas para futuros trabalhos que objetivem investigar temas específicos das contribuições do direito norte-americano às normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil e (ii) fornecer uma visão panorâmica dessas contribuições.

Ressalva-se que este trabalho não pretende esmiuçar cada um dos institutos jurídicos do direito do mercado de capitais dos EUA que foram efetivamente assimilados pelo sistema jurídico brasileiro. Cada um desses institutos é digno de investigação acadêmica individualizada, podendo servir este trabalho como um apontamento inicial ou agenda de pesquisas para futuros trabalhos que venham a analisar cada uma dessas contribuições do direito americano para o sistema de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil.

Além desse capítulo introdutório, este trabalho apresenta: (a) o capítulo 2, que objetiva descrever a cronologia e a estrutura das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA; (b) o capítulo 3, que objetiva descrever a cronologia e a estrutura das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil; (c) o capítulo 4, que objetiva finalmente capturar as contribuições das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA às normas equivalentes no mercado de capitais do Brasil, por meio da justaposição e análise dos respectivos textos normativos; e (d) o capítulo 5, que objetiva sintetizar as contribuições observadas.

1.1. Especificidades do sistema jurídico dos EUA

1.1.1. *Common law* e normas legislativas federais (*statutory law*)

As principais contribuições do direito dos EUA ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro referem-se a normas do direito norte-americano provenientes de textos legislativos federais. De fato, o objeto principal de análise desse trabalho são as leis federais norte-americanas sobre mercado de capitais (*federal securities laws*¹).

A princípio, a afirmação do parágrafo anterior causa estranheza ao se ter em conta que o sistema jurídico dos EUA pertence à família do direito da *common law*, caracterizada pela dominância dos precedentes judiciais (*common law*) como fontes das normas do sistema jurídico. Com efeito, nos EUA, a doutrina conhecida como *state decisis* determina que as Cortes inferiores estaduais ou federais observem os precedentes decididos pelas Cortes superiores, em último nível as *State Supreme Courts* e a *United States Supreme Court*, com relação ao direito estadual e federal respectivamente².

Todavia, o direito dos EUA desenvolveu-se em larga medida com base em textos legislativos (*statutes*), principalmente a partir do século XX, momento histórico em que o capitalismo monopolista³ e a sociedade moderna passaram a requerer mudanças normativas cada vez mais velozes, em consonância com as transformações sociais e econômicas vividas à época⁴.

Essa velocidade nas mudanças normativas não se coadunava com a natureza evolutiva e gradual das normas decorrentes dos precedentes judiciais, de sorte que cada vez mais o direito legislativo (*statutory law*) ganhou espaço, especialmente em relação a temas recentes, a exemplo da massificação do mercado de capitais⁵.

¹ COLLINS, Patrick S. **Regulation of Securities, Markets and Transactions**. New Jersey: Wiley. 2011. p.112.

² HAY, Peter. **Law of United States: an overview**. Munchen: Beck. 2002. p. 9.

³ Trata-se de período marcado pela Segunda Revolução Industrial, cuja força-motriz foi o advento da produção em série. É a era dos bancos, do capital financeiro (que, justamente, financiou a Segunda Revolução Industrial), das novas figuras (como o *truste*, o *cartel*, a *holding*). FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin. 2009. p. 474.

⁴ ZWEIGERT, Konrad; KÖTZ, Hein. **Introduction to comparative law**. Trad. Tony Weir. Oxford: Clarendon Press. 1998. p. 258

⁵ MORRISON, Alan B. **Fundamentals of American law**. New York: Oxford University Press. 1997. p.14-18.

O direito do mercado de capitais (*securities law*) é um exemplo clássico de ramo jurídico cujo desenvolvimento, desde as raízes, baseou-se principalmente nos textos legislativos. Como será detalhado no capítulo seguinte, o direito do mercado de capitais como conhecido hoje nasceu de uma iniciativa drástica do governo federal norte-americano para impor transformações no mercado de capitais dos EUA, iniciativa essa que se apoiou na comoção social à época do *New Deal*⁶ (1933-1938), logo após a crise de 1929.

Note-se que a dicotomia entre normas decorrentes dos precedentes judiciais e normas decorrentes de textos legislativos não implica exclusão recíproca entre elas. Pelo contrário, essas normas complementam-se ao formarem o todo do sistema jurídico dos EUA, inclusive no que se refere ao direito do mercado de capitais.

Como será detalhado no capítulo 4, há assuntos em relação aos quais prevalecem normas provenientes de textos legislativos, como ocorre, por exemplo, com a criação do órgão regulador do mercado de capitais (itens 4.1. e 4.2.) e com a disciplina dos emissores de valores mobiliários e dos prestadores de serviços no mercado de capitais (itens 4.3. e 4.4.). Esses assuntos correspondem a inovações criadas pelas leis federais que seguiram o *New Deal*, sem antecessores na evolução dos precedentes judiciais⁷.

Outros assuntos, por sua vez, possuem sua disciplina em maior medida decorrente dos precedentes judiciais, como ocorre, por exemplo, com as operações fraudulentas (item 4.5.). Esses assuntos correspondem a modificações de normas já existentes nos precedentes judiciais anteriormente à legislação federal de mercado de capitais. Por exemplo, antes das leis federais, já havia disciplina geral na *common law* sobre fraudes nos negócios jurídicos e responsabilidade civil por ilícitos.

⁶ O New Deal foi um conjunto de reformas econômicas nos EUA empreendidas durante o governo do Presidente Franklin D. Roosevelt como reação à grande depressão iniciada com a crise de 1929. O New Deal deixou como legado maior intervenção federal na economia americana. Por exemplo, foram criados durante o New Deal a Securities and Exchange Commission, o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) e o programa Employment Standards Administration. WALTON, Gary M, ROCKOFF, Hugh. **History of the American Economy**. Fort Worth: Dryden Press. 1994. p.539-557.

⁷ RATNE, David L. **Securities regulation in a nutshell**. St. Paul, Minn: West Group. 1998. p. 16-17.

1.1.2. Competência normativa e jurisdição no mercado de capitais dos EUA e do Brasil

A análise comparativa neste trabalho requer alguns comentários introdutórios sobre as diferenças entre as competências normativas e jurisdicionais relativas ao mercado de capitais nos EUA e no Brasil.

Esses breves comentários esclarecem a razão de esse trabalho cingir-se ao exame das leis federais sobre mercado de capitais dos EUA *vis-à-vis* as normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil.

A competência normativa sobre mercado de capitais nos EUA não é privativa do Congresso dos EUA (Poder Legislativo Federal). Desse modo, leis federais e estaduais sobre mercado de capitais convivem paralelamente, assim como também convivem a *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”) e as agências estaduais responsáveis pela disciplina infralegal e pela aplicação das normas de mercado de capitais federais e estaduais respectivamente.

Cada Estado norte-americano possui normas próprias para o mercado de capitais local. A maioria dos Estados possui normas muito similares umas às outras, em razão da influência harmonizadora do *Uniform Securities Act*, modelo de legislação publicado pela *National Conference of Commissioners on Uniform State Laws* e pela *American Bar Association*.

Esse modelo de legislação não é obrigatório, mas foi, ou adotado voluntariamente por muitos dos Estados (18 atualmente), ou aproveitado como inspiração para a formulação da lei estadual por alguns Estados⁸. Alguns Estados, entretanto, apresentam normas sobre mercado de capitais local bem divergentes do padrão do *Uniform Securities Act*, tome-se Nova Iorque por exemplo.⁹

⁸ A última versão do Uniform Securities Act é de 2005 e pode ser encontrada no endereço eletrônico seguinte: <http://uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Securities%20Act>. Acesso em: 29 de junho de 2015.

⁹ LOSS, Louis. **Fundamentals of securities regulation**. Boston: Little, Brown. 1983. p. 13.

A delimitação da competência federal e estadual sobre legislação e regulação do mercado de capitais dos EUA dá-se principalmente, mas não exclusivamente, pela *commerce clause*¹⁰ da Constituição Federal dos EUA.

Essa cláusula da Constituição norte-americana dispõe sobre a competência do Congresso federal para emitir normas, e garantir a aplicação das mesmas, relativas ao comércio dos EUA com nações estrangeiras e relativas ao comércio entre os Estados norte-americanos¹¹. As competências não abrangidas por essa cláusula, nem por eventualmente outras cláusulas que conferem competências ao Congresso federal, pertencem aos Estados norte-americanos, os quais detêm constitucionalmente os poderes normativos residuais não conferidos ao Congresso federal pela Constituição norte-americana.

Embora a redação da *commerce clause* seja bastante concisa, as Cortes dos EUA trataram de estender a aplicabilidade prática dessa cláusula¹² e o espectro de competência federal no mercado de capitais, fatores que possibilitaram que as normas federais assumissem protagonismo na disciplina jurídica desse mercado nos EUA. Na prática, as decisões das Cortes implicaram poderes ao Congresso federal para disciplinar quaisquer assuntos de mercado de capitais que tivessem um mínimo de relevância *supra* estadual.

Esse protagonismo da legislação federal restou ainda mais fortalecido por razões econômicas e tecnológicas que foram se materializando com o desenvolvimento do mercado de capitais dos EUA, notadamente (a) utilização de meios de comunicação remotos interestaduais para a realização de ofertas e negócios no mercado de capitais, (b) concentração dos negócios em algumas bolsas ou plataformas para troca de cotações de caráter nacional, e (c) concentração de mercado em prestadores de serviço com atuação nacional.

No Brasil, diferentemente dos EUA, a competência legislativa sobre mercado de capitais é privativa da União, nos termos dos incisos VI, VII e XIX do artigo 22 da

¹⁰ **Section. 8.** *The Congress shall have Power (...) To regulate Commerce with foreign Nations, and among the several States, and with the Indian Tribes; (...).*

¹¹ Morrison, Alan B. op.cit. p. 29-30.

¹² Ratne, David L. op.cit. p. 8.

Constituição Federal de 1988¹³. Desse modo, não ocorre aqui o mesmo paralelismo de normas e entidades regulatórias sobre mercado de capitais nos níveis federal e estadual.

Como afirmado acima, este trabalho tem seu escopo restrito às leis federais dos EUA sobre mercado de capitais, sendo expressamente excluídas do escopo as legislações estaduais norte-americanas. Esse mesmo comentário não se aplica ao Brasil, dado que não temos aqui o mesmo paralelismo de competências normativas federais e estaduais.

1.2. Transplantes legais (*legal transplants*) e direito comparado

O termo “transplantes legais” (*legal transplants*) foi cunhado pelo Professor de direito comparado Alan Watson para descrever a adoção por um país de normas jurídicas de outro país¹⁴, por meio da atuação legislativa proposital dos legisladores do país adotante no sentido de transplantar regras do país estrangeiro.

Esse termo pode ser associado ao fenômeno de “difusão”¹⁵ de normas jurídicas de uma região a outra do globo terrestre e à controvertida hipótese de que muito do direito de um país decorre da importação de normas vigentes em outras jurisdições e não necessariamente das transformações do direito local em razão de mudanças sociais locais.

As normas jurídicas do mercado de capitais são um campo fértil para os transplantes legais e para a difusão internacional, dado (a) o caráter relativamente recente das normas jurídicas específicas sobre mercado de capitais, as mais antigas das normas datando das primeiras décadas do século XX; (b) a tentativa de reprodução local de mercados de capitais bem sucedidos no exterior; e (c) a globalização dos fluxos de capitais.

Com efeito, a doutrina internacional de direito comparado aponta serem os principais fatores impulsionadores dos transplantes legais: o prestígio da jurisdição de onde se faz o transplante e o interesse em reformas econômicas que melhorem a eficiência do mercado que recebe o transplante¹⁶.

¹³ Art. 22. *Compete privativamente à União legislar sobre: VI - sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais; VII - política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores; (...) XIX - sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular.*

¹⁴ WATSON, Alan. **Legal transplants an approach to comparative law**. Athens: University of Georgia Press. 1993.

¹⁵ REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard. **The Oxford handbook of comparative law**. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 443.

¹⁶ Ibid. p. 457-461.

A principal fonte de transplantes de normas de proteção do investidor no mercado de capitais são os EUA, país cuja pujança do mercado de capitais inspirou não somente os demais países desenvolvidos, notadamente o Japão e os países europeus, mas também os países da periferia do capitalismo¹⁷.

Veja-se o caso do Brasil. A reforma da disciplina jurídica específica sobre mercado de capitais no Brasil nas décadas de 60 e 70 pode ser associada à tentativa de emulação local do bem sucedido mercado de capitais dos EUA.

O período entre 1964 e 1976 (ver item 3.1.3. abaixo) apresentou reformas legislativas cujos objetivos abrangiam permitir que o mercado de capitais brasileiro contribuísse para o financiamento das grandes empresas nacionais e reproduzisse no Brasil a marca registrada do mercado americano que é a pulverização acionária¹⁸.

Por fim, a participação massiva do capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiro, iniciada com a abertura do mercado local nos anos 90, atua como ferramenta de pressão para a adoção de normas de mercado de capitais similares às aquelas existentes nos EUA, cujas normas servem de referência global para o tema¹⁹.

A análise realizada neste trabalho corrobora a hipótese de difusão internacional de normas relativas ao mercado de capitais. Em especial, o capítulo 4 desta obra evidencia a difusão no Brasil de muito do direito dos EUA previsto nas leis federais sobre mercado de capitais.

¹⁷ Ibid. p. 1179 e ss.

¹⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). op.cit. p. 486.

¹⁹ FURIATI, Bruno Pierin. A supranacionalidade do direito no mercado de capitais in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.48. n.151/152. p.152-63. jan./dez. 2009. p. 155.

CAPÍTULO 2 – NORMAS DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS DOS EUA

Este capítulo objetiva traçar uma introdução às normas que compõem o sistema de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA.

Persegue-se esse objetivo em três etapas: (a) exposição cronológica das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA, (b) exposição da atual estrutura funcional dessas normas; e (c) exposição da atual sistemática de aplicação forçada dessas normas.

O material neste capítulo serve de contexto no qual se relata mais adiante a influência das normas norte-americanas sobre as normas de proteção dos investidores no mercado de capitais no Brasil.

2.1. Exposição cronológica das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA

As origens do modelo vigente de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA podem ser traçadas no *New Deal* e nas investigações²⁰ do *Senate Banking and Currency Committee* realizadas entre 1932 e 1934 sobre práticas de mercado nas bolsas de valores americanas antes da grande crise de 1929.

Essas investigações tiveram como propósito formal determinar a razão das abismais quedas nos preços dos valores mobiliários no período entre setembro de 1929 e julho de 1932 e propor medidas legislativas para evitar novas crises similares. Havia também um propósito político implícito nas investigações que era convencer a opinião pública sobre a necessidade de regulação federal das atividades das instituições financeiras²¹.

As práticas temerárias reveladas nas investigações galvanizaram apoio político e popular necessário para que fossem aprovados: (a) o *Securities Act of 1933* (SA/1933), que estabeleceu deveres de divulgação de informações para os emissores e distribuidores de valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários²²; (b) o

²⁰ Essas investigações são também conhecidas como “Pecora Hearings” em reconhecimento do papel decisivo desempenhado pelo conselheiro do comitê Ferdinand Pecora. SELIGMAN, Joel. **The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance**. Boston: Houghton Mifflin. 1982. p.1

²¹ Ibid. p.2.

²² Ibid. p. 39.

Banking Act of 1933, que reestruturou a indústria bancária dos EUA e determinou a criação de uma entidade garantidora de depósitos (FDIC); (c) o *Securities Exchange Act of 1934* (SEA/1934), que determinou a criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC), a regulação das bolsas de valores, e conferiu diversos mandatos à SEC para regular as companhias abertas; e o (d) *Public Utility Holding Company Act of 1935*, que estabeleceu a obrigatoriedade de as companhias fornecedoras de serviços públicos obterem registro junto à SEC e divulgarem informações prescritas pela agência, e de essas companhias adaptarem suas estruturas de controle a prescrições legais e regulatórias específicas²³.

Antes da aprovação dessas leis federais, que até hoje formam o cerne da legislação federal sobre o mercado de capitais nos EUA, a disciplina do mercado de capitais americano era basicamente composta por (a) leis estaduais (*blue sky laws*) que objetivavam proteger o investidor de ofertas fraudulentas de valores mobiliários, (b) normas autorregulatórias das bolsas de valores que determinavam requisitos para os membros das bolsas e para as companhias listadas, e (c) jurisprudência dos tribunais norte-americanos. Todavia, essa disciplina estadual e autorregulatória mostrou-se ineficaz, conforme constatado com a crise de 1929 e com as investigações conduzidas pelo *Senate Banking and Currency Committee*²⁴.

A primeira dessas leis federais, o SA/1933, foi precedida por um importante debate ideológico nas classes política e acadêmica. De um lado, havia defensores de que a regulação do mercado de capitais deveria não somente cuidar da divulgação de informações aos investidores, mas também cuidar da alocação dos recursos econômicos de modo a evitar novas crises²⁵; de outro lado, havia defensores de que a regulação do mercado de capitais deveria restringir-se a conferir publicidade e transparência às informações relevantes para que os agentes do mercado de capitais tomassem as decisões

²³ Essa lei determinou o que ficou conhecido como “sentença de morte” dos conglomerados de companhias prestadoras de serviços públicos nos EUA, notadamente nos setores de energia e gás. No início dos anos 1930, 80% da produção de energia estava concentrada em 15 conglomerados, 98.5% da transmissão interestadual de energia estava concentrada em 20 conglomerados, e 80% dos gasodutos estavam concentrados em 7 conglomerados. Esses conglomerados eram controlados por meio de estruturas piramidais com desproporção entre o capital e o poder dos acionistas controladores, o que favorecia abusos contra os acionistas não controladores e oligopolização do mercado prejudicial aos consumidores. KHADEMIAN, Anne M. **The SEC and Capital Market Regulation. The Politics of Expertise**. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press. 1992. p.46.

²⁴ Ibid. p.25 e ss.

²⁵ O professor Adolf Berle, da Universidade de Columbia, foi um dos grandes defensores dessa tese: *Adolf Berle, a Columbia University Law School Professor and the brains truster with the greatest technical familiarity with corporate finance, urged Roosevelt in May 1932 to establish a federal board that would “exact full information about securities sold” and would also “exercise a real control over undue expansion of groups of credit instruments, where issue of these reached a point threatening the safety of the financial structure*. SELIGMAN, Joel. op.cit. p.41.

alocativas dos recursos econômicos. A segunda corrente acabou prevalecendo, mesmo porque era a preferida do Presidente Franklin D. Roosevelt²⁶, que foi o grande patrocinador político da nova lei.

O SA/1933 tinha como premissa que um investidor informado estava protegido da venda fraudulenta de valores mobiliários. Assim, a lei exigia que os emissores de valores mobiliários destinados a ofertas públicas registrassem a emissão junto à *Federal Trade Commission* (FTC) por meio da entrega para publicação de documentos que contivessem informações materiais ou relevantes para a decisão do investidor, sendo que a FTC não tinha competência para fazer qualquer julgamento de mérito sobre a qualidade dos valores mobiliários. A venda ao público dos valores mobiliários poderia ser iniciada após 20 dias do protocolo dos documentos, cabendo à FTC emitir uma ordem de suspensão da venda (*stop order*) em caso de irregularidades ou omissões nas informações prestadas²⁷.

Ademais, o SA/1933 determinou a responsabilização civil de administradores de emissores de valores mobiliários, de auditores públicos desses emissores, de intermediários na qualidade de distribuidores (*underwriter*) e de quaisquer outras pessoas responsáveis por prospectos de ofertas públicas em que houvesse informações falsas ou omissões de fatos materiais. A lei também conferiu à FTC autoridade para estabelecer princípios gerais de contabilidade para as demonstrações financeiras dos emissores de valores mobiliários destinados a ofertas públicas.

O Banking Act of 1933, também conhecido como *Glass-Steagall Act*, teve como objetivo reestruturar a indústria bancária dos EUA e evitar as frequentes corridas, falências e crises bancárias vividas pelo país, após a ocorrência da maior crise do sistema financeiro em 1929²⁸. As principais determinações dessa lei foram (a) vedação à remuneração de depósitos à vista pelos bancos sujeitos à lei federal; (b) autorização ao Poder Executivo para instituir controles de crédito; (c) autorização ao *Federal Reserve Board* para suspender bancos membros do *Federal Reserve System*²⁹ que utilizassem crédito para

²⁶ Roosevelt disagreed. He approached the problem of securities regulation with the instincts of a progressive politician in the Wilson and Brandeis tradition, rather than of an economist concerned with the larger questions of capital allocation and economic recovery. Ibid. p.41.

²⁷ KHADEMIAN, Anne M. op.cit. p. 29.

²⁸ Até a adoção do Banking Act of 1933, os EUA viveram inúmeras falências de bancos e crises bancárias. As crises mais sérias ocorrem no país em 1837, 1873, 1907 e 1929, e foram seguidas de anos de recessão econômica. LOVETT, W. A. **Banking and financial institutions law in a nutshell**. St. Paul: West. 1984. p. 8-61.

²⁹ O *Federal Reserve System* (informalmente, FED) é o banco central dos EUA, o qual é composto pelos bancos federais de reserva e pelo *Federal Reserve Board*. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Bancos centrais no direito comparado: o sistema financeiro nacional e o Banco Central do Brasil (o regime vigente e as propostas de reformulação)**. São Paulo: Malheiros. 2005. p. 268 e ss.

propósitos especulativos; (d) criação do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), para garantia de depósitos feitos em instituições bancárias comerciais elegíveis; e (e) segregação de instituições financeiras provedoras de serviços de banco comercial (captação de depósitos e empréstimos ao público em geral) e de instituições financeiras provedoras de serviços de banco de investimentos (subscrição e distribuição de valores mobiliários)³⁰.

O item (e) apontado no parágrafo acima teve como implicação para o modelo de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA a segmentação da regulação e da indústria financeira³¹. Com isso, os agentes do mercado financeiro foram obrigados a se segregar em um segmento específico de atuação, bancos de investimentos atuantes no mercado de capitais (desintermediação financeira) ou bancos comerciais atuantes no mercado financeiro em sentido estrito (intermediação financeira), e passaram a ser regulados por uma entidade específica para cada segmento, SEC em relação aos bancos de investimento, e Federal Reserve Board em relação aos bancos comerciais.

A segregação das atividades de mercado de capitais e mercado bancário era considerada à época o tratamento adequado para proteção dos bancos recebedores de depósitos do público contra riscos decorrentes da volatilidade das atividades de mercado de capitais (investimentos proprietários, subscrição e negociação de valores mobiliários em ofertas públicas, intermediação de valores mobiliários e consultoria de investimentos).

Essa era à época a opinião pública predominante e também aquela que predominou no Congresso Americano. Transparece esse entendimento no preâmbulo da lei, no trecho em que se descreve seu propósito: *To provide for the safer and more effective use of the assets of banks, to regulate interbank control, to prevent the undue diversion of funds into speculative operations, and for other purposes*.

O SEA/1934, por sua vez, foi resultado de um compromisso político delicado entre os defensores do *New Deal* e forças contrárias à regulação federal do mercado de capitais³². Após a aprovação do SA/1933, ainda dentro do período inicial de 100 dias do governo do Presidente Franklin D. Roosevelt, conhecido como *Hundred Days*³³, formou-se

³⁰ BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. **Securities Law Handbook**. Securities Law Handbook Series. NY: Aspen. 2014. p. 12.

³¹ Opõe-se ao modelo de regulação segmentada do mercado financeiro o modelo de regulação funcional do mercado financeiro. Esse último modelo baseia-se não na segregação dos agentes de mercado por segmento de atuação e no estabelecimento de poderes de cada entidade regulatória sobre os agentes do respectivo segmento, mas sim na competição dos agentes de mercado em qualquer segmento de atuação e no estabelecimento de poderes de cada entidade regulatória sobre as funções desempenhadas pelos agentes.

³² SELIGMAN, Joel. op.cit. p.73-100.

³³ Diferentemente do SEA/1934, o SA/1933 foi um produto do período conhecido como *Hundred Days*, equivalentes aos primeiros dias do governo do Presidente Franklin D. Roosevelt, em que outras 15 iniciativas legislativas de impacto econômico foram subitamente aprovadas pelo Congresso Americano, concretizando

um grande *lobby* contrário à nova legislação e à proposta de regulação das bolsas de valores. Esse *lobby* era patrocinado pela *New York Stock Exchange* (maior bolsa americana à época, concentrando $\frac{3}{4}$ do volume de transações com valores mobiliários no país) e seus aproximadamente 1375 membros, por representantes de grandes instituições financeiras (notadamente J.P. Morgan e outros grandes bancos), e por escritórios de advocacia especializados em mercado de capitais.

Desse modo, o SEA/1934 acabou refletindo concessões recíprocas entre forças favoráveis e desfavoráveis à regulação federal do mercado de capitais.

Os defensores do *New Deal* venceram quanto à (a) composição da SEC (5 *commissioners* escolhidos pelo Presidente dos EUA para mandatos de 5 anos, sem que 3 deles, inclusive o presidente da agência, pertençam ao mesmo partido político, e sem que haja necessidade de experiência prévia na indústria de valores mobiliários³⁴); (b) necessidade de registro das bolsas de valores junto à SEC e à autoridade da agência para suplementar ou alterar as regras dessas bolsas com a finalidade de proteção dos investidores e de manter os mercados em bom funcionamento; (c) proibição de certas práticas correntes antes da crise, como vendas a descoberto (*short selling*) em condições inapropriadas; e (d) extensão dos deveres de divulgação de informações estabelecidos no SA/1933 a todas as companhias listadas em bolsas de valores e à obrigação de protocolo de informações junto à SEC regularmente durante o ano.

Os representantes do *lobby* do mercado financeiro venceram quanto à (a) própria criação da SEC, que absorveu a competência para regulação de mercado de capitais da FTC, que era um reduto dos proponentes do *New Deal*, e sobre a qual seria mais difícil exercer influência política, dado que a FTC regulava também outros mercados com seus próprios atores e grupos de interesse; (b) competência do Federal Reserve Board para estabelecer, ainda que discricionariamente, as margens mínimas de aporte de capital dos investidores em transações com valores mobiliários³⁵; (c) continuidade da prática de *floor trading* nas bolsas de valores, que significava a continuidade da atuação das instituições

as autorizações legislativas do New Deal. PARRISH, Michael E. **Securities Regulation and the New Deal**. New Haven: Yale University Press. 1970. p.112.

³⁴ Esse último aspecto foi uma derrota particularmente relevante para o *lobby* contrário à legislação, que pretendia ter representantes no corpo diretor da nova agência. SELIGMAN, Joel. op.cit. p.73-100.

³⁵ Uma das grandes prioridades do Presidente Roosevelt era garantir que a nova legislação que resultaria no SEA/1934 estabelecesse margens mínimas de aporte de capital para a compra de valores mobiliários por investidores e intermediários. Acreditava-se que muito da especulação desenfreada que levou à crise de 1929 resultou do financiamento por bancos e corretoras de negócios com valores mobiliários em que havia mínimas exigências de aporte de capital ou garantias. Por exemplo, investidores compravam ações com aporte de 10% do preço das mesmas e financiavam o restante juntos aos bancos e intermediários. KHADEMIAN, Anne M. op. cit. p. 32.

que ocupavam espaço físico no recinto das bolsas de valores para realização de negócios para carteiras próprias; e (d) limitação da responsabilidade civil por informações nos prospectos, inicialmente estabelecida no SA/1933, com relação aos distribuidores (“underwriters”) em ofertas de valores mobiliários.

No final dos anos 1930, já passada a euforia política do *New Deal*, foram aprovados ainda (a) *Maloney Act*, em 1938, que conferiu à SEC poderes para aprovar previamente normas de entidades autorreguladoras de mercados de balcão e para exigir que os agentes desses mercados estejam associados a tais entidades; (b) *Trust Indenture Act*, em 1939, que determinava requisitos formais e materiais para os documentos contratuais que suportavam emissões de valores mobiliários representativos de dívidas em ofertas públicas com valor superior a US\$ 1 milhão; (c) *Investment Company Act of 1940* (ICA/1940), que obrigava o registro junto à SEC das *investment companies* (entidades que emitem valores mobiliários e investem os respectivos recursos captados com a emissão em outros valores mobiliários), regulava a atuação dos *investment advisors* (profissionais que prestam consultoria sobre valores mobiliários ou sobre emissores de valores mobiliários ou administram carteiras de valores mobiliários de terceiros), e determinava a divulgação de conflitos de interesse entre os *investment advisors* e seus clientes em quaisquer transações, e (d) *Investment Company Advisers Act of 1940* (ICAA/1940), que obrigava o registro junto à SEC dos *investment advisors*³⁶.

Posteriormente, ocorreram ainda várias emendas ao SA/1933 e ao SEA/1934, associadas a eventos de crises nos mercados e a iniciativas e estudos da SEC, por exemplo: (a) *Williams Act*, de 1968, que regulava ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários e o processo de aquisição de controle de companhias abertas; (b) *Securities Investor Protection Act*, de 1970, que autorizava a criação da *Securities Investor Protection Corporation* cuja função seria garantir ressarcimento aos investidores, até um limite previamente estabelecido, em casos de insolvência de intermediários custodiantes de seus ativos; (c) *Securities Acts Amendments*, de 1975, que almejava a criação de um *national market system*, por meio da vedação parcial de taxas de corretagem fixas, e pelo incentivo à competição pela melhor execução de ordens independentemente do mercado de realização do negócio; (d) *Foreign Corrupt Practices Act*, de 1977, que determinava que companhias abertas mantivessem sistemas de controles internos e não praticassem atos de corrupção de funcionários públicos no país e no exterior; (e) *Insider Trading Sanctions Act*

³⁶ KHADEMIAN, Anne M. op. cit. p. 54.

of 1984 e *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, que estabeleciam penalidades para atos de *insider trading*; (f) *Securities Law Enforcement Remedies Act of 1990*, que conferiu à SEC poderes para aplicar sanções civis e ordenar administrativamente suspensão das atividades de entes regulados (*cease and desist orders*); (g) *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, que criou certas isenções de responsabilidade civil em caso de divulgação de informações sobre projeções de resultados de emissores e dificultou ações privadas de responsabilização civil no mercado de capitais; (h) *National Securities Markets Improvements Act of 1996*, que ampliou o campo de atuação da SEC frente aos reguladores dos estados americanos; e (i) *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998*, que restringiu a competência das justiças estaduais para processar e julgar *class actions* envolvendo determinados valores mobiliários e apresentando determinados requisitos.³⁷

Em 1999, foi sancionada a *Gramm-Leach-Bliley Act*, que tinha como objetivo reorganizar o modelo de indústria financeira nos EUA criado com o *Banking Act of 1933*, de modo a favorecer a competição entre diferentes agentes de mercado na prestação de serviços financeiros e acabar com a segregação entre bancos comerciais e bancos de investimento instituída desde 1933.

As principais determinações da lei foram: (a) derrogação dos *Section 20* e *Section 32* do *Banking Act of 1933*, que proibiam a filiação corporativa entre bancos comerciais e bancos de investimento e o compartilhamento de empregados e membros dos órgãos das administrações desses dois tipos de bancos; e (b) autorização de novas estruturas *holdings* de instituições financeiras, notadamente as *financial holding companies*³⁸, que permitem sob uma mesma *holding company* companhias prestadoras de praticamente todos os serviços financeiros (banco comercial, banco de investimentos, *merchant banking*, seguradoras, etc.)³⁹. Essa lei possibilitou o surgimento nos EUA dos *full service banks* ou *universal banks*⁴⁰ e contribuiu para o aparecimento das instituições financeiras *too big to fail*⁴¹ ou *systemically important financial institutions (SIFIs)*⁴².

³⁷ COFFEE JR., John C; SALE, Hillary A. **Securities Regulation**. 11ª ed. NY: Thompson. 2009. p.57.

³⁸ As *financial holding companies* são autorizadas a exercer ou a controlar companhias que exerçam atividades que sejam, segundo caracterização da atividade pelo Federal Reserve Board, (i) financeiras por natureza ou incidentais a essa natureza ou (ii) complementares a uma atividade financeira sem que haja implicação de risco substancial à segurança e à estabilidade das instituição depositárias e do sistema financeiro de um modo geral. BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. op. cit. p. 16.

³⁹ RUSSO, Ricardo Simões. Considerações Gerais sobre as Chamadas Financial Holding Companies in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.140. out./dez. 2005. p.190 e ss.

⁴⁰ *Universal banks are financial institutions that may offer the entire range of financial services. They may sell insurance, underwrite securities, and carry out securities transactions on behalf of others. They may own*

Em 2002, em resposta aos escândalos relacionados à contabilidade de grandes companhias abertas americanas (Enron, WorldCom, Tyco etc.), passou a vigorar a *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*, também conhecida como *Sarbanes-Oxley Act*. Essa lei teve como principais comandos: (a) a criação do *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), que é um órgão autorregulatório responsável pelos prestadores de serviços de contabilidade a emissores de valores mobiliários negociados publicamente e pelos padrões contábeis adotados por tais emissores; (b) a limitação da prestação de serviços não contábeis por empresas de contabilidade a clientes emissores de valores mobiliários negociados publicamente, como forma de mitigação de conflito de interesses; (c) o fortalecimento dos poderes e responsabilidades dos comitês de auditoria das companhias abertas, e a exigência de que esses comitês sejam compostos somente por conselheiros independentes; (d) a determinação de que a SEC desenvolva um formulário para que as companhias abertas avaliem sua própria estrutura de controles internos; (e) o aumento da independência dos auditores independentes, por meio da exigência do rodízio do sócio da firma de auditoria responsável por uma companhia aberta, e pela vedação de que algum funcionário dessa firma assuma posição gerencial na companhia auditada em que trabalhava no primeiro ano após se desligar da firma de auditoria; (f) o dever de que os principais executivos das companhias abertas (*chief executive officer – CEO e chief financial officer – CFO*) certifiquem as demonstrações financeiras de suas companhias, e a imposição de sanções mais rigorosas em casos de declarações dolosas por parte dessas pessoas; (g) a exigência de que as companhias que reportam informações à SEC façam divulgações mais

equity interests in firms, including nonfinancial firms. They may vote the shares of companies they own and, if they are delegated as proxies for the owners, they may vote the shares of others. In fact, they may elect their employees as members of the boards of directors of those companies. Germany today and before the second World War offers the best example of universal banking. BENSTON, George J. *Universal Banking in Journal of Economic Perspectives*. v. 8. n. 3. 1994. p. 121-143.

⁴¹ Em agosto de 2000, mais de 350 instituições já haviam optado por se qualificar como *financial holding company*, incluindo os grandes bancos globais que mais tarde viriam a ser o centro da crise global de 2008, como, por exemplo, Bank of America, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Santander, J.P. Morgan e Wells Fargo. Somente o Goldman Sachs e o Morgan Stanley mantiveram-se como bancos de investimento independente, pelo até 2008, quando se converteram também em *financial holding company*. BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. op. cit. p. 13.

⁴² *SIFIs are financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity. To avoid this outcome, authorities have all too frequently had no choice but to forestall the failure of such institutions through public solvency support. As underscored by this crisis, this has deleterious consequences for private incentives and for public finances.* FINANCIAL STABILITY BOARD. **Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions**. 04 de novembro de 2011. Disponível em: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf?page_moved=1. Acesso em: 21 de novembro de 2015.

tempestivas e que divulguem informações relevantes que não constem das demonstrações financeiras; (h) a exigência de que membros do conselho de administração, executivos e principais acionistas divulguem transações com os valores mobiliários de emissão das respectivas companhias abertas em até dois dias da realização do negócio; (i) o comando à SEC para que a agência promulgue regras que garantam a independência dos analistas de valores mobiliários frente às companhias avaliadas; (j) a vedação de empréstimos pessoais das companhias abertas a membros do conselho de administração ou executivos; e (k) a determinação de sanção do CEO e CFO para que devolvam às respectivas companhias abertas qualquer benefício auferido ilegalmente durante o período em que os lucros estavam falsamente inflados⁴³.

Em 2005, em resposta às críticas de que a SEC teria criado um oligopólio de fato no mercado de agências de avaliação de crédito (*rating agencies*), formado por Moody's, S&P e Fitch, ao rejeitar por 3 décadas o reconhecimento de outras agências como *Nationally Recognized Statistical Rating Agencies* ou "NRSROs" (ver item 4.4.8. abaixo), foi aprovada a *Credit Rating Agency Reform Act of 2005* ("CRARA"). Essa lei, por um lado, restringiu a discricionariedade da SEC para reconhecer novas agências como NRSROs, e por outro lado, conferiu poderes à SEC para regular conflitos de interesses existentes nesse ramo de serviços e para proibir avaliações de crédito abusivas.

Por fim, em 2010, foi aprovada a *Financial Regulation Act*, também conhecida como *Dodd-Frank Act*, como resposta à crise internacional de 2007-2008 iniciada nos EUA. A lei possui mais de 900 páginas e 560 seções, e representa uma revisão generalizada da regulação americana do sistema financeiro⁴⁴.

Em síntese estreitíssima, pode-se dizer que a lei⁴⁵: (a) determina a criação do *Financial Stability Oversight Council*, chefiada pelo Secretário do Tesouro, e composto por reguladores importantes do sistema financeiro americano como FED (Federal Reserve System), OCC (Office of the Comptroller of the Currency), FDIC, SEC e CFTC (Commodity Futures Trading Commission), com a missão de monitorar riscos sistêmicos criados por grandes e complexas instituições do mercado ou por seus produtos e atividades; (b) determina a criação do *Office for Financial Research*, que deverá coletar e padronizar informações sobre instituições financeiras e suas atividades, para conferir

⁴³ BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. op. cit. p. 57-58.

⁴⁴ COLLINS, Patrick S. op. cit. p.271-275.

⁴⁵ ALMEIDA, Samy Sanches de. Crise dos derivativos: reforma dodd-frank e o clearing centralizado in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.50. n.157. p.167-85. jan./mar. 2011. p. 178 e ss.

suporte analítico aos demais entes reguladores; (c) expande os poderes do FED para regular instituições não bancárias e para estreitar a regulação de grandes holdings bancárias; (d) autoriza o FDIC a liquidar instituições não bancárias ou grandes holdings bancárias em casos de extrema necessidade (via de regra, continua aplicando-se a legislação falimentar e recuperacional a essas entidades); (e) obriga o registro junto à SEC de consultores de valores mobiliários que atendam *hedge funds* e outros fundos privados, e obriga a divulgação de informações por tais consultores; (f) impõe restrições aos investimentos por bancos em *hedge funds* e fundos de *private equity* (este item é conhecido como *Volcker Provisions*); (g) impõe maior regulação sobre os derivativos de balcão (*OTC Derivatives*) com base em maior divulgação de informações; (h) determina reformas na disciplina dos sistemas de compensação e liquidação mantidos por instituições financeiras; (i) estabelece o *Office of Investor Advocate* e o *Ombudsman* para facilitar o relacionamento entre investidores e a SEC, e determina que essa agência produza normas que criem deveres fiduciários para intermediários, analistas de valores mobiliários e administradores de carteiras, em benefício dos “investidores de varejo” (pequenos investidores, pessoas físicas ou jurídicas não profissionais); (j) confere maiores poderes à SEC para conduzir investigações e impor responsabilidade civil a pessoas não diretamente reguladas pela agência, e para avaliar sanções por violação da legislação de mercado de capitais; (k) cria o *Office of Credit Ratings* junto à SEC para exercer supervisão específica sobre agências de avaliação de crédito (*rating agencies*); (l) reforma a regulação incidente sobre o processo de securitização, inclusive exigindo que companhias que vendam produtos securitizados retenham uma parcela do risco associado ao produto; (m) reforma regras de governança corporativa e remuneração de executivos de companhias abertas; (n) determina medidas que visam a melhorar a organização, administração, financiamento e efetividade da SEC; (o) reformula a disciplina dos valores mobiliários emitidos por autoridades locais (*municipal securities*); (p) amplia o escopo de poderes de investigação do PCAOB, e permite que o mesmo coopere com autoridades estrangeiras; e (q) determina normas sobre acessibilidade financeira.

Vale ressaltar que a implantação do Dodd-Frank Act pelo Poder Executivo Federal dos EUA ainda está em curso. Desse modo, a fisionomia do modelo de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA nos anos vindouros dependerá das normas e medidas concretas adotadas com base nessa lei.

Em conclusão dessa breve explanação cronológica do modelo de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA, nota-se que se partiu em 1933 de um vácuo

regulatório federal para se chegar em 2015 a um emaranhado de normas federais regulando praticamente todos os setores do mercado de capitais. Nota-se também um movimento pendular quando, em 1933, optou-se pela segmentação do mercado financeiro, e, em 1999, optou-se pela integração do mercado financeiro.

2.2. Exposição da atual estrutura funcional das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA

O modelo americano atual de regulação do mercado de capitais, e, logo, de proteção do investidor nesse mercado, segue uma estrutura funcional⁴⁶. Ou seja, a regulação aplica-se a um determinado agente de mercado, ou uma entidade regulatória exerce supervisão sobre um determinado agente de mercado, com base na função exercida por esse agente, e não necessariamente com base na qualificação institucional desse agente. Por exemplo, na estrutura funcional, um banco que ofereça publicamente valores mobiliários de sua emissão estará sujeito às normas da SEC aplicáveis genericamente a ofertas públicas de valores mobiliários, ainda que não caiba a essa agência supervisionar entidades bancárias⁴⁷.

A estrutura funcional opõe-se àquela conhecida como “institucional”, focada na natureza do ente regulado⁴⁸. Nesse caso, por exemplo, um banco que ofereça publicamente valores mobiliários de sua emissão estaria sujeito às normas emanadas pela autoridade reguladora de entidades bancárias (FED, por exemplo), não se lhe aplicando normas emanadas da entidade responsável por valores mobiliários (SEC, por exemplo).⁴⁹

A estrutura funcional do modelo de proteção do investidor no mercado de capitais adotado nos EUA pode ser dividida nas cinco seções⁵⁰ tratadas na sequência.

A primeira seção refere-se às normas incidentes sobre o mercado primário, ou seja, mercado em que “são negociadas emissões iniciais de ações, seja na criação de novas companhias abertas, seja em aumento de capital mediante subscrição pública, valendo o

⁴⁶ COLLINS, Patrick S. op. cit. p.119 e ss.

⁴⁷ RUSSO, Ricardo Simões. op. cit. p. 191.

⁴⁸ YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Elsevier. 2009. p. 194 e ss.

⁴⁹ COLLINS, Patrick S. op. cit. p. 7-9.

⁵⁰ Ibid. p.14-18.

mesmo para outros títulos de emissão de companhias para oferta ao público”⁵¹. Essas normas constam principalmente do SA/1933 e de sua respectiva regulamentação pela SEC.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) requerem que emissores registrem ofertas públicas de valores mobiliários junto à agência reguladora e comuniquem informações relevantes a potenciais investidores por meio de um prospecto; (b) disciplinam os negócios realizados no mercado primário; (c) disciplinam a atuação nos mercados primários de prestadores de serviços registrados junto à agência reguladora (por exemplo, os intermediários na qualidade de *underwriters*); e (d) disciplinam a atuação nos mercados primários de prestadores de serviços não registrados junto à agência reguladora (por exemplo, os escritórios de advocacia e as agências de publicidade).

A segunda seção refere-se às normas incidentes sobre o mercado secundário, ou seja, mercado em que são negociados ações ou títulos já emitidos no passado por companhias, em mercados de balcão ou de bolsa. Essas normas constam principalmente do SEA/1934 e de sua respectiva regulamentação pela SEC.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) requerem que emissores de valores mobiliários negociados em mercados secundários registrem os valores mobiliários junto à agência reguladora e comuniquem a ela informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (b) disciplinam os negócios realizados nos mercados secundários; (c) disciplinam a atuação nos mercados secundários de prestadores de serviços registrados junto à agência reguladora (por exemplo, os intermediários e as entidades administradoras de mercados de bolsa ou balcão); e (d) disciplinam a atuação nos mercados secundários de prestadores de serviços não registrados junto à agência reguladora (por exemplo, os compiladores de informações negociações realizados em mercado dos quais não se exija registro).

A terceira seção refere-se às normas incidentes sobre a atividade das *investment companies* e dos *investment advisers*. Essas normas constam principalmente do ICA/1940 e do ICAA/1940 e de suas respectivas regulamentações pela SEC.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) requerem que as *investment companies* obtenham registro junto à agência reguladora e comuniquem a ela informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (b) requerem que os *investment advisers* obtenham registro junto à agência reguladora e prestem a ela informações sobre sua atividade; e (c) disciplinam a relação entre *investment companies* e *investment advisers* com o intuito de proteção do investidor.

⁵¹ SZTAJN, Raquel. Direito societário e informação in **Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin. 2013. p. 224.

A quarta seção refere-se às normas que disciplinam mecanismos de proteção dos investidores contra perdas decorrentes da insolvência de intermediários (*broker-dealers*) prestadores de serviços de custódia de valores mobiliários de titularidade dos investidores. Essas normas constam principalmente do Securities Investor Protection Act e de sua respectiva regulamentação pela SEC. Tais normas são essenciais para manutenção da confiança dos investidores no mercado de capitais, dado que os investidores estão em uma posição de fragilidade frente à possibilidade de insolvência dos custodiantes.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) designam uma entidade autorregulatória privada de propósito especial (*special-purpose self-regulatory organization* ou SRO) para administrar o mecanismo de ressarcimento dos investidores em caso de problemas com os custodiantes; (b) exigem que os intermediários custodiantes estejam filiados a uma dessas entidades autorregulatórias e façam as contribuições por ela exigidas para sustentar o mecanismo de ressarcimento dos investidores; e (c) preveem empréstimos excepcionais pelo governo federal aos prestadores de serviço de custódia para garantir o ressarcimento de investidores.

A quinta seção refere-se às normas que disciplinam a constituição e o funcionamento da autoridade reguladora do mercado de capitais. Essas normas constam principalmente do SEA/1934 e de sua respectiva regulamentação pela SEC.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) determinam a chefia da autoridade, o número de dirigentes, as qualificações exigidas dos mesmos, sua forma de indicação; (b) dispõem sobre o planejamento, a organização e o controle administrativo dos recursos humanos e financeiros da autoridade; (c) estabelecem os procedimentos administrativos aplicáveis; e (d) dispõem sobre as fontes e usos orçamentários da autoridade.

Em conclusão, a estrutura funcional acima discutida pode ser representada no esquema abaixo⁵²:

⁵² COLLINS, Patrick S. op. cit. p.15.

2.3. Exposição da atual sistemática de aplicação forçada das normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA

O modelo americano de proteção do investidor concebido nos anos 30 tinha como premissa básica a atuação privada dos investidores em sua própria defesa contra ilícitos no mercado de capitais. À autoridade regulatória cabia principalmente garantir a divulgação de informações para decisão de investimento pelos investidores, e aos investidores cabia eventualmente buscar em juízo a indenização de prejuízos sofridos por atos ilícitos no mercado de capitais.

Esse modelo tinha como cerne (a) a prestação de informações aos investidores sobre os valores mobiliários e sobre os respectivos emissores para que os investidores fizessem o julgamento alocativo de seus recursos; e (b) a inibição dos casos de fraudes causadoras de danos aos investidores, inclusive por meio da facilitação do pedido judicial de indenização contra aqueles que atuaram ilicitamente⁵³.

O SA/1933 e o SEA/1934, além de conferirem autoridade à SEC para exigir divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários, determinaram uma série de hipóteses bem definidas e objetivas de responsabilização civil de emissores e de outros agentes dos mercados de capitais.

Desse modo, essas leis facilitaram a reclamação judicial de indenizações pelos investidores, dado que isentavam ou simplificavam os requisitos então exigidos pelas

⁵³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **First Annual Report of the SEC**. 1935. p. 2. Disponível em: < https://www.sec.gov/about/annual_report/1935.pdf >. Acesso em 22 nov. 2015.

Cortes, com base na *common law*, para responsabilização civil de agentes no mercado de capitais.

Por exemplo, tomem-se o *section 11* e os *sections 12 (a)(1)* e *(a)(2)* do SA/1933, que facilitam a responsabilização civil dos signatários dos documentos protocolados para registro de oferta pública junto à SEC, e dos distribuidores dos valores mobiliários, em casos de irregularidades quanto ao atendimento das normas de divulgação de informações em ofertas públicas. Outro exemplo é o *section 10(b)* do SEA/1934, que possibilita a responsabilização civil daqueles que induzem negócios com valores mobiliários por meio de prestação de informações inverídicas.

Na concepção inicial do modelo, a SEC possuía poderes limitados para forçar o cumprimento da legislação por meio da aplicação de sanções, em casos de irregularidades cometidas pelos agentes regulados⁵⁴. A SEC poderia tão somente iniciar um procedimento judicial para exigir a correção ou cessação de um ato irregular, ou um procedimento administrativo para exigir a correção de informações prestadas, ou, no caso de registro de ofertas públicas junto à agência, para fazer cessar a oferta pública planejada.

Essa situação inicial somente começou a ser revertida nos anos 80 e 90, com a aprovação da *Insider Trading Sanctions Act of 1984* e do *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*⁵⁵, que conferiram poderes à SEC para buscar a imposição judicial de penalidades pecuniárias em casos de *insider trading*, e do *Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990*, que conferiu à SEC um arsenal de novas medidas sancionatórias para casos de descumprimento da legislação e regulação do mercado de capitais, como poderes para a aplicação de penalidades pecuniárias a entes diretamente regulados pela agência (como intermediários) por meio de procedimento administrativo, a exigência de restituição de valores ilegalmente obtidos em procedimento administrativo, o ajuizamento de ação civil contra companhias abertas para aplicação de

⁵⁴ *The SEC has broad authority to initiate enforcement actions when a violation of the securities laws has occurred, is occurring, or is about to occur. With the enactment of the Securities Enforcement and Penny Stock Reform Act of 1990, the SEC now enjoys a panoply of enforcement options for fraudulent reporting practices. Before the 1990 legislation, the SEC's options for prosecuting such violations were extremely limited: the SEC could initiate an injunctive action in federal court, or, if the misleading item appeared in a report required to be filed with the SEC, the SEC could bring an administrative action under section 15(c)(4) of the Exchange Act. However, the 15(c)(4) administrative remedy arguably was limited to requiring the registrant to correct its filing. A somewhat more sweeping administrative sanction existed under the Securities Act in the form of a stop order or refusal order when a registration statement filed with the SEC was believed to be materially misleading.* COX, James D., THOMAS, Randall, SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry in **Duke Law Journal**. v. 53. 2003. p. 737-779.

⁵⁵ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Remarks of Philip R. Lochner, Jr. "The SEC's New Powers Under the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990"** Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1990/100490lochner.pdf>>. Acesso em 10 de julho de 2014.

penalidades pecuniárias, e a ordenação administrativa de suspensão temporária ou permanente de atividades irregulares (*cease and desist orders*).

Adicionalmente, também nos anos 90, foi aprovada a *Private Securities Litigation Reform Act of 1995*. Essa lei determinou procedimento processual especial para ações de investidores privados baseadas nas leis do mercado de capitais, redesenhou as regras de solidariedade na responsabilização civil com base nessas leis, e mudou os critérios de determinação de responsabilidade civil decorrente de divulgação de informações por emissores de projeções de resultados (*forward-looking statements*) .

Essa lei surgiu como resultado dos abusos das ações privadas com base nas leis do mercado de capitais, notadamente as ações coletivas (*class actions*), controladas pelos advogados, que ficavam com boa parte do resultado financeiro das ações, sem que houvesse vantagens expressivas para os investidores prejudicados⁵⁶.

Por fim, como já comentado acima, em 2010, foi aprovado o *Dodd-Frank Act*, o qual ampliou os poderes da SEC para, dentre outros, aplicar penalidades pecuniárias também contra entidades não registradas junto à agência.

Em síntese, o modelo americano de defesa do investidor baseava-se inicialmente no cumprimento efetivo de suas normas pela atuação dos agentes privados em seu próprio interesse, cabendo à autoridade regulatória pouco destaque quanto à aplicação de sanções e ao ajuizamento de ações contra violadores de suas regras.

Esse modelo transformou-se, principalmente nos anos 80 e 90, para atingir um maior equilíbrio entre os papéis dos agentes privados e da autoridade regulatória na aplicação forçada das normas regentes do mercado de capitais.

A realidade apresentada nesse último parágrafo pode ser evidenciada no trabalho em que Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer⁵⁷ avaliam dados sobre 49 países para compará-los quanto ao papel no cumprimento das normas de mercado

⁵⁶ *The Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) as reflected by its title is primarily concerned with securities litigation initiated by private parties. A caricature sketched many years ago by a British artist, R.O. Bright, sums up the underlying thrust of the Act. A cow labeled LITIGATOR is being pulled by the head by the plaintiff and by the tail by the defendant, with a guffawing judge looking down on the scene. The lawyer, sitting with his corpulent posterior overlapping the stool, is milking the cow. There was nary a defender in either the House or the Senate of the entrepreneurial class action lawyer at whom the Act is directed, although there was considerable disagreement as to the anecdotal and statistical evidence relating to securities fraud class actions. There was no disagreement, however, that frivolous securities fraud class actions, whatever their number, exist in too large numbers and that there was a need to reform class action procedures.* BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. op. cit. Cap. 25. p.5.

⁵⁷ LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws? in **Journal of Finance**. V. 61, n.º 1. p. 1-32. 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9882.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

de capitais (especificamente normas relativas a ofertas primárias de ações na principal bolsa de cada país) por agentes privados e autoridades públicas.

Os EUA recebem nota consolidada “1” para os critérios relativos à atuação privada no cumprimento das normas de mercados de capitais, e nota consolidada “0.88” para os critérios relativos à atuação pública similar. Somente para ilustração comparativa, o Brasil obteve respectivamente “0.29” e “0.52”, ou seja, maior nota para a atuação pública do que para a atuação privada no cumprimento das normas de mercado de capitais.

CAPÍTULO 3 – NORMAS DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL

Este capítulo objetiva traçar uma introdução às normas que compõem o sistema de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil.

Mantendo-se um paralelo com o capítulo anterior, sobre as normas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA, persegue-se o objetivo desse capítulo em três etapas: (a) exposição cronológica das normas do modelo de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil; (b) exposição da atual estrutura funcional dessas normas; e (c) exposição da atual sistemática de aplicação forçada das normas em que se baseia o modelo.

3.1. Exposição cronológica das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil

O modelo vigente do direito afetado à proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro tem suas origens na reforma do direito bancário ocorrida em 1964/1965 e na reforma do direito do mercado de capitais ocorrida em 1976⁵⁸.

As reformas legislativas ocorridas nessas datas incorporaram muito da experiência legislativa dos EUA no direito bancário e no direito do mercado de capitais. O objetivo precípua das reformas foi incentivar a criação de um mercado privado de poupança, crédito e investimento, a correr em paralelo à forte presença estatal na alocação dos recursos financeiros da economia, seja diretamente por meio da atuação do Estado como empresário e banqueiro, seja indiretamente por meio da forte normatização do setor financeiro.

Assim como nos EUA, nota-se uma evolução espasmica na história do modelo jurídico de proteção do investidor no Brasil. Ficará evidente adiante que, a cada crise do mercado, surgia um novo conjunto de regras que tentava evitar a repetição da crise ocorrida⁵⁹.

⁵⁸ TRUBEK, David M. **Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (1965-1970)** / David M. Trubek, Jorge Hilário Gouvêa Vieira, Paulo Fernandes de Sá. 2 ed. José Rodrigo Rodriguez (org.), São Paulo: Saraiva, 2011. p.45-46.

⁵⁹ BARCELLOS, Marta. **Stories of the Brazilian Capital Market**. Rio de Janeiro: Campus. 2011. p. 1-31.

A explanação cronológica que segue é didaticamente dividida em cinco períodos, marcados por transformações econômicas e legislativas com grande impacto na trajetória do mercado de capitais nacional.

3.1.1. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro até o fim do Encilhamento (1891)

O mercado financeiro brasileiro nasce no início do século XIX, com a chegada da corte portuguesa ao Rio de Janeiro em 1808, o fim do monopólio comercial com Portugal, a criação do Banco do Brasil e o surgimento de bancos privados nacionais e estrangeiros e de companhias sediadas no Brasil.

Até esse momento, os negócios na colônia brasileira tinham como objeto a negociação de ativos físicos, notadamente mercadorias de exportação e escravos. A economia não contava com ativos financeiros além dos meios de pagamento primários, senão por Notas Promissórias e Letras de Câmbio. Essas últimas eram usadas como instrumento de transferências de divisas em operações de volume mais significativo⁶⁰.

O mercado de capitais nasce atrelado ao Estado e destinado a atender às necessidades de capital do Estado. A primeira emissão típica de mercado de capitais no Brasil, na forma de uma oferta pública de títulos de dívida intermediada por subscritores privados, ocorreu somente em 1828 com uma emissão do Tesouro Nacional.

Até 1850, na Praça do Comércio (local similar a uma bolsa de valores à época), negociavam-se, além de ações do Banco do Brasil, basicamente moedas, *commodities*, seguros e fretes.

De 1850 a 1891, o mercado de capitais experimenta algum desenvolvimento no país, motivado pela expansão da economia cafeeira, pela liberação de capitais com a progressiva extinção do negócio escravagista e pelo influxo do excesso de liquidez europeia (notadamente inglesa) no país. Esse desenvolvimento não ocorreu sem fortes solavancos, ocorridos nas crises de 1857, 1864, 1875 e, com maior destaque, na crise de 1891, também conhecida como crise do *encilhamento*.

O *encilhamento* foi um período de rápida expansão no valor dos ativos do mercado financeiro brasileiro, motivada principalmente por uma política monetária expansionista, baseada no incentivo econômico à criação de moeda fiduciária e à concessão de crédito

⁶⁰ LEVY, Maria Bárbara. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC. 1977. p. 47-50.

pelos bancos. Ilustrativamente, o aumento no volume financeiro das transações bursáteis em relação ao ano anterior foi de 84% em 1889, de 98% em 1890, e de 45% em 1891⁶¹.

O *encilhamento* tem início com a abolição da escravidão e com o Decreto n.º 3.403, de 24 de novembro de 1888, conhecido como “Lei Monetária de 1888”, que franqueava às companhias bancárias e ao governo ampla expansão do crédito e da moeda.

O período encerra-se em meados de 1891, com o início da tomada pelo governo de medidas que visavam ao controle dessa expansão monetária e do valor dos ativos financeiros. Tais medidas precipitaram a quebra de muitas das companhias nacionais⁶² e uma brusca queda do mercado financeiro nacional⁶³, com forte aumento das ofertas de venda de ativos.

O marco dessas medidas de controle foi o Decreto 1.362, de 14 de fevereiro de 1891, que determinou o recolhimento de um tributo de 3% sobre o valor nominal de cada ação objeto de venda ou cessão para liquidação futura. O decreto tinha como objetivo conter a especulação sobre o valor das ações por meio de contratos de liquidação futura e conter a desorganizada aceleração do lançamento de novas companhias abertas entre 1888 e 1891.

Comuns a todos esses episódios de crise (1857, 1864, 1875 e 1891), foram a falta de normas que protegessem os investidores no mercado de capitais de fraudes e manipulações de mercado, e, após cada uma das crises, a saraivada de normas que objetivavam coibir os supostos motivos da crise ocorrida, normas as quais acabavam por gerar problemas ainda mais graves para o mercado de capitais.

As normas concernentes à proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro no século XIX foram poucas e estavam permeadas por insegurança jurídica e pela dominância da conveniência do Estado sobre os interesses dos investidores.

As normas relativas às companhias abertas e aos corretores de fundos públicos até 1891 ilustram a precariedade do arcabouço de defesa do investidor no mercado de capitais brasileiro no período. Essas normas, analisadas na sequência, correspondem aos principais textos legais de interesse do mercado de capitais até o fim do *encilhamento*.

⁶¹ LEVY, Maria Bárbara. op. cit. p. 168-171.

⁶² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros. 2011. v. 3. 2ed. p. 59.

⁶³ LEVY, Maria Bárbara. op. cit. p. 168-172.

3.1.1.1. Companhias Abertas

O surgimento das primeiras companhias no Brasil e das ofertas públicas de ações de emissão dessas companhias seguiu o padrão então vigente em Portugal das “companhias coloniais”. Essas companhias tinham sua constituição dependente de prévia autorização estatal e sua disciplina jurídica baseava-se não em um conjunto de normas aplicáveis a todas as companhias em geral, e sim em um conjunto de normas específicas constantes do ato de autorização estatal para funcionamento de cada uma dessas companhias⁶⁴.

Essa necessidade de autorização, que durou até 1882⁶⁵, não tinha necessariamente como pressuposto a proteção do investidor no mercado. Pelo contrário, esse requisito atendia antes às conveniências políticas do governo, no sentido de favorecer os empresários que mais lhe conviessem, e às conveniências monetária e fiscal do governo, no sentido de administrar a expansão do volume de ativos financeiros, a inflação e a alocação de recursos financeiros da economia.

Em 1808, há a criação do Banco do Brasil, cuja baixa atratividade da oferta de ações requereu para o sucesso da subscrição de tais ações a atribuição de favores e títulos reais aos subscritores⁶⁶. O Banco visava notadamente atender às necessidades de financiamento estatal, pressionadas com as mudanças decorrentes da vinda da corte portuguesa ao Brasil.

A edição do Decreto n.º 575, de 10 de janeiro de 1849, marcou o início da disciplina brasileira das companhias abertas, até então dada pela legislação portuguesa vigente no país. O decreto manteve a tradição portuguesa de sujeitar a criação de companhias abertas à aprovação estatal. Essa tradição foi mantida no Código Comercial de 1850, que tratou das companhias abertas nos artigos de 295 a 299.

A Lei n.º 1.083, de 22 de agosto de 1860, ou “Lei das Obstruções”, submeteu à aprovação estatal a emissão de títulos por companhias abertas, sob o pretexto de conter a especulação abusiva que ocorria no embrionário mercado de capitais brasileiro à época⁶⁷. Essa lei foi uma clara reação conservadora à crise financeira de 1857 e à percepção de que havia uma proliferação especulativa de companhias emissoras, ocorrida por patrocínio de empresários como Irineu Evangelista de Souza, o Barão de Mauá.

⁶⁴ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quorum. 2008. p. 455.

⁶⁵ SALAMA, Bruno Meyerhof. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil. História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros. 2014. p. 58.

⁶⁶ LEVY, Maria Bárbara. op. cit. p. 50.

⁶⁷ LEVY, Maria Bárbara. op. cit. p. 85.

A Lei n.º 3.150, de 04 de novembro de 1882, trouxe nova disciplina às companhias, dispensando a necessidade de prévia autorização estatal para sua criação, exceto quanto às companhias cujo objeto fosse atividades previamente determinadas na lei ou quanto às companhias estrangeiras. Essa linha foi mantida também pelo Decreto n.º 164, de 17 de janeiro de 1890, que reformou amplamente a Lei n.º 3.150, e pelo Decreto n.º 434, de 04 de julho de 1891, que consolidou a disciplina das sociedades anônimas, até o advento da Lei n.º 2.627, em 1940.

3.1.1.2. Corretores de Fundos Públicos

A disciplina da atividade dos intermediários ou corretores de negócios no mercado de capitais evidencia, assim como no caso das companhias abertas, a ingerência normativa estatal com foco nas conveniências do governo e não no intuito de proteção do investidor no mercado.

Essa ingerência normativa ao sabor dos interesses conjunturais do governo implicou insegurança jurídica causada por diversas alterações legislativas em um curto período de tempo: (a) Decreto n.º 417, de 14 de julho de 1845; (b) Decreto n.º 648, de 10 de novembro de 1849; (c) Código Comercial de 1850; (d) Decreto n.º 806, de 26 de julho de 1851; (e) Decreto n.º 1.359, de 20 de abril de 1893; e (f) Decreto n.º 354, de 16 de dezembro de 1895.

O Decreto n.º 648, de 10 de novembro de 1849, foi o primeiro a disciplinar minuciosamente as condições para exercício da atividade de corretor de “fundos públicos” e a criação da Junta dos Corretores (organização similar a uma bolsa de valores atualmente).

Tal decreto, por um lado, obrigava os corretores a registrar minuciosamente as operações que realizavam, transformando, na prática, os corretores em agentes de fiscalização tributária do Estado. Por outro lado, o decreto estabelecia limitação do número de corretores, gravosas condições financeiras de acesso ao ofício, e vitaliciedade e transmissibilidade condicionada do cargo de corretor. Na prática, o decreto concedia um privilégio de monopólio da atividade de intermediação de fundos públicos a um número limitado de pessoas, ainda que em detrimento do desenvolvimento do mercado.

As regras do decreto encerraram uma troca de favores entre o governo e o grupo privilegiado de corretores nomeados pelo Estado. O primeiro beneficiava-se da escrituração e fiscalização das transações no mercado de capitais, mormente com

preocupações fiscais; o segundo beneficiava-se do privilégio estatal da exclusividade e transmissibilidade do ofício de corretor.

Nesse decreto havia sim normas de proteção ao investidor, na forma de previsão de obrigações dos corretores para com os comitentes (garantia da veracidade da firma e da identidade das partes, sigilo negocial, assistência na liquidação das operações, exigência de calção ou atesto de bom crédito notório da contraparte negocial, etc.). Todavia, o surgimento de um expressivo mercado “paralelo” àquele organizado monopolisticamente pela Junta dos Corretores parece indicar que o conjunto normativo era mais prejudicial que benéfico aos investidores⁶⁸.

O monopólio legal da atividade de intermediação no mercado de capitais (a) iniciou-se em 1849, com o Decreto n.º 648, que institucionalizou os corretores de “fundos públicos”, a Junta dos Corretores e a Praça de Comércio (recinto de negociação); (b) foi expressamente previsto em lei em 1860, com a Lei n.º 1.083, de 22 de agosto de 1860, ou “Lei das Obstruções; (c) foi revogado pelo Decreto n.º 1.731, de 05 de outubro de 1869; (d) na prática, foi reconstituído com a criação dos pregões, que concentravam os negócios do mercado secundário nas praças de comércio, pelo Decreto n.º 6.132, de 04 de março de 1876; e (e) foi reestabelecido plenamente pelos Decretos n.º 1.359, de 20 de abril de 1893, e n.º 354, de 16 de dezembro de 1895, até a reforma bancária em 1964.

3.1.2. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro do fim do Encilhamento até 1964

Do fim do *encilhamento* até 1964, não houve alterações paradigmáticas nas regras de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro. Os principais textos normativos de interesse do período entre o fim do *encilhamento* e o início da ditadura militar são: (a) o Decreto n.º 21.536, de 15 de junho de 1932, que disciplinava o modo de constituição do capital das sociedades anônimas, permitindo sua constituição por ações preferenciais de uma ou mais classes; (b) o Decreto n.º 22.626, de 07 de abril de 1933 (“Lei da Usura”), que limitava a cobrança de juros nominais, inclusive em debêntures e outros instrumentos de dívida do mercado de capitais; (c) o Decreto n.º 23.501, de 27 de novembro de 1933 (“Lei da Cláusula-Ouro”), que na interpretação da época vedava a adoção de índices de correção para o valor das obrigações contraídas, inclusive em títulos

⁶⁸ Eram conhecidos como “zangões” os agentes que atuavam como corretores de fundos públicos sem autorização legal específica para a atividade. LEVY, Maria Bárbara. op. cit. p. 47.50.

do mercado de capitais; (d) o Decreto-Lei n.º 1.344 de 13 de junho de 1939, que disciplinava as bolsas de valores e seus corretores; (e) o Decreto-Lei n.º 2.627 de 26 de setembro de 1940, que instituía novo regime das sociedades por ações; (f) o Decreto-Lei n.º 9.783 de 06 de setembro de 1946, que engessava ainda mais o mercado de capitais ao instituir exigência burocrática de que as sociedades por ações admitissem na bolsa de valores mais próxima de sua sede as ações e debêntures de sua emissão; (g) e a Lei n.º 2.146 de 29 de dezembro de 1953, que mandava aplicar aos agentes do mercado de capitais de todo o país as regras então vigentes para tais agentes na capital federal.

Esse contexto normativo, de 1891 até 1964, contribuiu para a estagnação do mercado de capitais brasileiro no período.

Some-se a esse contexto normativo a competição predatória contra o mercado de capitais representada (a) pelos títulos emitidos pelos governos federal e locais, inclusive títulos de dívida para financiamento da participação do Brasil na II Guerra Mundial; (b) pela atividade bancária do Banco do Brasil, que atuava também como executor da política monetária, e que financiava a maior parte da atividade produtiva do país; e (c) a partir de 1953, pelas promessas de venda de câmbio, que conferiam direito à compra de moeda estrangeira junto ao Banco do Brasil para pagamento de importações, promessas que passaram a ser negociadas em bolsas de valores, por comando da Instrução n.º 70 da Sumoc⁶⁹.

Some-se, ainda, a tal contexto normativo, a desorganização do sistema financeiro nos anos 60, em razão da escalada inflacionária, da proibição de cobrança de juros nominais acima de 12% a.a. e das dúvidas quanto às instituições brasileiras⁷⁰.

Somente após o golpe militar de 1964 novas regras seriam adotadas para o mercado de capitais e para proteção do investidor. Essas novas regras decorreram do esgotamento do modelo de sistema financeiro então existente, que não atendia à necessidade da estratégia de desenvolvimento nacional adotada inicialmente pela ditadura militar.

⁶⁹ Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), criada pelo Decreto-Lei n.º 7.293, de 02 de fevereiro de 1945, com o objetivo imediato de exercer o controle do mercado monetário e preparar a organização do Banco Central.

⁷⁰ Levy, Maria Bárbara. op. cit. p. 591.

3.1.3. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 1964 até 1976

À época do golpe de 1964, o Brasil convivia com redução dos percentuais anuais de crescimento do PIB (de 7% a.a., entre 1957 e 1961, para menos de 2% a.a. em 1963) e inflação galopante (índice anual de inflação de 20% anuais na década de 1950, para 80% anuais no ano de 1963, com forte tendência de alta). Dessa sorte, o principal objetivo econômico do governo instaurado com o golpe era retomada do crescimento da economia e estabilização da moeda.

Para alcançar esse objetivo, o governo do Presidente Marechal Humberto de Alencar Castelo Branco instituiu em novembro de 1964 o PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, que tinha dentre suas premissas orientadoras que uma “política de crédito às empresas deveria ser suficientemente controlada, para impedir os excessos da inflação de procura, mas suficientemente realista para adaptar-se à inflação de custo.”⁷¹

Essa premissa deu causa às reformas estruturais dos mercados financeiros e de capitais, que vieram a ser executadas com a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (Lei de Reforma Bancária) e com a Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei do Mercado de Capitais)⁷².

Curiosamente, essas leis de caráter liberal (baseadas na premissa de divulgação de informações aos agentes de mercado e de tomada de decisão racional por esses agentes) foram adotadas pelo governo militar que há pouco tomava o poder e implantava no país uma guinada conservadora (supressão das liberdades individuais, forte atuação empresarial do estado, intervencionismo econômico, moralismo e apelo à religião pelo Estado, etc.).⁷³

A Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (Lei de Reforma Bancária), trouxe como principais novidades⁷⁴: (a) a institucionalização dos componentes do sistema financeiro nacional (agentes normativos e supervisores e os agentes operativos públicos e privados); (b) a sistematização do controle e da supervisão dos mercados financeiro e de

⁷¹ LARA RESENDE, A. A política Brasileira de Estabilização: 1963/1968 in **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 12, n. 3, dez. 1982.

⁷² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. 2011. p. 61.

⁷³ *Nesse sentido parece paradoxal que o Estado tecnoburocrático, que se constituiu no Brasil em 1964, tenha recorrido, na legislação reformuladora do mercado de capitais, ao regime do disclosure, que ressuma, como paralelo de controle social, um liberalismo nostálgico.* LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.p. 28.

⁷⁴ BERNARDES, Luiz Antônio; SANTOS, Márcio Francisco dos. Os princípios que norteiam o sistema financeiro nacional in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.48. n.151/152. p.125-35. jan./dez. 2009.p. 133 e ss.

capitais, determinando a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil; (c) a disciplina das instituições financeiras públicas federais, como auxiliares da política creditícia e, no caso do BNDE, da política de investimentos do governo central; (d) a disciplina das instituições financeiras privadas, inclusive no que se refere às operações vedadas; e (e) as penalidades aos infratores da lei.

A Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei do Mercado de Capitais), trouxe como principais disposições: (a) a sistematização do controle e da supervisão do mercado de capitais, determinando a competência normativa do Conselho Monetário Nacional e supervisora do Banco Central do Brasil sobre os agentes de mercado; (b) a disciplina das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, inclusive o fim do monopólio pelas pessoas indicadas pelo Estado da atividade de corretagem em bolsas, que passa a ser livre a qualquer pessoa que atenda aos requisitos exigidos com base na lei; (c) o poder autorregulatório das bolsas de valores, confirmado na regulamentação dada pela Resolução CMN n.º 39, de 20 de outubro de 1966, a qual exigia das bolsas de valores, dentre outros, “preservar elevados padrões éticos de negociação e comportamento para seus Membros”; (d) o registro de ofertas públicas de valores mobiliários e de emissores de valores mobiliários nessas ofertas; (e) a possibilidade de correção monetária em títulos representativos de dívida emitidos para negociação no mercado de capitais; (f) a possibilidade de criação de bancos de investimento, similares àqueles existentes nos EUA, aos quais seria vedada a captação de depósitos à vista; (g) a disciplina das sociedades e fundos de investimento; e (h) regras tributárias para incentivo do mercado de capitais.

A Lei da Reforma Bancária e a Lei do Mercado de Capitais tiveram clara inspiração na legislação dos EUA, dada a tentativa de instituição de regras que favorecessem um sistema financeiro segmentado (por exemplo, a possibilidade de criação dos bancos de investimento, que não podiam captar depósitos à vista), em que houvesse competição entre os agentes econômicos (por exemplo, a possibilidade de qualquer pessoa habilitar-se para atuação como agente do mercado) e em que o mercado de capitais atuasse como importante fonte de recursos de longo prazo para a atividade produtiva (por exemplo, os incentivos fiscais aos investidores ou a possibilidade de correção monetária dos títulos de dívida)⁷⁵. Note-se também que a disciplina do mercado de capitais, assim como nos

⁷⁵ SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986**. 2006. Dissertação de mestrado. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/teses/2006/a_criacao_da_cvm_e_a_regulacao_do_mercado_de_capitais_no_brasil_1976_1986.pdf>. p. 89.

EUA, pautou-se pela divulgação de informações (*disclosure*) e pela autorregulação dos agentes de mercado.

Os incentivos fiscais foram também uma frente relevante de atuação do PAEG para o desenvolvimento do mercado de capitais. Tais incentivos podem ser divididos em dois tipos⁷⁶: (a) os incentivos fiscais dados às companhias abertas e a seus acionistas e (b) os incentivos fiscais dados à criação de um sistema de fundos mútuos alimentados por recursos oriundos de renúncia fiscal do Estado.

O primeiro dos incentivos, instituído pela Lei n.º 4.506, de 30 de novembro de 1964, reflete uma clara tentativa de aproximação do modelo de mercado de capitais dos EUA. O incentivo fiscal consistia na redução do imposto de renda devido pelas companhias que distribuíssem lucros aos acionistas e do imposto de renda devido por acionistas que destinassem recursos a subscrições de novas ações.

Em ambos os casos, os benefícios atingiam somente os valores mobiliários emitidos pelas “sociedades anônimas de capital aberto”. Inicialmente eram consideradas “sociedades anônimas de capital aberto” aquelas que tivessem ações cotadas em bolsas de valores, cujo mínimo de 30% do capital com direito a voto pertencesse a mais de 200 acionistas, sem que cada um desses acionistas possuísse mais de 3% do capital da sociedade, e desde que esses acionistas fossem pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização.

A lei tinha como claro objetivo seguir o modelo de mercado de capitais norte-americano ao favorecer a abertura de capital das empresas e a dispersão acionária nas companhias.

O segundo dos incentivos, instituído pelo Decreto-Lei n.º 157, de 10 de fevereiro de 1967, objetivou o impulso à abertura de capital de companhias brasileiras e também a alteração da estrutura de capital das companhias, com aumento da proporção do passivo não exigível em relação ao passivo exigível (relação dívida / capital social), e com aumento do capital circulante e redução de ativos imobiliários (que eram utilizados pelas empresas como defesa contra a inflação galopante à época).

O Decreto-Lei n.º 157, de 10 de fevereiro de 1967, permitia que os contribuintes do imposto de renda deduzissem parte do imposto de renda devido e enviassem os respectivos recursos a instituições financeiras habilitadas, que aplicariam tais recursos em companhias

⁷⁶ TRUBEK, David M. op. cit. p. 120-121.

que atendessem aos requisitos legais voltados ao lançamento de novas ofertas de ações ou de debêntures conversíveis e ao reperfilamento da estrutura de capital dessas companhias.

O envio dos recursos às instituições financeiras habilitadas era feito por meio ou de depósitos, no caso dos bancos de investimento, ou de aquisição de CCA – Certificados de Compra de Ações, no caso dos bancos de investimento e demais instituições financeiras habilitadas. Tanto os depósitos quanto os CCAs tinham prazo mínimo de 02 anos e eram resgatáveis somente com a entrega de fração proporcional dos papéis adquiridos pelas instituições financeiras a partir da totalidade dos recursos recebidos.

Esse segundo incentivo fiscal é a origem dos “Fundos 157” que eram os fundos constituídos pelas instituições financeiras que recebiam os depósitos e CCAs nos termos do Decreto-Lei n.º 157. Critica-se esse incentivo em especial porque não havia obrigatoriedade de pagamento de rendimento pelos fundos, nem obrigatoriedade de prestação de informações adequadas pelas instituições financeiras administradoras dos fundos, e também porque, como o investimento nesses fundos não representava qualquer esforço de poupança pelo investidor/contribuinte, não necessariamente todos os investidores nesses fundos tinham real interesse em acompanhar o mercado acionário e nele investir⁷⁷.

Os incentivos fiscais, somados às reformas do ambiente normativo do sistema financeiro nacional, a ao Milagre Econômico Brasileiro, levaram a um novo surto de crescimento do mercado de capitais brasileiro, durante os anos de 1966 a 1970. Esse surto de crescimento, sustentado com incentivos fiscais e otimismo na economia, levou ao mercado acionário muitas empresas e também investidores desinformados sobre o funcionamento do mercado e despreparados para atuação como companhia de capital aberto ou investidor nessas companhias. Basicamente o que levava as companhias e os investidores ao mercado acionário eram os incentivos fiscais dados pelo governo, e não os fundamentos econômicos não fiscais atrelados à captação de recursos e ao investimento.

Notas sobre esse fato são dadas pelos principais atores do mercado à época⁷⁸. Por exemplo, o ex-presidente da CVM, Roberto Teixeira da Costa, descreve o momento de euforia com base na seguinte metáfora: “É como se, por exemplo, tivéssemos erguido o Maracanã para uma partida de futebol, mas sem um mecanismo para controlar o fluxo de pessoas, nem um treinamento de um corpo com poder de polícia capaz de regular quantas

⁷⁷ SARNO, Paula Marina. op. cit. p. 87-98.

⁷⁸ BARCELLOS, Marta. op. cit. p.33-54.

pessoas poderiam entrar, em que setores poderiam sentar e que tipos de atitude poderiam tomar. Foi isso o que aconteceu.”⁷⁹

O ápice desse crescimento foi o primeiro semestre de 1971, conhecido como o “boom de 1971”. Houve uma evolução desenfreada dos preços das ações negociadas em bolsa e muito dos investidores mais experientes aproveitaram a ocasião para realizar o lucro dos investimentos feitos até então. O movimento de venda de ações contagiou a tendência de elevação dos preços, levando a uma brusca reversão dessa tendência para queda livre, quebra generalizada de corretoras e prejuízos aos investidores no mercado⁸⁰.

Esse episódio levou à estagnação do mercado de capitais brasileiro pelo menos até 1973, ano em que se iniciou uma retomada do mercado. A crise de 1971 desqualificou o mercado acionário como instrumento de poupança, crédito e investimento, o que reclamava uma revisão da estrutura legal então vigente.

Em 1974, foi sancionada a Lei 6.024, de 13 de março de 1974, que tratava da intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras, inclusive de instituições financeiras que integram o sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais, assim como das sociedades ou empresas corretoras do câmbio.

Essa lei foi importante para consolidar em texto legislativo único as disposições sobre intervenção e liquidação extrajudicial aplicáveis a todas as instituições financeiras. A lei foi importante também para tentar fortalecer o mercado de capitais ao incluir as instituições do sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários expressamente no escopo de suas previsões e ao conferir às bolsas de valores (a) a faculdade de instar o Banco Central do Brasil a decretar esses regimes especiais com relação a corretoras associadas à respectiva bolsa de valores, (b) a possibilidade de receber do Banco Central do Brasil delegação para conduzir o processamento desses regimes especiais quanto às respectivas corretoras associadas e (c) a possibilidade de o Banco Central do Brasil estender crédito às bolsas de valores para regularizar interesses legítimos dos investidores.

Ainda em 1974, conforme a Exposição de Motivos n.º 14, de 25 de julho de 1974, do Conselho de Desenvolvimento Econômico, ficou resolvida a necessidade de elaboração de uma lei específica sobre as sociedades anônimas, separadamente da reforma do Código Civil, que até o momento compreendia também o tema das sociedades anônimas. À época

⁷⁹ COSTA, Roberto Teixeira. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo. 2006. p. 49.

⁸⁰ BARCELLOS, Marta. op. cit. p.55-74.

resolveu-se também pela necessidade de uma segunda lei que instituísse uma autarquia especializada no mercado de capitais, que viria a ser a Comissão de Valores Mobiliários.

Havia uma percepção após a crise de 1971 da necessidade de aprimoramento da regulação do mercado de capitais, notadamente no que se refere a instrumentos de proteção do investidor, maior divulgação de informações, e a melhoria institucional pela criação de uma entidade pública voltada para o mercado de capitais⁸¹. Por exemplo, o item 5 da Exposição de Motivos n.º 197, de 24 de junho de 1976, que antecedeu a Lei 6.385/76, concluía que o “Banco Central do Brasil, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos, não deve ter suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários”.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira foram incumbidos de redigir os anteprojotos das duas leis, os quais foram amplamente debatidos pelo mercado à época e, após o trâmite pelo Congresso Nacional, deram origem à Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976 e à Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976⁸².

3.1.4. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 1976 até 2001

As duas leis foram idealizadas pelo governo militar para ser a estrutura jurídica adequada para o surgimento de grandes empresas privadas capitaneadas por controladores nacionais ou pelo Estado brasileiro, o que era um objetivo claro no plano econômico do governo vigente no período de 1975-1979 (II PND)⁸³.

A Lei 6.385/76 trazia como principais normas relativas ao mercado de capitais a disciplina dos seguintes temas: (a) conceito de valor mobiliário e delimitação legal do mercado de capitais; (b) dever dos emissores de registrar ofertas públicas de valores mobiliários e de comunicar informações relevantes a potenciais investidores por meio de um prospecto; (c) dever dos emissores de valores mobiliários negociados em mercados secundários de se registrar junto à CVM e comunicar a ela e ao mercado informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (d) negócios realizados nos mercados primário e

⁸¹ SARNO, Paula Marina. A criação da CVM e a regulação sobre as companhias abertas: 1976-1986 *in* **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.219-36. out./dez. p. 220-221.

⁸² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.; pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar. 1992. p. 140-144.

⁸³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Mercado de Capitais no Brasil. *in* LIMA, Maria Lúcia L.M. Pádua (coord.). **Direito e Economia. 30 anos de Brasil. Agenda Contemporânea**. Tomo 2. São Paulo: Saraiva. 2012. p. 208.

secundário de valores mobiliários (mercados regulamentados de valores mobiliários, nas modalidades de bolsa e balcão organizado e não organizado); (e) atuação nesses mercados dos prestadores de serviços registrados junto à CVM (por exemplo, os intermediários na qualidade de distribuidores de valores mobiliários); (f) dever dos fundos de investimento de obter registro junto à agência reguladora e de comunicar a ela e ao mercado informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (g) dever dos auditores contábeis independentes e dos analistas de valores mobiliários de obter registro junto à CVM e de prestar a ela informações sobre sua atividade; (h) criação da CVM e dos poderes da entidade sobre o mercado de valores mobiliários; e (i) ilícitos administrativos e criminais nos mercados de valores mobiliários

A Lei n.º 6.404/76 trazia como principais normas relativas ao mercado de capitais a disciplina dos seguintes temas: (a) conceito de companhia aberta; (b) registro de companhia aberta e de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão dessas companhias; (c) serviços de infraestrutura do mercado de capitais relativos a custódia, depósito centralizado e escrituração de valores mobiliários; (d) governança corporativa nas companhias abertas, inclusive quanto a direitos políticos, distribuição mínima de dividendos, *tag-along*, reorganizações societárias, deveres fiduciários da administração e vedação ao *insider trading*; (e) elaboração de demonstrações financeiras das companhias abertas; (f) sociedades de economia mista abertas; e (g) grupos de sociedades, consórcios e do mercado de controle acionário de companhias abertas.

Vale ressaltar também que essas leis representaram um passo contraditório no caminho da similaridade entre a disciplina do mercado de capitais brasileiro e a disciplina do mercado de capitais nos EUA.

Por um lado, as novas leis aprofundaram a similaridade com as normas norte-americanas, em relação às leis de 1964/1965, a partir da aplicação dos seguintes princípios ao regime de intervenção estatal no mercado de capitais: (a) divulgação de informações aos agentes de mercado (para que os mesmos exerçam a alocação dos recursos disponíveis); (b) autorregulação (para que as entidades de mercados organizados disciplinem os negócios em seus mercados); (c) qualificação para o exercício de atividades profissionais no mercado de capitais (para que se garanta a oferta de serviços adequados aos investidores); (d) conduta dos intermediários (para que se garanta o bom funcionamento do mercado secundário); e (e) entidade reguladora específica para o mercado de capitais.

Os cinco princípios mencionados acima constam expressamente do Voto CMN n.º 426/78, aprovado em 21 de dezembro de 1978, exceto quanto ao princípio (e) acima que é

uma decorrência imediata da própria Lei 6.385/76. Esse documento normativo tinha por objetivo determinar “os elementos dos quais serão geradas as políticas da CVM e, com base nelas, os atos normativos específicos”.

Além de tais princípios, esse voto confirma a tendência liberal das normas de mercado de capitais ao postular os seguintes fundamentos nos quais a CVM deveria se basear na regulação do mercado de valores mobiliários: (a) interesse público; (b) confiabilidade (ausência de discriminação regulatória e atuação idônea dos participantes do mercado); (c) mercado eficiente; (d) competitividade; (e) mercado livre e (f) proteção ao investidor (com destaque especial ao investidor individual)⁸⁴.

Por outro lado, essas leis afastaram-se da busca pelo modelo de mercado de capitais norte-americano ao não emularem o modelo de *corporations* dos EUA, marcado pela pulverização acionária e pelo exercício do poder de controle gerencial pelos membros do conselho de administração e executivos. As duas novas leis favoreceram a manutenção de uma estrutura corporativa marcada pela presença do acionista controlador, que dirige as atividades empresariais, e dos acionistas minoritários, que injetam capital na companhia e esperam por retorno na forma do pagamento de proventos e juros e na forma de ganhos de capital.

Note-se, por exemplo, como inovações da Lei 6.404/76, a instituição do dividendo mínimo obrigatório, a ampliação do limite de participação das ações preferenciais, a introdução da figura do acionista controlador, o incremento das situações que dão direito de retirada ao acionista, a instituição da oferta pública de aquisição no caso de alienação de controle, a previsão do voto múltiplo, a criação do agente fiduciário dos debenturistas, etc.⁸⁵

O período de 1976 a 2001 foi marcado também por avanços na legislação processual relevante para o mercado de capitais.

A Lei n.º 6.616, de 16 de dezembro de 1978, alterou a Lei 6.385/76 para estabelecer a possibilidade de a CVM atuar como *amicus curiae* nos processos judiciais de sua competência e para estabelecer a qualidade de título executivo das multas aplicadas pela autarquia.

⁸⁴ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.69-84. out./dez. 2006.p. 82.

⁸⁵ SARNO, Paula Marina. op. cit. 2006. p. 124-139.

Ao final de 1989, foi promulgada a Lei n.º 7.913, de 07 de dezembro de 1989, que tratava da ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de capitais brasileiro. À época, por força da Lei n.º 7.347, de 24 de julho de 1985, havia um rol exaustivo de matérias que poderiam ser objeto de ações civis públicas, matérias dentre as quais não se incluíam danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado.

Desse modo, a Lei n.º 7.913/89 serviu para possibilitar que a coletividade de investidores lesados também pudesse ter seus direitos patrocinados coletivamente perante o Poder Judiciário e que o Ministério Público fosse incumbido do poder-dever, seja de ofício ou por solicitação da CVM, de patrocinar os interesses da coletividade de investidores perante o Poder Judiciário.

Ressaltavam os argumentos da Exposição Ministerial n.º 359, de 31 de outubro de 1988, que “(...) apesar de os prejuízos do investidor, isoladamente considerado, serem de pequeno vulto, não justificando os custos de uma demanda judicial, quando somados, atingem quantias expressivas, superiores mesmo ao proveito auferido pelos infratores, desde que considerada, como nexos causal, a própria ação ou omissão e não a relação jurídica contratual resultante do pacto firmado entre compradores e vendedores. Assim sendo, a defesa dos interesses pertinentes a toda uma classe de investidores constitui, por sua especial relevância, no que tange à normalização do mercado de valores mobiliários, dever do Estado proteger os interesses difusos do elevado número de pequenos investidores que nele aplicam suas poupanças”.

Vale notar que no mesmo ano de promulgação da Lei n.º 7.913/89 ocorreu o escândalo do “caso Naji Nahas” que implicou a derrocada da histórica Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, de muitas das corretoras que em seus mercados operavam, e da confiança dos investidores que vinha sendo paulatinamente recuperada desde o “boom de 1971”.

Nos anos 90, o programa de privatizações de empresas públicas⁸⁶ ganha força e implica um desfecho importante para as normas de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro. Esse programa foi instituído pela Lei n.º 8.031, de 12 de abril de 1990, a qual deu base legal para ampla privatização de estatais nos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica (por exemplo, a privatização da Usiminas em 1991).

⁸⁶ O sítio eletrônico do BNDES abriga dados e um sucinto resumo do programa de privatizações nos anos 1990. Consultar: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/historico.html.

O programa de privatizações foi ampliado pela Lei n.º 9.491, de 09 de setembro de 1997, o qual deu base legal para estender o programa de privatizações às instituições financeiras e às concessionárias de serviços públicos (por exemplo, a privatização da CVRD em 1997).

O programa de privatizações pode ser diretamente associado à Lei n.º 9.457, de 05 de maio de 1997, que promoveu relevante reforma nas normas de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro. Um dos claros propósitos da lei foi permitir ao Estado brasileiro apropriar-se do prêmio de controle para si no processo de privatização das empresas públicas cujas ações já eram negociadas em bolsas de valores. Note-se, por exemplo, a eliminação do direito dos minoritários de serem incluídos na operação de venda do controle da companhia (*tag-along*).

A Lei n.º 9.457/97 trouxe alterações às Leis 6.385/76 e 6.404/76, sendo as principais delas descritas abaixo.

As principais alterações à Lei 6.385/76, de interesse para o mercado de capitais, foram: (a) inclusão da proibição temporária de atividade ou operações como penalidade passível de aplicação pela CVM; (b) alteração nos limites da penalidade de multa aplicável pela CVM; (c) previsão de que os recursos às decisões da CVM relativas a penalidades administrativas cabem ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; (d) previsão de suspensão do processo administrativo em caso de assinatura de termo de compromisso com a CVM; (e) inclusão das entidades administradoras de mercado de balcão organizado dentre os agentes do sistema de distribuição de valores mobiliários; e (f) previsão da disciplina aplicável ao mercado de balcão, organizado ou não.

As principais alterações à Lei 6.404/76, de interesse para o mercado de capitais, foram: (a) previsão de direitos a maiores dividendos pelos acionistas preferencialistas; (b) possibilidade de valor de reembolso de ações inferior ao valor do patrimônio líquido por ação, desde que o valor do reembolso seja estipulado com base no valor econômico da companhia; (c) substituição da quantidade de acionistas necessários para convocação de uma assembleia de acionistas, de 5% do capital votante para 5% do capital, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem os acionistas, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas; (d) previsão de direito de detentores de 0,5% do capital social de exigir relação de endereços dos demais acionistas da companhia, com a finalidade de lhes enviar pedido público de procuração; (e) previsão de que companhias cujas ações não são negociadas publicamente podem aumentar o quórum qualificado de metade das ações com

direito a voto para os temas do artigo 136 da Lei 6.404/76 (antes da alteração legislativa, essa possibilidade era dada somente a companhias fechadas); (f) previsão de quórum qualificado para criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais espécies e classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto (originalmente não havia necessidade de quórum qualificado na hipótese de não manutenção da proporção entre diferentes espécies de ações); (g) exclusão expressa da cisão da companhia como hipótese geradora do direito de retirada do acionista dissidente e criação de regras mais rigorosas para formação do direito de retirada; (h) previsão de que benefícios de qualquer natureza e verbas de representação concedidas aos administradores das companhias devem estar contidas no montante de remuneração definido pela assembleia geral; (i) previsão de que qualquer membro do conselho fiscal pode solicitar esclarecimentos aos auditores independentes da companhia e previsão de consulta a perito pelo conselho fiscal; (j) previsão de que os critérios para determinação de preço de emissão em aumento de capital podem ser alternativos ou cumulativos, e previsão de que a proposta de aumento deve detalhar o(s) critério(s) adotado(s); (k) previsão de que a companhia resultante de incorporação, fusão ou cisão de companhia aberta deve também ser aberta e obter o registro perante a CVM e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, sob pena de direito de recesso dos acionistas; (l) previsão de que falta de proporcionalidade na integralização de ações com parcela de patrimônio cindido depende da aprovação de todos os acionistas da companhia cindida; (m) eliminação do direito ao tratamento igualitário dos acionistas minoritários mediante oferta pública de aquisição de suas ações, e eliminação da necessidade de prévia aprovação da CVM, em caso de alienação de controle de companhia aberta; (n) alteração do critério de opção em caso do exercício de direito de retirada pelos acionistas de companhia aberta controlada incorporada pela companhia controladora, da cotação média das ações em bolsa para o critério de patrimônio líquido a preços de mercado; (o) previsão de que a CVM pode determinar que as publicações legais das companhias abertas ocorram também por “meio de outro meio que assegure sua ampla divulgação e imediato acesso às informações”.

Vale ressaltar também que a Lei n.º 9.457/97 (a) revogou a Lei n.º 7.958, de 20 de dezembro de 1989 (também conhecida como “Lei Lobão”⁸⁷), que objetivou suprimir o direito de retirada em casos de fusão, cisão e incorporação da companhia em outra, e em caso de participação em grupos de sociedade; e (b) concretizou adaptações de redação da Lei 6.404/76 decorrentes da Lei n.º 8.021, de 12 de abril de 1990, que extinguiu as formas endossáveis e ao portador das ações.

3.1.5. Direito da proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro de 2001 até a atualidade

Os primeiros anos do século XXI no Brasil foram marcados por reformas nas instituições econômicas nacionais, inclusive nas instituições do mercado de capitais. Houve uma grande reforma em 2001, com a Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, e reformas seguintes menores, que aprimoraram significativamente o arcabouço normativo de proteção dos investidores no mercado de capitais nacional.

A Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, realizou profunda alteração das Leis 6.385/76 e 6.404/76, refletindo a agenda de melhorias institucionais em progresso no período.

As principais alterações à Lei 6.385/76, de interesse para o mercado de capitais, foram: (a) inclusão da disciplina dos derivativos e das bolsas de mercadorias e futuros no escopo da Lei; (b) inclusão das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, das cotas de clubes de investimento, dos derivativos e de quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo quando ofertados publicamente, no conceito de valores mobiliários; (c) extensão dos poderes da CVM para expedir normas sobre valores mobiliários (enumerados nos incisos do §3º incluído no artigo 2º da Lei); (d) inclusão explícita da proteção dos investidores contra o *insider trading* no escopo de atuação da CVM e do CMN; (e) previsão e disciplina da possibilidade de a CVM firmar convênios com órgãos internacionais para “assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior”; (f) alteração das consequências do descumprimento do termo de compromisso firmado com a CVM, estabelecendo ser o termo um título executivo

⁸⁷ FRONTINI, Paulo Salvador. Sociedade anônima - direito de retirada - recesso de dissidente - Lei Lobão: um precedente judicial in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.31. n.86. p.71-7. 1992.

extrajudicial; (g) inclusão, dentre os agentes do sistema de distribuição de valores mobiliários, das corretoras de mercadorias e bolsas de mercadorias e futuros; e (h) previsão de crimes contra o mercado de capitais em caso de operações fraudulentas, *insider trading* e exercício profissional sem a devida autorização legal.

As principais alterações à Lei 6.404/76, de interesse para o mercado de capitais, foram: (a) possibilidade de distribuição pública de valores mobiliários emitidos por companhias não registradas na CVM; (b) possibilidade de classificação de companhias abertas pela CVM em categorias, conforme os valores mobiliários emitidos por tais companhias, e tratamento específico a cada categoria; (c) previsão de realização de ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs) em casos de cancelamento de registro de companhia aberta e de elevação de participação de controladores em ações de determinada espécie e classe emitidas por companhia aberta que impeça a liquidez desses papéis; (d) redução do limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição a esse direito de 2/3 para 1/2 do total de ações emitidas; (e) previsão de preferências ou vantagens mínimas a ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito, desde que negociadas em mercados de valores mobiliários, consistentes em direito a dividendo mínimo obrigatório, ou a dividendo superior ao pago às ações ordinárias, ou direito a serem incluídas na OPAs por tag-along; (f) previsão das *golden shares*⁸⁸; (g) presunção de propriedade de valores mobiliários emitidos por companhia aberta pelo extrato emitido por instituições prestadoras do serviço de custódia fungível de ações; (h) disciplina detalhada da atividade de custódia fungível de ações e extensão dessa disciplina aos demais valores mobiliários; (i) vedação da criação de partes beneficiárias; (j) previsão de remuneração de debêntures por taxas não vedadas em lei, além daquelas aplicáveis a títulos públicos e à variação cambial; (k) possibilidade de o conselho de administração de companhias abertas deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real; (l) possibilidade de emissão de debêntures escriturais; (m) possibilidade de cláusula compromissória arbitral no estatutos sociais das companhias para solução de conflitos entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários; (n) previsão do dever do acionista controlador, ou do acionista ou grupo de acionistas que elegeu um membro do conselho de administração ou do conselho fiscal de companhia aberta, de informar imediatamente ao mercado e à CVM as

⁸⁸ Para um excelente estudo sobre o tema das *golden shares*, consultar: PELA, Juliana Krueger. Origem e Desenvolvimento das Golden Shares in **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**. v. 103. p. 187-238. Jan/dez. 2008.

modificações em sua posição acionária na companhia; (o) reforço do instituto do acordo de acionistas, que expressamente passa a abranger o exercício de controle e passa a contar com mecanismos de cumprimento forçado do acordo; (p) aumento do prazo de antecedência mínima para convocação de assembleia geral de acionistas da companhia aberta; (q) previsão de poderes para a CVM aumentar o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; (r) previsão de poderes para a CVM interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia; (s) previsão de quórum qualificado para criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; (t) previsão de que os poderes da CVM para redução do quórum qualificado previsto no artigo 136 da Lei 6.404/76 também sejam aplicáveis à assembleia especial de acionistas preferencialistas mencionada no artigo; (u) reinclusão da hipótese de cisão como geradora do direito de retirada do acionista (removida pela Lei 9.457/97), observados alguns requisitos introduzidos pela lei; (v) alteração de regras relativas à composição e ao funcionamento do conselho de administração e das regras relativas à eleição em separado de membros do conselho de administração de companhias abertas; (x) vedação ao *insider trading* expressa; (y) obrigação de os administradores e membros do conselho fiscal de companhias abertas revelar à CVM e às entidades administradoras de mercados organizados a modificação de sua posição acionária nas respectivas companhias; (z) previsão expressa de que qualquer membro do conselho fiscal pode fiscalizar atos da administração e denunciar irregularidades aos órgãos da companhia; (aa) possibilidade de o estatuto social de companhias abertas de capital autorizado prever redução do prazo de decadência para o exercício de direito de preferência, desde que o aumento de capital ocorra com oferta pública das ações, nos termos do artigo 172; (ab) alteração na disciplina do dividendo mínimo obrigatório, para excluir as somas de lucros não realizados do montante do lucro líquido ajustado, que é usado como base de cálculo do dividendo obrigatório, e para garantir aos acionistas de companhias abertas controladoras de companhias fechadas a distribuição dos dividendos mínimo dessas últimas às primeiras; (ac) reintrodução do direito dos acionistas minoritários à oferta pública de aquisição de suas ações em caso de alienação de controle de companhia aberta, pelo preço não inferior a

80% do preço pago ao alienante do controle, restrito tal direito às ações com direito a voto; (ad) introdução, no caso de incorporação de companhia controlada pela controladora, da possibilidade de a CVM estabelecer outros critérios para avaliação dos patrimônios das companhias abertas envolvidas; e (ae) extensão do regime aplicável à incorporação de controlada por controladora a outros casos de reestruturação societária entre empresas relacionadas.

Em adição a essas duas principais reformas, levadas a efeito pela Lei 9.457/97 e pela Lei 10.303/01, vale mencionar algumas alterações legislativas menores, mais de importância, que se somaram às Leis 6.385/76 e 6.404/76⁸⁹:

(a) Lei n.º 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, que expandiu expressamente (a.1.) a competência da CVM para regular os títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente; (a.2.) os poderes da CVM para expedir normas para execução das finalidades da autarquia (poderes enumerados no §3º do artigo 1º da Lei); e (a.3.) o rol de agentes do sistema de distribuição de valores mobiliários pela inclusão das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários;

(b) Lei n.º 10.214, de 27 de março de 2001, que instituiu as normas do SPB – Sistema de Pagamentos Brasileiro, inclusive normas que conferem proteção aos investidores quanto ao risco sistêmico e ao risco de contraparte em negócios realizados nas câmaras de compensação e liquidação de obrigações;

(c) Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, que conferiu autonomia relativa à CVM, estabeleceu o mandato fixo e a impossibilidade de demissão *ad nutum* dos Diretores da autarquia, e conferiu maior competência normativa à CVM (ver artigo 18 da Lei 6.385/76), transferindo para a autarquia competências anteriormente dadas ao CMN;

(d) Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que (d.1.) permitiu à CVM adotar no todo ou em parte os pronunciamentos de entidades de estudos de contabilidade e auditoria, os quais passam a ser adotados na regulação da autarquia; (d.2.) modificou as peças constituintes das demonstrações financeiras de companhias abertas; (d.3.) determinou a aderência das normas da CVM aos padrões contábeis internacionais; e (d.4.) determinou outras alterações às normas aplicáveis à preparação de demonstrações financeiras das companhias e de laudos em reestruturações societárias dessas companhias;

⁸⁹ Houve ainda outras alterações às Leis 6.385/76 e 6.404/76 que não foram mencionadas nesse trabalho porque versam ou sobre temas pouco significativos para essa obra ou sobre temas conjunturais já ultrapassados.

(e) Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009, que alterou (e.1.) o conceito de sociedades coligadas; (e.2.) normas relativas à preparação de demonstrações financeiras das companhias; e (e.3.) regras relativas ao consórcio de sociedades;

(f) Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, que (f.1.) promoveu alteração de diversas normas relativas à emissão de debêntures (inclusive incentivos fiscais para debêntures atreladas a projetos de investimento e infraestrutura); e (f.2.) incluiu a possibilidade de participação e votação à distância em assembleias de companhias abertas;

(g) Lei n.º 12.543, de 08 de dezembro de 2011, que determinou (g.1.) como condição de validade, o registro de contratos derivativos em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários e (g.2.) a competência do CMN para regular condições específicas para a negociação de contratos derivativos; e

(h) Lei n.º 12.810, de 15 de maio de 2013, que inovou a disciplina das atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários.

3.2. Exposição da atual estrutura funcional das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil

O modelo brasileiro atual de regulação do mercado de capitais, e, logo, de proteção do investidor nesse mercado, segue uma estrutura funcional. Ou seja, a determinação das normas aplicáveis e da entidade regulatória competente em relação a um agente de mercado baseia-se nas funções e atividades exercidas pelo agente de mercado, e não necessariamente na caracterização institucional desse agente.

Por exemplo, desde sua criação, a CVM emanou normas aplicáveis às instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, e supervisionou tais entidades quanto ao cumprimento dessas normas, em relação aos assuntos pertinentes ao mercado de valores mobiliários.

A estrutura funcional do modelo de proteção do investidor no mercado de capitais adotado no Brasil pode ser dividida nas quatro seções tratadas na sequência.

A primeira seção refere-se às normas que reestruturaram o mercado financeiro brasileiro à época da Reforma Bancária, em 1964, com ênfase no mercado bancário ou de intermediação financeira. Essas normas constam da Lei Federal n.º 4.595/64 e de sua respectiva regulamentação pelo Poder Executivo.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) determinam a criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, que passam a ser respectivamente órgão normativo e supervisor bancário do Sistema Financeiro Nacional; (b) definem as competências normativas e materiais para coordenação da política econômica, notadamente para criação de instrumentos de políticas monetária (depósito compulsório, criação de moeda escritural, determinação das taxas de juros, etc.), creditícia (direcionamento de crédito, incentivo a atividades agropecuárias, etc.), e cambial (controles de capitais, requisitos para operações de câmbio, etc.); (c) definem a tipologia dos agentes operativos do Sistema Financeiro Nacional (instituições financeiras públicas e privadas, BNDES e Banco do Brasil) e determinam normas a eles aplicáveis (operações vedadas, autorização para instituições estrangeiras, etc.).

A segunda seção refere-se às normas que reestruturaram o mercado de capitais brasileiro à época da Reforma Bancária. Embora muitas dessas normas, constantes da Lei Federal n.º 4.728/65, tenham sido tacitamente revogadas pela legislação posterior, notadamente pela Lei Federal n.º 6.385/76, que criou a CVM, as normas do mercado de capitais instituídas com a Reforma Bancária ainda vigem parcialmente e definem parte da estrutura funcional do mercado de capitais brasileiro.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) instituem as finalidades regulatórias perseguidas com a regulação do mercado de capitais e os poderes atribuídos aos entes supervisores para levar a efeito tais finalidades; (b) determinam os participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e os requisitos e normas de conduta a serem observadas por tais participantes, dentre os quais se incluem as bolsas de valores, corretoras e demais instituições financeiras envolvidas na intermediação de valores mobiliários; (c) determinam os requisitos de acesso à poupança pública, como, por exemplo, a obrigatoriedade de registro de ofertas públicas e de valores mobiliários destinados à negociação pública; (d) autorizam a criação dos bancos de investimento e disciplinam a atuação dessas entidades; (e) disciplinam instrumentos especiais de captação de recursos por companhias como as ações endossáveis e as debentures conversíveis em ações; (f) disciplinam o funcionamento das sociedades e fundos de investimento e das sociedades imobiliárias e (g) disciplinam a constituição de garantia de alienação fiduciária de coisa fungível e cessão fiduciária de direitos creditórios no âmbito do mercado de capitais.

A terceira seção refere-se às normas incidentes sobre o mercado de capitais ou de valores mobiliários, ou seja, mercados de desintermediação financeira em que a alocação

do capital é decidida diretamente pelos agentes superavitários. Essas normas constam da Lei Federal n.º 6.385/76 e de sua respectiva regulamentação pelo Poder Executivo.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) definem o conceito de valor mobiliário e a delimitação legal do mercado de capitais; (b) requerem que emissores registrem ofertas públicas de valores mobiliários junto à agência reguladora e comuniquem informações relevantes a potenciais investidores por meio de um prospecto; (c) requerem que emissores de valores mobiliários negociados em mercados secundários registrem-se junto à agência reguladora e comuniquem a ela informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (d) disciplinam os negócios realizados nos mercados primário e secundário de valores mobiliários (mercados regulamentados de valores mobiliários, nas modalidades de bolsa e balcão organizado e não organizado); (e) disciplinam a atuação nesses mercados dos prestadores de serviços registrados junto à agência reguladora (por exemplo, os intermediários na qualidade de distribuidores de valores mobiliários); (f) requerem que os fundos de investimento obtenham registro junto à agência reguladora e comuniquem a ela informações periódicas e fatos relevantes pontuais; (g) requerem que os auditores contábeis independentes e os analistas de valores mobiliários obtenham registro junto à agência reguladora e prestem a ela informações sobre sua atividade; (h) disciplinam a criação da entidade regulatória especializada em mercado de capitais e os poderes dessa entidade sobre o mercado de valores mobiliários; e (i) disciplinam ilícitos administrativos e criminais nos mercados de valores mobiliários.

A quarta seção refere-se às normas incidentes sobre as companhias abertas, que são os tradicionais emissores de valores mobiliários no mercado brasileiro, e que são também responsáveis pelo maior volume financeiro negociado no mercado de capitais brasileiro. Essas normas constam principalmente da Lei Federal n.º 6.404/76 e de sua respectiva regulamentação pelo Poder Executivo. Curiosamente, no Brasil, um mesmo diploma legislativo disciplina conjuntamente companhias abertas e fechadas.

Como exemplo, tomem-se normas que: (a) disciplinam o conceito de companhia aberta; (b) disciplinam o registro de companhia aberta e de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão dessas companhias; (c) disciplinam os serviços de infraestrutura do mercado de capitais relativos a custódia, depósito centralizado e escrituração de valores mobiliários; (d) disciplinam as regras de governança corporativa nas companhias abertas, inclusive quanto a direitos políticos, distribuição mínima de dividendos, *tag-along*, reorganizações societárias; (e) disciplinam a elaboração de demonstrações financeiras das companhias abertas; (f) disciplinam as sociedades de economia mista que sejam

companhias abertas; e (g) disciplinam os grupos de sociedades, consórcios e o mercado de controle acionário de companhias abertas.

3.3. Exposição da atual sistemática de aplicação forçada das normas de proteção do investidor no mercado de capitais do Brasil

O modelo brasileiro de proteção do investidor, concebido na Reforma Bancária de 1964 e nas reformas de 1976 que levaram à criação da CVM, teve como premissa básica a atuação do órgão regulador contra os ilícitos no mercado de capitais. Não há nesse modelo regras de direito material ou processual que facilitem aos próprios investidores lesados a busca pela via judicial ou administrativa da indenização devida por danos sofridos com ilícitos no mercado de capitais⁹⁰.

Diferentemente do modelo dos EUA, que não conferiu originariamente poderes sancionatórios amplos ao órgão regulador, mas que conferiu aos investidores normas de direito material e processual facilitadoras da aplicação forçada das normas do mercado de capitais pela via judicial; o modelo do Brasil baseou-se na aplicação forçada das regras de mercado de capitais pela via administrativa pelo órgão regulador, para o qual foram previstas amplas competências sancionatórias administrativas para fazer valer as regras do mercado de capitais local.

O modelo brasileiro tem como cerne (a) a prestação de informações aos investidores sobre os valores mobiliários e respectivos emissores para que os investidores

⁹⁰ Lá, na experiência americana, surgindo controvérsia entre partes privadas acerca de matéria de competência da SEC, surge também, muito rapidamente o famoso “see you in court”. Aqui, em nosso país, adotamos o método “vou reclamar à CVM”, o que leva a opinião pública ao entendimento equivocado de que as questões se encerram com a decisão do Colegiado, e não com a manifestação definitiva do Poder Judiciário. ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.38-49. out./dez. 2006. p. 44.

façam o julgamento alocativo de seus recursos; e (b) em caso de vícios na prestação regular dessas informações, a atuação sancionatória do órgão regulador para determinar o cumprimento das regras e a aplicação de penalidades para o desincentivo de condutas ilícitas⁹¹.

Note-se que, diferentemente dos EUA, em que o mecanismo de aplicação forçada das regras do mercado de capitais leva à indenização patrimonial dos investidores, no Brasil, o mecanismo de aplicação forçada das regras de mercado de capitais leva não à indenização dos investidores, e sim à penalização administrativa para desincentivo dos infratores e a reversão do produto de eventuais penalidades pecuniárias para o tesouro público.

Certamente o modelo brasileiro de proteção do investidor não veda aos investidores lesados a busca de indenização pela via judicial, mas esse modelo também não facilita a busca por tal indenização. Dessa sorte, exceto quanto a litígios de elevadíssimos valores, os investidores lesados não têm muitos incentivos para fazer valer seus direitos judicialmente, dadas a morosidade da justiça nacional, a falta de familiaridade das cortes nacionais com a matéria e a dificuldade de instrução dos elementos necessários à caracterização da responsabilidade civil (por exemplo, prova de dolo ou culpa do infrator, ou do nexo causal)⁹².

A narrativa acima se confirma no trabalho em que Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer⁹³ avaliam dados sobre 49 países para compará-los quanto ao papel dos agentes privados e autoridades públicas no cumprimento das normas de mercado de capitais (especificamente normas relativas a ofertas primárias de ações na principal bolsa de cada país).

O Brasil obteve respectivamente notas “0.29” e “0.52” quanto aos critérios relativos à atuação privada e pública no cumprimento das normas de mercados de capitais. Comparativamente, os EUA receberam nota “1” e “0.88” para esses critérios.

⁹¹ Uma análise empírica sobre a baixa judicialização do mercado de capitais brasileiro pode ser encontrada em FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Direito GV. **Poder Judiciário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Prêmio BOVESPA – Direito GV. 2007. p. 115-130. São Paulo: Saraiva. 2008.

⁹² Paulo Cezar Aragão aponta a existência de um ciclo vicioso em que o Poder Judiciário não ganha familiaridade com assuntos de mercado de capitais porque os investidores não buscam a via judicial para se remediar, e os investidores não buscam a via judicial porque o Poder Judiciário não tem familiaridade com os assuntos de mercado de capitais. ARAGÃO, Paulo Cezar. op. cit. p. 44.

⁹³ LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei. op.cit.

CAPÍTULO 4 – CONTRIBUIÇÃO DO DIREITO NORTE-AMERICANO AO SISTEMA DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Passadas as introduções às normas dos sistemas de proteção do investidor no mercado de capitais dos EUA e do Brasil, chega-se finalmente à análise detalhada das contribuições do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro.

Essa análise segue abaixo dividida por tópicos que refletem a organização das normas de mercado de capitais nas leis norte-americanas e a agenda de regulação de mercado de capitais reconhecida internacionalmente⁹⁴.

A análise será feita a partir dos parâmetros descritos abaixo, os quais foram pensados para se evitar dar a este trabalho extensão demasiada.

O objeto de análise desse trabalho:

- (a) restringir-se-á a assuntos que tenham maior relevância para proteção do investidor no mercado de capitais e sejam compatíveis com a realidade do mercado brasileiro. Ou seja, via de regra, o objeto de análise não abrangerá todos os mínimos detalhes das normas estudadas nem abrangerá normas relativas a produtos ou estruturas jurídicas não existentes ou não usuais no Brasil. Por exemplo: (i) ao se analisar abaixo o dever de registro de ofertas públicas de valores mobiliários junto ao órgão regulador do mercado de capitais, não serão abordados os detalhes das isenções de responsabilização civil de cada uma das categorias de participantes da oferta (emissor, intermediário, auditores etc.). O objeto de análise nesse exemplo foca somente o registro de ofertas públicas como instrumento de divulgação de informações aos investidores; e (ii) ao se analisar abaixo os valores mobiliários cuja oferta pública é isenta de registro nos termos do SA/1933, não será abordada em detalhes a relação de ativos financeiros não sujeitos a esta lei, pois muitos desses ativos não existem na realidade brasileira, a exemplo dos “*church bonds*”;
- (b) será exclusivamente a legislação federal norte-americana sobre proteção do investidor no mercado de capitais. Ou seja, via de regra, o objeto de análise não

⁹⁴ IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulations**. Junho de 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 22 de novembro de 2015.

abrangerá especificamente normas decorrentes de textos normativos federais infralegais ou supralegais, ou decorrentes de textos normativos estaduais ou internacionais, ou decorrentes de textos de precedentes judiciais ou administrativos estaduais, federais ou internacionais. Por exemplo, não será analisada a influência norte-americana dos *consent decrees* no instituto dos termos de compromisso firmados pela CVM⁹⁵, uma vez que os *consent decrees* não possuem sua fonte normativa na legislação federal norte-americana sobre proteção do investidor no mercado de capitais;

- (c) não cobrirá as leis federais norte-americanas que versam sobre produtos específicos do mercado de capitais. Essa opção foi feita para preservar uma extensão razoável desse trabalho e um foco no entendimento das linhas gerais da contribuição do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado brasileiro. Não seria possível nesse espaço analisar os detalhes da regulação de diferentes produtos de investimento (derivativos, fundos, produtos securitizados etc.). Por exemplo: (i) o Investment Company Act of 1940 não será objeto de análise, embora possua grande importância para a proteção do investidor no mercado de capitais americano, e embora apresente muitas contribuições assimiladas pelo sistema de proteção do investidor no Brasil. Isso porque essa lei versa especificamente sobre a indústria de fundos de investimento, logo, carece do caráter geral que orienta este trabalho; e (ii) os trechos do SA/1933 e do SEA/1934 que versam sobre derivativos sujeitos à competência da SEC não serão objeto de análise, dada a especificidade desses trechos sobre o produto derivativos; e
- (d) considerará a jurisprudência dominante nos EUA em relação aos temas tratados, com a ressalva de que nem sempre essa dominância implica unanimidade de opinião nos julgados.

4.1. Criação e funcionamento do órgão regulador do mercado de capitais

A criação e os principais aspectos de organização e funcionamento da Securities and Exchange Commission (SEC) seguem disciplinados nas seções de 4 a 4D do SEA/1934. O texto normativo dispõe que a SEC será dirigida por 05 “commissioners”,

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson [et al.]. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar. 3ª ed. 2011. p. 354 e ss.

apontados pelo Presidente da República, com o consentimento do Senado Federal. Os mandados são de 05 anos, sendo que a cada um ano há renovação de um cargo de “commissioner”, e sendo que eventuais suplentes exercem o cargo somente pelo prazo restante atribuído ao titular. Os “commissioners” devem trabalhar em regime de dedicação exclusiva e estão proibidos de realizar direta ou indiretamente transações nos mercados de valores mobiliários⁹⁶.

Tais disposições da SEA/1934 são similares àquelas dos artigos 5º e 6º da Lei 6.385/76, refletindo a inspiração da criação da CVM na SEC. Ressalta-se que, embora a Lei 6.385/76 não preveja expressamente dedicação exclusiva e proibição de realizar transações nos mercados de valores mobiliários pelos dirigentes da CVM, como prevê o SEA/1934, essas duas previsões podem ser razoavelmente deduzidas do conjunto normativo nacional, da importância das funções de direção na CVM, e da vedação de atuação com conflito de interesses por agentes públicos prevista na Lei n.º 12.813, de 16 de maio de 2013.

EUA	Brasil
<p>SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION</p> <p>SEC. 4. (a) There is hereby established a Securities and Exchange Commission (hereinafter referred to as the “Commission”) to be composed of five commissioners to be appointed by the President by and with the advice and consent of the Senate. (...) No commissioner shall engage in any other business, vocation, or employment than that of serving as commissioner, nor shall any commissioner participate, directly or indirectly, in any stock-market operations or transactions of a character subject to regulation by the Commission pursuant to</p>	<p>Art. 5o É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda (...)</p> <p>Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.</p> <p>§ 1o O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado.</p> <p>§ 2o Os dirigentes da Comissão somente</p>

⁹⁶ HAZEN, Thomas Lee. **The Law of Securities Regulation**. 6ed., St. Paul: West. 2009. p. 27 e ss.

<p>this title. Each commissioner shall hold office for a term of five years and until his successor is appointed and has qualified, except that he shall not so continue to serve beyond the expiration of the next session of Congress subsequent to the expiration of said fixed term of office, and except (1) any commissioner appointed to fill a vacancy occurring prior to the expiration of the term for which his predecessor was appointed shall be appointed for the remainder of such term, and (2) the terms of office of the commissioners first taking office after the enactment of this title shall expire as designated by the President at the time of nomination, one at the end of one year, one at the end of two years, one at the end of three years, one at the end of four years, and one at the end of five years, after the date of the enactment of this title(...).</p>	<p>perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.(Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)</p> <p>(...)</p> <p>§ 6o No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído.</p>
---	--

A seção 4A do SEA/1934 trata da delegação dos poderes da SEC para seus órgãos internos, servidores e agentes públicos, assunto que no Brasil não é especificamente disciplinado pelas normas relativas a mercado de capitais, mas sim pelas normas gerais de direito administrativo.

Os artigos 11 a 15 da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999, autorizam à CVM a delegação de competência administrativa, resguardadas algumas exceções, às quais correspondem exceções similares na seção 4A da lei norte-americana. Tanto nos EUA, quanto no Brasil, a delegação exige publicação do ato de delegação e não pode versar sobre delegação de funções normativas para emissão de normas de caráter geral.

EUA	Brasil
<p>DELEGATION OF FUNCTIONS BY COMMISSION</p> <p>SEC. 4A. (a) In addition to its existing authority, the Securities and Exchange Commission shall have the authority to delegate, by published order or rule, any of its functions to a division of the Commission, an individual Commissioner, an administrative law judge, or an employee or employee board, including functions with respect to hearing, determining, ordering, certifying, reporting, or otherwise acting as to any work, business, or matter. Nothing in this section shall be deemed to supersede the provisions of section 556(b) of title 5, or to authorize the delegation of the function of rulemaking as defined in subchapter II of chapter 5 title 5, United States Code, with reference to general rules as distinguished from rules of particular applicability, or of the making of any rule pursuant to section 19(c) of this title.</p> <p>(b) With respect to the delegation of any of its functions, as provided in subsection (a) of this section, the Commission shall retain a discretionary right to review the action of any such division of the Commission, individual Commissioner, administrative law judge, employee, or employee board, upon its own initiative or upon petition of a</p>	<p>Art. 11. A competência é irrenunciável e se exerce pelos órgãos administrativos a que foi atribuída como própria, salvo os casos de delegação e avocação legalmente admitidos.</p> <p>Art. 12. Um órgão administrativo e seu titular poderão, se não houver impedimento legal, delegar parte da sua competência a outros órgãos ou titulares, ainda que estes não lhe sejam hierarquicamente subordinados, quando for conveniente, em razão de circunstâncias de índole técnica, social, econômica, jurídica ou territorial.</p> <p>Parágrafo único. O disposto no caput deste artigo aplica-se à delegação de competência dos órgãos colegiados aos respectivos presidentes.</p> <p>Art. 13. Não podem ser objeto de delegação:</p> <p>I - a edição de atos de caráter normativo;</p> <p>II - a decisão de recursos administrativos;</p> <p>III - as matérias de competência exclusiva do órgão ou autoridade.</p> <p>Art. 14. O ato de delegação e sua revogação deverão ser publicados no meio oficial.</p> <p>§ 1º O ato de delegação especificará as matérias e poderes transferidos, os limites da atuação do delegado, a duração e os objetivos da delegação e o recurso cabível, podendo conter ressalva de exercício da</p>

party to or intervenor in such action, within such time and in such manner as the Commission by rule shall prescribe. (...).	atribuição delegada.
--	----------------------

4.2. Competência do órgão regulador do mercado de capitais e princípios orientadores da regulação.

Considerando o nível normativo infraconstitucional, a delimitação da competência da SEC⁹⁷ parte da definição do termo *security*⁹⁸, assim como a delimitação da competência da CVM parte da definição do termo valor mobiliário. Há similaridade na técnica de definição de valores mobiliários nos EUA e no Brasil, técnica essa baseada na enumeração de valores mobiliários específicos (ações, títulos corporativos de dívida, etc.) em conjunto com a enumeração de uma categoria genérica de valores mobiliários que se caracterizam por determinadas qualidades.

Abaixo, comparam-se as definições de *security* e de valor mobiliário encontradas no SA/1933 e na Lei 6.385/76. Ressalta-se que a definição na lei brasileira aplica-se genericamente à legislação do mercado de capitais, enquanto a definição nas leis norte-americanas é dada especificamente em cada diploma legislativo. A definição de *security* abaixo constante do SA/1933 é similar, mas não idêntica às definições equivalentes em outras leis norte-americanas (SA/1934, ICA/1940 etc.)⁹⁹.

⁹⁷ HAZEN, Thomas Lee. **Federal Securities Law**. 2ª ed. Federal Judicial Center. 2003. p. 11-15. Disponível em <https://public.resource.org/scribd/8763780.pdf>. Acesso em 29 jun. 2015.

⁹⁸ *Qualquer interesse ou instrumento comumente assim denominado, entre os quais contratos de investimento, que os Tribunais norte-americanos consideram compreender investimentos em dinheiro quando feitos como expectativa de ganhos desde que o empreendimento seja comum ou coletivo, a participação em planos de previdência complementar privada, a oferta de participação em condomínios quando se venda unidades para promover a implantação de um empreendimento, quando o resultado decorre de esforços de outros que não o investidor e quando haja risco de perda do valor investido. Resumidamente pode-se dizer que se trata de investimento coletivo, sendo os recursos provenientes de muitas pessoas e administrados por terceiros.* SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.53. n.135. p.136-47. jul./set. 2004. p. 142.

⁹⁹ LOSS, Louis. op. cit. p. 167.

EUA	Brasil
<p>SEC. 2. (a) DEFINITIONS.—When used in this title, unless the context otherwise requires —</p> <p>(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.</p>	<p>Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:</p> <p>I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;</p> <p>II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;</p> <p>III - os certificados de depósito de valores mobiliários;</p> <p>IV - as cédulas de debêntures;</p> <p>V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;</p> <p>VI - as notas comerciais;</p> <p>VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;</p> <p>VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e</p> <p>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.</p>

Há, ainda, normas que trazem delimitações de competência similares da SEC e da CVM.

Uma primeira modalidade dessas normas equivale à correspondência entre (a) a isenção da aplicação do regime legal sobre determinados valores mobiliários¹⁰⁰; e (b) não caracterização como valores mobiliários de determinados ativos financeiros segundo a Lei 6.385/76.

Por exemplo, a seção 3 do SA/1933 abriga uma lista de valores mobiliários que estão isentos das disposições dessa lei. A lista desses valores mobiliários incorpora ativos financeiros similares àqueles que, no Brasil, não são considerados valores mobiliários e que, logo, de forma mais genérica e abrangente, estão isentos das normas de mercado de capitais, nos termos do §1º do artigo 2º da Lei 6.385/76.

Na legislação norte-americana, estão isentos das disposições do SA/1933, não somente os *títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal* (equivalente ao previsto no inciso I do §1º do artigo 2º da Lei 6.385/76), e os *títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira* (equivalente ao previsto no inciso II do §1º do artigo 2º da Lei 6.385/76), mas também uma variedade de outros valores mobiliários específicos do mercado dos EUA, como “*industrial development bonds*”, cotas de fundos que não se caracterizam como *investment companies*” etc.

EUA	Brasil
<p>EXEMPTED SECURITIES</p> <p>SEC. 3. (a) Except as hereinafter expressly provided, the provisions of this title shall not apply to any of the following classes of securities:</p> <p>(...)</p> <p>(2) Any security issued or guaranteed by the United States or any Territory thereof, or by the District of Columbia, or by any State of the United States, or by any political subdivision of a State or Territory, or by any public instrumentality of one or more States or Territories, or by any person controlled or supervised by and acting as</p>	<p>Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:</p> <p>(...)</p> <p>§ 1o Excluem-se do regime desta Lei:</p> <p>I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;</p> <p>II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.</p>

¹⁰⁰ LOSS, Louis. op. cit. p. 297-298.

an instrumentality of the Government of the United States pursuant to authority granted by the Congress of the United States; or any certificate of deposit for any of the foregoing; or any security issued or guaranteed by any bank; or any security issued by or representing an interest in or a direct obligation of a Federal Reserve bank; (...)	
--	--

Uma segunda modalidade dessas normas equivale à correspondência entre (a) a isenção da aplicação do regime legal sobre determinados negócios; e (b) isenção da aplicação do regime da Lei 6.385/76 ou dispensa pela CVM de aplicação dos deveres normativos sobre determinados negócios.

Por exemplo, as seções 4 e 4A do SA/1933 tratam das hipóteses de negócios (*transactions*) que estão isentos das disposições do SA/1933, notadamente a isenção do registro de oferta pública, ainda que tais negócios tenham como objeto valores mobiliários não isentos das normas dessa lei.

Essas hipóteses de limitação da competência da SEC são similares àquelas hipóteses que podem ser deduzidas da leitura do artigo 19 da Lei 6.385/76, àquelas que estão previstas no artigo 5º da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, e àquela prevista no artigo 6º da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, notadamente a desnecessidade de registro de oferta pública em caso de oferta por pessoa que não seja emissor ou não tenha intenção de colocação pública de valores mobiliários adquiridos do emissor¹⁰¹, e a dispensa de registro de oferta pública em caso de oferta pelo emissor até um determinado montante financeiro anual (no Brasil, esta última dispensa é somente facultada às empresas de pequeno porte e de microempresas)¹⁰².

¹⁰¹ LOSS, Louis. op. cit. p. 400-406.

¹⁰² LOSS, Louis. op. cit. p. 297-441.

EUA	Brasil
<p>EXEMPTED TRANSACTIONS</p> <p>SEC. 4. (a) The provisions of section 5 shall not apply to—</p> <p>(1) transactions by any person other than an issuer, underwriter, or dealer.</p> <p>(2) transactions by an issuer not involving any public offering. (...)</p> <p>(5) transactions involving offers or sales by an issuer solely to one or more accredited investors, if the aggregate offering price of an issue of securities offered in reliance on this paragraph does not exceed the amount allowed under section 3(b)(1) of this title, if there is no advertising or public solicitation in connection with the transaction by the issuer or anyone acting on the issuer's behalf, and if the issuer files such notice with the Commission as the Commission shall prescribe.</p> <p>(6) transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that—</p> <p>(A) the aggregate amount sold to all investors by the issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12- month period preceding the date of such transaction, is not more than \$1,000,000; (B) the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.</p> <p>(...)</p> <p>§ 2º - Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:</p> <p>I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;</p> <p>II - o coobrigado nos títulos;</p> <p>III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I;</p> <p>IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.</p> <p>(...)</p> <p>§ 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:</p> <p>I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor.</p> <p>ICVM 400/03</p> <p>Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela</p>

<p>amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12- month period preceding the date of such transaction, does not exceed (...); (C) the transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A(a); and (D) the issuer complies with the requirements of section 4A(b).</p>	<p>CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:</p> <p>I - de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos casos que especifica;</p> <p>II - de lote único e indivisível de valores mobiliários; e</p> <p>III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.</p> <p>ICVM 476/09</p> <p>Art. 6º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.</p>
--	---

Por sua vez, os princípios que devem orientar a atividade regulatória da SEC estão presentes também na lista de princípios que devem orientar a atividade regulatória da CVM, notadamente, *proteção do investidor, eficiência, competição e formação de capital*. Esses princípios estão inscritos na seção 2 do SA/1933, na seção 3 do SEA/1934 e no

artigo 4º da Lei 6.385/76, exceto pelo princípio da “competição”, que não está literalmente disposto neste último artigo, mas que dele pode ser extraído interpretativamente¹⁰³.

EUA	Brasil
<p>SA/1933</p> <p>DEFINITIONS SEC. 2.</p> <p>(b) CONSIDERATION OF PROMOTION OF EFFICIENCY, COMPETITION, AND CAPITAL FORMATION.—Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking and is required to consider or determine whether an action is necessary or appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.</p> <p>SEA/1934</p> <p>DEFINITIONS AND APPLICATION OF TITLE SEC. 3.</p> <p>(f) CONSIDERATION OF PROMOTION OF EFFICIENCY, COMPETITION, AND CAPITAL FORMATION.—Whenever pursuant to this title the Commission is engaged in rulemaking, or in the review of a rule of a self-regulatory organization, and is required to consider or determine whether an action is necessary or</p>	<p>Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:</p> <p>I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; (...)</p> <p>III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;</p> <p>IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:</p> <p>a) emissões irregulares de valores mobiliários;</p> <p>b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.</p> <p>c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.</p> <p>V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;</p> <p>VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham</p>

¹⁰³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. op. cit. p. 82.

appropriate in the public interest, the Commission shall also consider, in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.	emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.
---	--

4.3. Regulação dos emissores de valores mobiliários.

As principais disposições regulatórias quanto aos emissores de valores mobiliários referem-se aos deveres que lhes são imputados com relação a: (a) registro de ofertas públicas de valores mobiliários de sua emissão; (b) prestação de informações periódicas e eventuais ao órgão regulador e ao mercado; (c) observância de padrões mínimos de governança corporativa; e (d) abstenção de atos contra a administração pública estrangeira (normas anticorrupção).

4.3.1. Registro de ofertas públicas de valores mobiliários

O dever de registro de ofertas públicas de valores mobiliários é um dos pilares da regulação de acesso à poupança pública por emissores de valores mobiliários e da proteção dos investidores. De fato, conforme exposição histórica acima, esse foi o primeiro mecanismo federal criado para regular as captações públicas de recursos dos investidores.

A seção 5 do SA/1933, similar ao *caput* do artigo 19 da Lei 6.385/76, trata da exigência do registro das ofertas públicas.

EUA	Brasil
PROHIBITIONS RELATING TO INTERSTATE COMMERCE AND THE MAILES SEC. 5. (a) Unless a registration statement is in effect as to a security, it shall be unlawful for any person, directly or indirectly— (1) to make use of any means	Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou

or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to sell such security through the use or medium of any prospectus or otherwise; or (2) to carry or cause to be carried through the mails or in interstate commerce, by any means or instruments of transportation, any such security for the purpose of sale or for delivery after sale (...).	subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.
---	---

Por sua vez, a seção 23 do SA/1933 dispõe sobre a ilegalidade de qualquer afirmação em ofertas de valores mobiliários de que a SEC analisou o mérito dos valores mobiliários ofertados ou aprovou a oferta. Esse comando encontra similar na Instrução CVM n.º 400/03, notadamente no §7º do artigo 56 e no Anexo III.

EUA	Brasil
UNLAWFUL REPRESENTATIONS SEC. 23. Neither the fact that the registration statement for a security has been filed or is in effect nor the fact that a stop order is not in effect with respect thereto shall be deemed a finding by the Commission that registration statement is true and accurate on its face or that it does not contain an untrue statement of fact or omit to state a material fact, or be held to mean that the Commission has in any way passed upon the merits of, or given approval to, such security. It shall be unlawful to make, or cause to be made, to any prospective purchaser any	§7º O registro não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade. (...) ANEXO III “O REGISTRO DA PRESENTE DISTRIBUIÇÃO NÃO IMPLICA, POR PARTE DA CVM, GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS OU EM JULGAMENTO SOBRE A QUALIDADE

representation contrary to the foregoing provisions of this section.	DA COMPANHIA EMISSORA, BEM COMO SOBRE OS/AS [VALORES MOBILIÁRIOS] A SEREM DISTRIBUÍDOS/AS.”
--	---

4.3.2. Prestação contínua de informações periódicas e eventuais

O dever contínuo de prestação de informações periódicas e eventuais ao órgão regulador e ao mercado é outro dos pilares da regulação de acesso à poupança pública e da proteção dos investidores. Essa técnica regulatória foi introduzida nos EUA um ano após a exigência de registro de ofertas públicas, pois de nada adiantaria ao investidor acessar informações sobre o emissor e os valores mobiliários durante uma oferta pública, e depois não ter mais acesso a informações para monitorar o investimento feito durante a oferta¹⁰⁴.

A seção 12 do SEA/1934 trata do registro (a) dos valores mobiliários negociados nas bolsas de valores nacionais, junto a tais instituições, e (b) dos valores mobiliários cujos emissores apresentem determinados requisitos, junto a SEC, nesse caso, independentemente de estarem tais valores mobiliários admitidos à negociação em bolsas de valores nacionais. O registro mencionado na alínea (b) foi instituído por uma reforma legislativa em 1964 com o intuito de abranger emissores de valores mobiliários negociados nos mercados de balcão e fora das bolsas de valores nacionais¹⁰⁵.

Os registros de valores mobiliários a que se referem as alíneas (a) e (b) acima equivalem substancialmente aos registros de emissores exigidos pelos incisos I e II do artigo 21 da Lei 6.385/76 respectivamente. Em essência, ambos os grupos de registros servem ao propósito de determinar que emissores de valores mobiliários cujos papéis emitidos estejam sendo negociados em mercados secundários prestem informações periódicas e eventuais ao regulador e ao mercado.

A afirmação de equivalência entre os registros supõe a aplicação do princípio elementar de direito comparado da “funcionalidade”. Esse princípio implica a

¹⁰⁴ LOSS, Louis. op. cit. p. 459.

¹⁰⁵ LOSS, Louis. op. cit. p. 462-466.

predominância da essência sobre a forma na comparação de normas vigentes em diferentes sistemas jurídicos nacionais¹⁰⁶.

Em outras palavras, mas no mesmo sentido, disse o Prof. Tullio Ascarelli “Às vezes, a identidade de soluções jurídicas esconde uma diversidade de resultados práticos, desde que se entenda o real alcance da solução, em função dos vários dados que a determinaram; ou, ao contrário, a aparente diversidade das soluções jurídicas esconde, pela mesma razão, uma identidade de resultados práticos.”¹⁰⁷

EUA	Brasil
<p>REGISTRATION REQUIREMENTS FOR SECURITIES SEC. 12. (a) It shall be unlawful for any member, broker, or dealer to effect any transaction in any security (other than an exempted security) on a national securities exchange unless a registration is effective as to such security for such exchange in accordance with the provisions of this title and the rules and regulations thereunder. The provisions of this subsection shall not apply in respect of a security futures product traded on a national securities exchange. (...)</p> <p>(g)(1) Every issuer which is engaged in interstate commerce, or in a business affecting interstate commerce, or whose securities are traded by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce shall— (A) within 120 days after the last day of its first fiscal year ended on which the issuer has total assets exceeding \$10,000,000 and a class of equity security (other than an exempted</p>	<p>Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:</p> <p>I - o registro para negociação na bolsa;</p> <p>II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.</p> <p>§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.</p>

¹⁰⁶ Zweigert, Konrad; Kötz, Hein. op. cit. p. 31

¹⁰⁷ Ascarelli, Tullio. op. cit. p. 45.

security) held of record by either— (i) [37] 2,000 persons, or (ii) [37] 500 persons who are not accredited investors (as such term is defined by the Commission), (...) register such security by filing with the Commission a registration statement (and such copies thereof as the Commission may require) with respect to such security containing such information and documents as the Commission may specify (...).	
---	--

A seção 12 trata também dos poderes dados à SEC para (a) criar categorias de emissores para fins de aplicação das regras da lei em comento; (b) suspender ou cancelar o registro dos valores mobiliários a que se refere a seção 12; (c) suspender a negociação de um valor mobiliário; e (d) suspender a negociação em geral em uma bolsa de valores nacional.

Esses mesmos poderes também são franqueados à CVM pela legislação brasileira, especificamente no §3º do artigo 4º da Lei 6.404/76 e nos incisos I e II do §1º do artigo 9º da Lei 6.385/76.

EUA	Brasil
REGISTRATION REQUIREMENTS FOR SECURITIES SEC. 12. (...) <p>(h) (...) The Commission may, for the purposes of any of the above-mentioned sections or subsections of this title, classify issuers and prescribe requirements appropriate for each such class. (...)</p> <p>j) The Commission is authorized, by order (...) to suspend the effective date of, to suspend for a period not exceeding twelve</p>	Lei 6.404/76 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. (...) <p>§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela</p>

<p>months, or to revoke the registration of a security, if the Commission finds (...).</p> <p>(k) TRADING SUSPENSIONS; EMERGENCY AUTHORITY.— (1) TRADING SUSPENSIONS.—If in its opinion the public interest and the protection of investors so require, the Commission is authorized by order— (A) summarily to suspend trading in any security (other than an exempted security) for a period not exceeding 10 business days, and (B) summarily to suspend all trading on any national securities exchange or otherwise, in securities other than exempted securities, for a period not exceeding 90 calendar days.</p>	<p>emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.</p> <p>Lei 6.385/76</p> <p>Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2o do art. 15, poderá:</p> <p>(...)</p> <p>§ 1o Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:</p> <p>I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;</p> <p>II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei (...).</p>
--	--

A seção 13 do SEA/1934 trata dos deveres de envio para a SEC de: (a) informações periódicas, cujo conteúdo e formato de divulgação são estabelecidos pela SEC, pelos emissores que possuem valores mobiliários de sua emissão registrados nos termos da seção 12; (b) informações sobre aquisições de ações adicionais de mesma classe, inclusive com menção a outros dados exigidos pela SEC, como o propósito dessa aquisição de ações, por qualquer possuidor final que adquirir mais de 5% de classe de ações registradas nos termos da seção 12; e (c) informações sobre posição acionária superior a 5% de classe de ações registradas nos termos da seção 12, pelos detentores de tal posição acionária. A divulgação no item (b) deve ocorrer mesmo quando o atingimento do percentual dá-se com a própria aquisição que deve ser reportada, e tal divulgação deve ser atualizada caso ocorram alterações substanciais na informação prestada.

Essas disposições encontram seu reflexo nas normas brasileiras. O item (a) do parágrafo anterior está refletido no §1º do artigo 22 da Lei 6.385/76 e nas normas emanadas pela CVM (notadamente, nas Instruções CVM n.º 480 e 476); os itens (b) e (c)

estão refletidos também neste mesmo artigo da Lei 6.385/76 e no artigo 12 da Instrução CVM n.º 358, de 03 de janeiro de 2002.

Destaca-se que o conceito de “classe” considerado na lei norte-americana não equivale ao conceito de classe de ações definido na Lei 6.404/76, mas se aproxima do conceito de espécie definido nesta última lei¹⁰⁸. Isso ocorre porque na lei norte-americana em comento o conceito de classe refere-se a um grupo de valores mobiliários que substancialmente possuam natureza similar e confirmam também direitos e prerrogativas similares, o que se assemelha ao conceito de espécie de ações do artigo 15 da lei brasileira.

EUA	Brasil
<p>PERIODICAL AND OTHER REPORTS</p> <p>SEC. 13. (a) Every issuer of a security registered pursuant to section 12 of this title shall file with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate for the proper protection of investors and to insure fair dealing in the security—</p> <p>(1) such information and documents (and such copies thereof) as the Commission shall require to keep reasonably current the information and documents required to be included in or filed with an application or registration statement filed pursuant to section 12, except that the Commission may not require the filing of any material contract wholly executed before July 1, 1962.</p> <p>(2) such annual reports (and such copies thereof), certified if required by the rules and regulations of the Commission by</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.</p> <p>§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:</p> <p>I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;</p> <p>II - relatório da administração e demonstrações financeiras;</p> <p>III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;</p> <p>IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;</p> <p>V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta</p>

¹⁰⁸ LOSS, Louis. op. cit. p. 472-473.

<p>independent public accountants, and such quarterly reports (and such copies thereof), as the Commission may prescribe.</p> <p>(...)</p> <p>(d)(1) Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is registered pursuant to section 12 of this title, or (...) and is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of such class shall, within ten days after such acquisition or within such shorter time as the Commission may establish by rule, file with the Commission, a statement containing such of the following information, and such additional information, as the Commission may by rules and regulations, prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors—</p> <p>(...)</p> <p>(g)(1) Any person who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 5 per centum of any security of a class described in subsection (d)(1) of this section or otherwise becomes or is deemed to become a beneficial owner of any security of a class described in subsection (d)(1) upon the purchase or sale of a security- based swap that the Commission may define by rule shall file with the Commission a statement setting forth, in</p>	<p>ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras (...).</p> <p>ICVM 358/02</p> <p>Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:</p> <p>I - nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;</p> <p>II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;</p> <p>III – número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a</p>
---	---

<p>such form and at such time as the Commission may, by rule, prescribe— (A) such person's identity, residence, and citizenship; and (B) the number and description of the shares in which such person has an interest and the nature of such interest.</p>	<p>espécie das ações referenciadas;</p> <p>IV – REVOGADO</p> <p>V – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e</p> <p>VI – se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 1976.</p> <p>§ 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.</p> <p>§ 2º Ressalvado o disposto no § 3º, as obrigações previstas no caput e no § 1º se estendem também:</p>
---	---

	<p>I – à aquisição de quaisquer direitos sobre as ações e demais valores mobiliários ali mencionados; e</p> <p>II – à celebração de quaisquer instrumentos financeiros derivativos referenciados em ações de que trata o caput, ainda que sem previsão de liquidação física (...).</p>
--	--

A seção 13 trata também, dentre outros assuntos, da (a) regulação pela SEC da aquisição de ações pelo próprio emissor e por pessoas a ele relacionadas, como controladores ou empresas sob controle comum; (b) vedação de empréstimos pessoais a membros da administração dos emissores; e (c) divulgação instantânea de informações relevantes pelos emissores.

Esses assuntos encontram seu reflexo nas normas brasileiras, conforme segue: (a) artigo 22 da Lei 6.385/76 e Instrução CVM n.º 567, de 17 de setembro de 2015; (b) §2º do artigo 154 da Lei 6.404/76, que exige prévia aprovação de empréstimo pela assembleia geral ou pelo conselho de administração; e (c) artigo 22 da Lei 6.385/76 e artigo 3º da Instrução CVM n.º 358, de 03 de janeiro de 2002.

EUA	Brasil
<p>PERIODICAL AND OTHER REPORTS</p> <p>SEC. 13. (...)</p> <p>(e)(1) It shall be unlawful for an issuer which has a class of equity securities registered pursuant to section 12 of this title, or (...), to purchase any equity security issued by it if such purchase is in contravention of such rules and regulations as the Commission, in the public interest or for the protection of investors, may adopt (...)</p> <p>(k) PROHIBITION ON PERSONAL</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.</p> <p>§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:</p> <p>I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;</p> <p>II - relatório da administração e</p>

<p>LOANS TO EXECUTIVES.—</p> <p>(1) IN GENERAL.—It shall be unlawful for any issuer (as defined in section 2 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002), directly or indirectly, including through any subsidiary, to extend or maintain credit, to arrange for the extension of credit, or to renew an extension of credit, in the form of a personal loan to or for any director or executive officer (or equivalent thereof) of that issuer. An extension of credit maintained by the issuer on the date of enactment of this subsection shall not be subject to the provisions of this subsection, provided that there is no material modification to any term of any such extension of credit or any renewal of any such extension of credit on or after that date of enactment.</p> <p>(1) REAL TIME ISSUER DISCLOSURES.—Each issuer reporting under section 13(a) or 15(d) shall disclose to the public on a rapid and current basis such additional information concerning material changes in the financial condition or operations of the issuer, in plain English, which may include trend and qualitative information and graphic presentations, as the Commission determines, by rule, is necessary or useful for the protection of investors and in the public interest.</p>	<p>demonstrações financeiras;</p> <p>III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;</p> <p>IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;</p> <p>(...)</p> <p>VI - a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;</p> <p>Lei 6.404/76</p> <p>Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.</p> <p>(...)</p> <p>§ 2º É vedado ao administrador:</p> <p>a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;</p> <p>b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;</p>
---	---

	<p>(...).</p> <p>ICVM 358/02</p> <p>Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.</p>
--	--

A seção 16 do SEA/1934 trata dos deveres de envio para a SEC, por membros da administração e por acionistas detentores de mais de 10% de classe de ações registradas nos termos da seção 12, de informações relativas às quantidades desses valores mobiliários detidas por cada uma dessas pessoas e à alteração das quantidades detidas.

Esse comando está refletido nas normas brasileiras no artigo 157 da Lei 6.404/76 e no artigo 11 da Instrução CVM 358, de 03 de janeiro de 2002.

EUA	Brasil
SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS. (a) DISCLOSURES REQUIRED.— (1) DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS REQUIRED TO FILE.—Every person	<p>Lei 6.404/76</p> <p>Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e</p>

<p>who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission. (...)</p> <p>(3) CONTENTS OF STATEMENTS.—A statement filed— (A) under subparagraph (A) or (B) of paragraph (2) shall contain a statement of the amount of all equity securities of such issuer of which the filing person is the beneficial owner; and (B) under subparagraph (C) of such paragraph shall indicate ownership by the filing person at the date of filing, any such changes in such ownership, and such purchases and sales of the security-based swap agreements or security-based swaps as have occurred since the most recent such filing under such subparagraph.</p> <p>(4) ELECTRONIC FILING AND AVAILABILITY.—Beginning not later than 1 year after the date of enactment of the SarbanesOxley Act of 2002— (A) a statement filed under subparagraph (C) of paragraph (2) shall be filed electronically; (B) the Commission shall provide each such statement on a publicly accessible Internet site not later than the end of the business day following that filing; and (C) the issuer (if the issuer maintains a</p>	<p>debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. (...)</p> <p>§ 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.</p> <p>ICVM 358/02</p> <p>Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.</p> <p>§ 1º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá abranger as negociações com derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados</p>
---	--

<p>corporate website) shall provide that statement on that corporate website, not later than the end of the business day following that filing.</p>	<p>nos valores mobiliários de emissão da companhia ou de emissão de suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.</p> <p>(...)</p> <p>§ 7º As informações referidas no caput deverão ser entregues de forma individual e consolidada por órgão ali indicado, sendo que ficarão disponíveis no sistema eletrônico de Informações Periódicas e Eventuais - IPE:</p> <p>I – as posições individuais da própria companhia, suas coligadas e controladas; e</p> <p>II – as posições, consolidadas por órgão, detidas pelos membros da administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.</p>
---	--

4.3.3. Observância de padrões mínimos de governança corporativa

Outro mecanismo de regulação sobre os emissores de valores mobiliários é a exigência de que os mesmos adiram a determinados padrões mínimos de governança corporativa¹⁰⁹. Essa técnica regulatória foi introduzida para facilitar a interação produtiva entre os principais centros de interesse relacionados aos emissores de valores mobiliários, a saber, os administradores do emissor, os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

¹⁰⁹ “Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle.” IBGC. Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161/governanca-corporativa>. Acesso em: 22 nov. 2015.

A seção 10D do SEA/1934¹¹⁰ trata do dever de a SEC instar as bolsas e as associações de intermediários de valores mobiliários a adotarem normas que exijam dos emissores a adoção e publicação de políticas voltadas a (a) divulgação de esquemas existentes de compensação variável baseada nas informações financeiras divulgadas pelos emissores; e (b) recuperação de valores pagos em excesso como compensação, em caso de refazimento de demonstrações financeiras por violação das normas aplicáveis, pelo menos no período de 03 anos anteriores à data em que o emissor for obrigado a refazer as demonstrações financeiras (“*clawback provisions*”).

Nas normas brasileiras, há previsão equivalente à alínea (a) deste parágrafo, especificamente para as companhias abertas no Anexo 24 da Instrução CVM n.º 480/09; mas não há previsão equivalente à alínea (b) deste parágrafo. De certo modo, os efeitos práticos obtidos com as *clawback provisions* podem ser alcançados no ordenamento jurídico pátrio por meio da responsabilização dos administradores em ação judicial movida para indenização da companhia aberta nos termos do artigo 159 da Lei 6.404/76.

EUA	Brasil
<p>SEC. 10D. RECOVERY OF ERRONEOUSLY AWARDED COMPENSATION POLICY.</p> <p>(a) LISTING STANDARDS.—The Commission shall, by rule, direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that does not comply with the requirements of this section.</p> <p>(b) RECOVERY OF FUNDS.—The rules of the Commission under subsection (a) shall require each issuer to develop and implement a policy providing— (1) for disclosure of the policy of the issuer on incentive based compensation that is based</p>	<p>ANEXO 24 - Conteúdo do Formulário de Referência</p> <p>13.1. Descrever a política ou prática de remuneração do conselho de administração, da diretoria estatutária e não estatutária, do conselho fiscal, dos comitês estatutários e dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, abordando os seguintes aspectos (...).</p> <p>Lei 6.404/76</p> <p>Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao</p>

¹¹⁰ CCH ATTORNEY-EDITOR. *Securities and Derivatives Reforms in 2010. A Guide to the Legislation*. New York: CCH Incorporated. p. 408 e ss.

<p>on financial information required to be reported under the securities laws; and (2) that, in the event that the issuer is required to prepare an accounting restatement due to the material noncompliance of the issuer with any financial reporting requirement under the securities laws, the issuer will recover from any current or former executive officer of the issuer who received incentive based compensation (including stock options awarded as compensation) during the 3-year period preceding the date on which the issuer is required to prepare an accounting restatement, based on the erroneous data, in [33] excess of what would have been paid to the executive officer under the accounting restatement.</p>	<p>seu patrimônio (...).</p>
---	------------------------------

A seção 14 do SEA/1934 confere poderes à SEC para regular (a) os pedidos públicos de procuração relativos a deliberações dos titulares de valores mobiliários registrados nos termos da seção 12 da lei; e (b) as ofertas públicas de aquisição de ações ou valores mobiliários equivalentes registrados nos termos da seção 12 da lei.

Encontram-se equivalentes desses poderes para a CVM nas normas decorrentes (a) do §2º do artigo 126, da Lei 6.404/76, para os pedidos públicos de procuração; e (b) dos artigos 4º, 254-A e 257 da Lei 6.404/76, para as ofertas públicas de aquisição de ações.

Em relação ao item (a) do parágrafo anterior, é importante ter-se em conta que, embora haja grande semelhança entre os amplos contornos dos poderes da SEC e da CVM para regular os pedidos públicos de procuração, o perfil do mercado acionário e os respectivos desafios regulatórios nos respectivos países são diferentes. Os EUA são um país de mercado acionário em que a regra é a pulverização da base acionária e a forte presença de investidores locais, enquanto o Brasil é um país de mercado acionário em que

a regra ainda é a concentração acionária nas mãos de acionista controlador definido e a forte presença de investidores estrangeiros¹¹¹.

Em relação ao item (b) do parágrafo acima, vale mencionar que na legislação brasileira há mais de uma hipótese legal de ofertas públicas de aquisição de ações, enquanto na legislação norte-americana a regulação da matéria prende-se ao registro dessas ofertas na hipótese de realização de oferta pública de aquisição de ações que resulte em aquisição de participação acionária relevante.

Essa diferença pode ser explicada tanto por uma questão de preferências por determinados instrumentos regulatórios em cada jurisdição, quanto pelas características dos mercados acionários.

Ressalta-se ainda que a utilização das ofertas públicas de aquisição de ações como instrumento jurídico legislativo surgiu nos EUA somente ao fim dos anos 60¹¹², não muito antes do surgimento dessas ofertas na legislação brasileira, em 1976.

As diferenças presentes na tabela abaixo podem ser atreladas a elementos existentes no mercado dos EUA, como, por exemplo, a pulverização do mercado acionário e a tradição do uso de pedidos públicos de procuração como meio para tomada e manutenção de controle.

EUA	Brasil
<p>SEC. 14.</p> <p>(a)(1) It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to solicit or to</p>	<p>Art. 4º (...)</p> <p>§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a</p>

¹¹¹ ROBERT, Bruno. Proxy solicitation and shareholder director nominations in brazil: a comparative analysis of instrução CVM n. 481/2009 in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.49. n.155/156. p.76-104. ago./dez. 2010. p. 83 e ss.

¹¹² LOSS, Louis. op. cit. p. 573.

<p>permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security (other than an exempted security) registered pursuant to section 12 of this title.</p> <p>(2) The rules and regulations prescribed by the Commission under paragraph (1) may include— (A) a requirement that a solicitation of proxy, consent, or authorization by (or on behalf of) an issuer include a nominee submitted by a shareholder to serve on the board of directors of the issuer; and (B) a requirement that an issuer follow a certain procedure in relation to a solicitation described in subparagraph (A).</p> <p>(b)(1) It shall be unlawful for any member of a national securities exchange, or any broker or dealer registered under this title, or any bank, association, or other entity that exercises fiduciary powers, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to give, or to refrain from giving a proxy, consent, authorization, or information statement in respect of any security registered pursuant to section 12 of this title, or any security issued by an investment company registered under the Investment Company Act of 1940, and carried for the account of a customer.</p>	<p>fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado (...)</p> <p>Art. 126. As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: (...)</p> <p>§ 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto; c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia. (...) <p>Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. (...)</p>
--	--

<p>(...)</p> <p>(d)(1) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise, to make a tender offer for, or a request or invitation for tenders of, any class of any equity security which is registered pursuant to section 12 of this title, or any equity security of an insurance company which would have been required to be so registered except for the exemption contained in section 12(g)(2)(G) of this title, or any equity security issued by a closed-end investment company registered under the Investment Company Act of 1940, if, after consummation thereof, such person would, directly or indirectly, be the beneficial owner of more than 5 per centum of such class, unless at the time copies of the offer or request or invitation are first published or sent or given to security holders such person has filed with the Commission a statement containing such of the information specified in section 13(d) of this title, and such additional information as the Commission may by rules and regulations prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p>	<p>§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o <i>caput</i>. (...)</p> <p>Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.</p> <p>§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. (...)</p> <p>§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle.</p>
---	---

4.3.4. Abstenção de atos contra a administração pública estrangeira (normas anticorrupção)

A seção 30A do SEA/1934, incluída por força do Foreign Corrupt Practices Act of 1977 (FCPA), adiciona a esta lei a vedação aos atos de corrupção de autoridades estrangeiras, aplicável aos emissores de valores mobiliários que sejam obrigados a prestar informações periódicas e eventuais à SEC nos termos do SEA/1934, e também às pessoas a eles relacionadas (membros da administração, empregados, acionistas representando a sociedade).

No Brasil, vige vedação similar por força da Lei 12.846, de 01º de agosto de 2013, que se aplica não somente a emissores de valores mobiliários, mas genericamente a quaisquer entidades, ainda que despersonalizadas. Não há previsão específica sobre o tema de corrupção de autoridades estrangeiras na legislação de mercado de capitais, de sorte que no Brasil o ilícito não recebe tratamento específico no âmbito do mercado de capitais, como ocorre nos EUA.

A principal consequência dessa diferença são as consequências decorrentes de violação das normas acima mencionadas. Nos EUA, os emissores que violem a proibição acima mencionada estão sujeitos diretamente às penalidades previstas nas normas de mercado de capitais, sendo também processados pela SEC. No Brasil não há essa sujeição diretamente, não se envolvendo a CVM em processos administrativos baseados diretamente na Lei 12.846/13 relacionados à corrupção contra administração pública estrangeira.

EUA	Brasil
<p>PROHIBITED FOREIGN TRADE PRACTICES BY ISSUERS</p> <p>SEC. 30A. (a) PROHIBITION.—It shall be unlawful for any issuer which has a class of securities registered pursuant to section 12 of this title or which is required to file reports under section 15(d) of this title, or for any officer, director, employee, or agent of such issuer or any stockholder</p>	<p>Art. 1º Esta Lei dispõe sobre a responsabilização objetiva administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira.</p> <p>Parágrafo único. Aplica-se o disposto nesta Lei às sociedades empresárias e às sociedades simples, personificadas ou não, independentemente da forma de</p>

<p>thereof acting on behalf of such issuer, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce corruptly in furtherance of an offer, payment, promise to pay, or authorization of the payment of any money, or offer, gift, promise to give, or authorization of the giving of anything of value to— (1) any foreign official for purposes of—</p> <p>(A)(i) influencing any act or decision of such foreign official in his official capacity, (ii) inducing such foreign official to do or omit to do any act in violation of the lawful duty of such official, or (iii) securing any improper advantage; or (B) inducing such foreign official to use his influence with a foreign government or instrumentality thereof to affect or influence any act or decision of such government or instrumentality, in order to assist such issuer in obtaining or retaining business for or with, or directing business to, any person; (2) any foreign political party or official thereof or any candidate for foreign political office for purposes of— (A)(i) influencing any act or decision of such party, official, or candidate in its or his official capacity, (ii) inducing such party, official, or candidate to do or omit to do an act in violation of the lawful duty of such party, official, or candidate, or (iii) securing any improper advantage; or (B) inducing such party, official, or candidate</p>	<p>organização ou modelo societário adotado, bem como a quaisquer fundações, associações de entidades ou pessoas, ou sociedades estrangeiras, que tenham sede, filial ou representação no território brasileiro, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente. (...)</p> <p>Art. 9º Competem à Controladoria-Geral da União - CGU a apuração, o processo e o julgamento dos atos ilícitos previstos nesta Lei, praticados contra a administração pública estrangeira, observado o disposto no Artigo 4 da Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais, promulgada pelo Decreto no3.678, de 30 de novembro de 2000.</p>
--	--

<p>to use its</p> <p>or his influence with a foreign government or instrumentality thereof to affect or influence any act or decision of such government or instrumentality, in order to assist such issuer in obtaining or retaining business for or with, or directing business to, any person; or (3) any person, while knowing that all or a portion of such money or thing of value will be offered, given, or promised, directly or indirectly, to any foreign official, to any foreign political party or official thereof, or to any candidate for foreign political office, for purposes of— (A)(i) influencing any act or decision of such foreign official, political party, party official, or candidate in his or its official capacity, (ii) inducing such foreign official, political party, party official, or candidate to do or omit to do any act in violation of the lawful duty of such foreign official, political party, party official, or candidate, or (iii) securing any improper advantage; or (B) inducing such foreign official, political party, party official, or candidate to use his or its influence with a foreign government or instrumentality thereof to affect or influence any act or decision of such government or instrumentality, in order to assist such issuer in obtaining or retaining business for or with, or directing business to, any person.</p>	
--	--

4.4. Regulação dos prestadores de serviços do mercado de capitais.

As principais disposições regulatórias quanto aos prestadores de serviços do mercado de capitais referem-se aos deveres que lhes são imputados com relação a registro junto ao órgão regulador e normas de conduta que devem ser observadas por tais agentes.

Tais disposições estão organizadas conforme as diferentes tipologias de serviços prestados por agentes do mercado de capitais.

4.4.1. Bolsas de valores (National securities exchanges)

A seção 5 do SEA/1934 trata da obrigatoriedade de que as bolsas de valores, ou sejam devidamente registradas como “bolsas de valores nacionais”, ou sejam dispensadas desse registro. A definição do termo bolsas de valores (*exchange*) é dada pela seção 3 do SEA/1934 como “qualquer organização, associação ou grupo de pessoas, com ou sem personalidade jurídica própria, que constitui, mantém ou oferta um local de negociação para reunir compradores e vendedores de valores mobiliários ou para realizar atividades comumente realizadas por bolsas de valores, segundo o entendimento comum.”

Por sua vez, a seção 6 do SEA/1934 abriga a definição de “bolsas de valores nacionais” e os requisitos para que uma bolsa de valores possa registrar-se junto a SEC para se enquadrar em tal definição.

Nas normas brasileiras, não há uma definição legal expressa de bolsa de valores¹¹³. Todavia, os artigos 2º, 3º e 5º da Instrução CVM n.º 461/07 permitem a conclusão de que uma bolsa de valores é “um espaço físico ou sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros, e que atende a determinados requisitos próprios”.

Nota-se que a definição norte-americana e brasileira são similares quanto às características das bolsas de valores (local destinado à negociação de valores mobiliários por membros de uma organização), exceto pelo fato de a definição norte-americana referir-

¹¹³ YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.198-218. out./dez. 2006. p.204

se ao que no Brasil entende-se como “entidade administradora de bolsa de valores”. Essa diferença é natural em vista da polissemia inerente à palavra bolsa de valores¹¹⁴.

EUA	Brasil
<p>DEFINITIONS AND APPLICATION OF TITLE</p> <p>SEC. 3. (a) When used in this title, unless the context otherwise requires—</p> <p>(1) The term “exchange” means any organization, association, or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the market facilities maintained by such exchange. (...)</p>	<p>Art. 2º Os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem ‘os mercados organizados de bolsa e balcão e os mercados de balcão não-organizados.</p> <p>Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.</p> <p>§1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.</p> <p>(...)</p> <p>Art. 5º Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte (...).</p>

A seção 6 do SEA/1934 disciplina minuciosamente as exigências às bolsas de valores nacionais, inclusive (a) capacidade para fazer cumprir a legislação e regulação

¹¹⁴ (...) na prática, a expressão apresenta vários sentidos, podendo significar: (i) o local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores para apresentar suas ofertas e fechar operações; (ii) a instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas; (iii) o mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo; ou, mais informalmente, (iv) o estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios, afirmando-se que a bolsa passa por uma “alta” ou por uma “baixa”, por exemplo)). Ibid. p.204-205.

aplicável; (b) vedação de regras discriminatórias para admissão e permanência de participantes da bolsa; (c) representação proporcional dos participantes nos órgãos decisórios da bolsa; (d) regras materiais e processuais adequadas para sancionar participantes que atuem contrariamente ao interesse público; (e) regras que determinem a vedação a práticas fraudulentas e manipulativas e a condutas anticompetitivas pelos membros; (f) vedação de regras que restrinjam a competição entre os membros da bolsa ou que imponham a adoção pelos participantes de preços fixos ou determinados; e, destacadamente, (g) imposição da consideração do interesse público nas normas autorregulatórias das bolsas de valores nacionais.

No Brasil, o artigo 17 da Lei 6.385/76 determina que as bolsas de valores são auxiliares da CVM e possuem autonomia administrativa, financeira e patrimonial¹¹⁵. Ademais, o artigo 18 da Lei 6.385/76 confere poderes à CVM para (a) exigir o registro das bolsas de valores; (b) baixar condições de constituição e funcionamento dessas entidades, inclusive no que se refere à estrutura, administração e preços cobrados; e (c) expedir normas sobre o exercício do poder autorregulatório e disciplinar por essas entidades.

A disciplina prevista no SEA/1934 assemelha-se àquela prevista na Instrução CVM n.º 461/07, haja vista a presença neste segundo texto normativo da: (a) exigência de prévia autorização para funcionamento das bolsas (artigo 7º); (b) necessária consideração do interesse público na autorregulação (artigo 14); (c) necessidade de previsão de regras de condutas dos participantes da bolsa que garantam a manutenção de elevados padrões éticos de negociação nos mercados por ela administrados (artigo 17); (d) previsão de aplicação de penalidades aos participantes das bolsas (artigos 48 e 49); e (e) necessidade de que as regras de negociação coíbam práticas não equitativas, fraudulentas, ou de manipulação de preços (artigo 74).

Nota-se que somente não se faz presente nas normas brasileiras a exigência de participação proporcional dos participantes da bolsa nos órgãos decisórios da mesma.

¹¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do Seu Objeto *in* **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. n.60. p.45-53. 1985.

EUA	Brasil
<p>SEC. 6. (a) An exchange may be registered as a national securities exchange under the terms and conditions hereinafter provided in this section and in accordance with the provisions of section 19(a) of this title, by filing with the Commission an application for registration in such form as the Commission, by rule, may prescribe containing the rules of the exchange and such other information and documents as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p> <p>(b) An exchange shall not be registered as a national securities exchange unless the Commission determines that—</p> <p>(1) Such exchange is so organized and has the capacity to be able to carry out the purposes of this title and to comply, and (subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 17(d) or 19(g)(2) of this title) to enforce compliance by its members and persons associated with its members, with the provisions of this title, the rules and regulations thereunder, and the rules of the exchange.</p> <p>(2) Subject to the provisions of subsection (c) of this section, the rules of the exchange provide that any registered broker or dealer or natural person associated with a registered broker or dealer may become a member of such exchange and any person</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>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.</p> <p>§ 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.</p> <p>Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:</p> <p>I - editar normas gerais sobre: (...)</p> <p>b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;</p> <p>c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de</p>

<p>may become associated with a member thereof.</p> <p>(3) The rules of the exchange assure a fair representation of its members in the selection of its directors and administration of its affairs and provide that one or more directors shall be representative of issuers and investors and not be associated with a member of the exchange, broker, or dealer.</p> <p>(4) The rules of the exchange provide for the equitable allocation of reasonable dues, fees, and other charges among its members and issuers and other persons using its facilities.</p> <p>(5) The rules of the exchange are designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices, to promote just and equitable principles of trade, to foster cooperation and coordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating transactions in securities, to remove impediments to and perfect the mechanism of a free and open market and a national market system, and, in general, to protect investors and the public interest; and are not designed to permit unfair discrimination between customers, issuers, brokers, or dealers, or to regulate by virtue of any authority conferred by this title matters not related to the purposes of this title or the administration of the exchange.</p> <p>(6) The rules of the exchange provide that</p>	<p>compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;</p> <p>d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;</p> <p>e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa;</p> <p>f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso;</p> <p>(...)</p> <p>h) condições de constituição e extinção das Bolsas de Mercadorias e Futuros, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento.</p>
---	--

<p>(subject to any rule or order of the Commission pursuant to section 17(d) or 19(g)(2) of this title) its members and persons associated with its members shall be appropriately disciplined for violation of the provisions of this title, the rules or regulations thereunder, or the rules of the exchange, by expulsion, suspension, limitation of activities, functions, and operations, fine, censure, being suspended or barred from being associated with a member, or any other fitting sanction.</p> <p>(7) The rules of the exchange are in accordance with the provisions of subsection (d) of this section, and in general, provide a fair procedure for the disciplining of members and persons associated with members, the denial of membership to any person seeking membership therein, the barring of any person from becoming associated with a member thereof, and the prohibition or limitation by the exchange of any person with respect to access to services offered by the exchange or a member thereof.</p> <p>(8) The rules of the exchange do not impose any burden on competition not necessary or appropriate in furtherance of the purposes of this title. (...)</p> <p>(3)(A) A national securities exchange may deny membership to, or condition the membership of, a registered broker or dealer if (i) such broker or dealer does not</p>	<p>Instrução CVM n.º 461/07</p> <p>Art. 7º O funcionamento e a extinção dos mercados organizados de valores mobiliários depende de prévia autorização da CVM. (...)</p> <p>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 autoregulação dos mercados por ela administrados. (...)</p> <p>Art. 17. Caberá à entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários aprovar normas de conduta necessárias ao seu bom funcionamento e à manutenção de elevados padrões éticos de negociação nos mercados por ela administrados, detalhando as obrigações de seus administradores, empregados, prepostos e sócios controladores, bem como das pessoas autorizadas a operar, seus administradores, empregados e prepostos. (...)</p> <p>Art. 48. Estão sujeitos às penalidades aplicadas pelo Diretor de Auto-Regulação ou pelo Conselho de Auto-Regulação, os integrantes dos órgãos de administração da entidade administradora, as pessoas autorizadas a operar, assim como os administradores e prepostos das pessoas antes mencionadas. Parágrafo único. Os emissores e seus administradores também</p>
--	--

<p>meet such standards of financial responsibility or operational capability or such broker or dealer or any natural person associated with such broker or dealer does not meet such standards of training, experience, and competence as are prescribed by the rules of the exchange or</p> <p>(ii) such broker or dealer or person associated with such broker or dealer has engaged and there is a reasonable likelihood he may again engage in acts or practices inconsistent with just and equitable principles of trade. A national securities exchange may examine and verify the qualifications of an applicant to become a member and the natural persons associated with such an applicant in accordance with procedures established by the rules of the exchange. (...)</p> <p>(4) A national securities exchange may limit (A) the number of members of the exchange and (B) the number of members and designated representatives of members permitted to effect transactions on the floor of the exchange without the services of another person acting as broker (...).</p>	<p>estão sujeitos às penalidades de que trata o caput quando a atividade de acompanhamento das obrigações por eles assumidas perante a entidade administradora de mercado organizado for atribuída ao Departamento de Auto-Regulação.</p> <p>Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Auto-Regulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento. (...)</p> <p>Art. 74. As regras de negociação da bolsa devem: I – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados em seus ambientes; II – assegurar igualdade de tratamento às pessoas autorizadas a operar em seus ambientes, observadas as distinções entre categorias que venham a ser estipuladas em seu estatuto e regulamento; III – evitar ou coibir práticas não-equitativas em seus ambientes; e IV – fixar as variações de preços e quantidades ofertadas, em seu ambiente de negociação que for caracterizado como centralizado e multilateral, que exigem a adoção de procedimentos especiais de negociação, bem como os procedimentos operacionais necessários para quando tais variações forem alcançadas, respeitadas as condições mínimas que forem estabelecidas pela</p>
---	---

	CVM em regulamentação específica.
--	-----------------------------------

4.4.2. Associações de intermediários de valores mobiliários (Securities associations)

A seção 15A do SEA/1934, introduzida pelo Maloney Act em 1938, dispõe sobre o poder regulatório da SEC para disciplinar as entidades autorregulatórias denominadas *securities associations*, que são entidades formadas pela associação de intermediários de valores mobiliários.

Essas entidades são instrumentais para a regulação e supervisão dos mercados fora de bolsas de valores nacionais (*over-the-counter markets* ou *OTC markets*), auxiliando a SEC em tais atividades¹¹⁶. O alcance dessas entidades sobre o mercado fora de bolsa é garantido pela exigência da seção 15 do SEA/1934 de que os intermediários de valores mobiliários sejam admitidos como membros de uma dessas entidades, cabendo exceção somente aos intermediários que ou realizem negócios em uma única bolsa de valores nacional e seja membro dessa bolsa ou sejam excepcionalmente isentos do dever de associação a securities association.

A seção 15A dispõe sobre os requisitos para o registro dessas entidades junto à SEC, os quais são muito similares aos requisitos exigidos para o registro das bolsas de valores nacionais. Dentre os principais se destacam: (a) capacidade para fazer cumprir a legislação e regulação aplicável; (b) exigências de que as regras dessas entidades garantam a qualidade operacional e lisura de seus associados, a competição entre os agentes de mercado, a fiscalização do cumprimento das normas da entidade e a aplicação forçada das mesmas; (c) vedação de regras discriminatórias para associação e permanência de intermediários; (d) representação proporcional dos associados em seus órgãos decisórios; (e) normas materiais e processuais adequadas para sancionar associados que atuem contrariamente ao interesse público; (f) normas que disciplinem os associados quanto à forma e ao conteúdo da apresentação das cotações de valores mobiliários negociados fora das bolsas de valores nacionais e a divulgação pública dessas cotações; (g) normas que disciplinem a vedação a práticas fraudulentas e manipulativas e a condutas

¹¹⁶ Atualmente a única *registered securities association* é a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), conforme informa a SEC em seu sítio eletrônico. <https://www.sec.gov/rules/sro.shtml>.

anticompetitivas pelos associados; e (h) imposição da consideração do interesse público nas normas autorregulatórias das entidades.

No Brasil, não há normas estritamente equivalentes àquelas apresentadas acima. Não há no país um instituto jurídico correspondente que implique um regime de normas similar àquele aplicável às *securities associations*.

Por um lado, pode ser traçado um paralelo entre as funções das *securities associations* e das entidades administradoras de mercado de balcão organizado, dado que ambas as entidades são auxiliares na regulação e supervisão dos mercados fora do ambiente de bolsa.

Por outro lado, as *securities associations* expedem normas relacionadas diretamente às atividades dos intermediários associados, com relação a operações em quaisquer mercados em que esses operem, enquanto as entidades administradoras de mercado de balcão organizado expedem normas relacionadas diretamente a um mercado de balcão organizado específico, escapando-lhes o poder para regular transações fora de mercados de balcão organizados de valores mobiliários.

Ademais, a principal atividade das entidades administradoras de mercados de balcão organizado é administrar tal mercado, palavra aqui utilizada nos termos do artigo 3º da Instrução CVM 461/07, com o sentido de “*espaço físico ou sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros*”. A principal atividade das *securities associations* é expedir normas autorregulatórias aos intermediários, e não administrar um mercado em que tais agentes atuem.

Há também alguma semelhança entre as *securities associations* e as entidades de classe dos intermediários, como a ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias e a ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, embora essas entidades não tenham o mesmo respaldo legal no Brasil que exijam a filiação compulsória dos intermediários.

EUA	Brasil
<p>SEC. 15. (...) (8) It shall be unlawful for any registered broker or dealer to effect any transaction in, or induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than or [65] commercial paper, bankers' acceptances, or commercial bills), unless such broker or dealer is a member of a securities association registered pursuant to section 15A of this title or effects transactions in securities solely on a national securities exchange of which it is a member.</p> <p>SEC. 15A. (a) An association of brokers and dealers may be registered as a national securities association pursuant to subsection (b), or as an affiliated securities association pursuant to subsection (d), under the terms and conditions hereinafter provided in this section and in accordance with the provisions of section 19(a) of this title, by filing with the Commission an application for registration in such form as the Commission, by rule, may prescribe containing the rules of the association and such other information and documents as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p> <p>(b) An association of brokers and dealers shall not be registered as a national securities association unless the</p>	<p>Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros.</p> <p>§1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.</p> <p>§2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.</p>

Commission determines that— (...).	
------------------------------------	--

4.4.3. Intermediários (Brokers e dealers)

A seção 15 do SEA/1934 dispõe sobre o poder regulatório da SEC para disciplinar a atividade dos intermediários de valores mobiliários (*brokers* e *dealers*) e obrigar o registro desses intermediários junto à SEC, registro que fica condicionado à qualidade de membro desses intermediários ou de uma bolsa de valores nacional ou de uma associação de intermediários de valores mobiliários registrada junto à SEC.

Simplificadamente, a seção 3 do SEA/1934 define os *brokers* como aqueles agentes cuja atividade é a negociação de valores mobiliários à conta de terceiros, e define os *dealers* como aqueles cuja atividade é a compra ou venda de valores mobiliários para a própria conta, por meio de um *broker* ou de outro modo¹¹⁷.

A manutenção do registro dos intermediários junto à SEC depende de boa conduta dos mesmos, supervisionada pela SEC, sendo que a agência pode cassar tal registro em diversas hipóteses de irregularidade listadas na lei, inclusive na hipótese de condenação por autoridades regulatórias estrangeiras.

A seção 15 dispõe também sobre a competência da SEC para determinar normas com relação às atividades dos intermediários sobre, por exemplo, padrões mínimos de qualidade operacional, práticas manipulativas e fraudulentas, cotações de preços fictícios etc.

As disposições da seção 15 encontram-se refletidas nas normas brasileiras contidas nos artigos 15, 16 e 18 da Lei 6.385/76

EUA	Brasil
DEFINITIONS AND APPLICATION OF TITLE SEC. 3. (a) When used in this title, unless the context otherwise requires— (...) (4) BROKER.— (A) IN GENERAL.—The	Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

¹¹⁷ LOSS, Louis. op. cit. p. 678-680.

<p>term “broker” means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others.(...)</p> <p>(5) DEALER.— (A) IN GENERAL.—The term “dealer” means any person engaged in the business of buying and selling securities (not including security-based swaps, other than securitybased swaps with or for persons that are not eligible contract participants) for such person’s own account through a broker or otherwise. (...)</p> <p>SEC. 15. (a)(1) It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers’ acceptances, or commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section. (...)</p> <p>The Commission shall grant such registration if the Commission finds that the requirements of this section are</p>	<p>a) como agentes da companhia emissora;</p> <p>b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;</p> <p>II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;</p> <p>III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;</p> <p>(...)</p> <p>§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir:</p> <p>I - os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado;</p> <p>II - a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços (...).</p> <p>Art . 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:</p> <p>I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I);</p> <p>II - compra de valores mobiliários para</p>
--	---

<p>satisfied. The order granting registration shall not be effective until such broker or dealer has become a member of a registered securities association, or until such broker or dealer has become a member of a national securities exchange, if such broker or dealer effects transactions solely on that exchange, unless the Commission has exempted such broker or dealer, by rule or order, from such membership. The Commission shall deny such registration if it does not make such a finding or if it finds that if the applicant were so registered, its registration would be subject to suspension or revocation under paragraph (4) of this subsection. (...)</p> <p>(7) No registered broker or dealer or government securities broker or government securities dealer registered (or required to register) under section 15C(a)(1)(A) shall effect any transaction in, or induce the purchase or sale of, any security unless such broker or dealer meets such standards of operational capability and such broker or dealer and all natural persons associated with such broker or dealer meet such standards of training, experience, competence, and such other qualifications as the Commission finds necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. The Commission shall establish such standards by rules and regulations, which</p>	<p>revendê-los por conta própria (Art. 15, II);</p> <p>III - mediação ou corretagem na bolsa de valores.</p> <p>III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e</p> <p>Parágrafo único. Só os agentes autônomos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou corretagem de valores mobiliários fora da bolsa. (...)</p> <p>Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:</p> <p>I - editar normas gerais sobre:</p> <p>a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos;</p> <p>b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;</p> <p>c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;</p> <p>d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às</p>
---	--

may (...). (c)(1)(A) No broker or dealer shall make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transaction in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than commercial paper, bankers' acceptances, or commercial bills), or any security-based swap agreement, by means of any manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance.	negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa (...).
--	--

4.4.4. Câmaras de compensação e liquidação (Clearing agencies) e agentes escrituradores de valores mobiliários (Transfer agents)

A seção 17A do SEA/1934 dispõe sobre o registro junto à SEC e sobre a competência dessa agência para regular o funcionamento (a) das câmaras de compensação e liquidação ("clearing agencies"), com o objetivo precípuo de formar um sistema integrado nacional de compensação e liquidação de valores mobiliários; e (b) dos agentes escrituradores de valores mobiliários ("transfer agents").

No Brasil, há disciplina similar àquela vigente nos EUA, no que se refere à necessidade do registro das câmaras de compensação e liquidação de valores mobiliários junto ao órgão regulador do mercado de capitais, conforme se atesta no artigo 18 da Lei 6.385/76 e no artigo 6º da Resolução n.º 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 30 de agosto de 2001.

EUA	Brasil
NATIONAL SYSTEM FOR CLEARANCE AND SETTLEMENT OF SECURITIES TRANSACTIONS SEC. 17A. (a)(1) The Congress finds that— (...)	Lei 6.385/76 Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - editar normas gerais sobre: (...)

<p>(b)(1) Except as otherwise provided in this section, it shall be unlawful for any clearing agency, unless registered in accordance with this subsection, directly or indirectly, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to perform the functions of a clearing agency with respect to any security (other than an exempted security). The Commission, by rule or order, upon its own motion or upon application, may conditionally or unconditionally exempt any clearing agency or security or any class of clearing agencies or securities from any provisions of this section or the rules or regulations thereunder, if the Commission finds that such exemption is consistent with the public interest, the protection of investors, and the purposes of this section, including the prompt and accurate clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds. A clearing agency or transfer agent shall not perform the functions of both a clearing agency and a transfer agent unless such clearing agency or transfer agent is registered in accordance with this subsection and subsection (c) of this section. (...)</p>	<p>b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários;</p> <p>c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;</p> <p>d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão; (...)</p> <p>f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso; (...)</p> <p>Resolução n.º 2.882 do Conselho Monetário Nacional</p>
---	--

	<p>Art. 6º No que concerne às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, compete à Comissão de Valores Mobiliários, no que diz respeito a operações com valores mobiliários: I - regulamentar suas atividades; II - autorizar o funcionamento de seus sistemas; e III - exercer a supervisão de suas atividades, observando, no que se refere à aplicação de penalidades, o disposto no artigo 11, da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.</p> <p>Parágrafo 1º Além da regulamentação, da autorização e da supervisão de que tratam os incisos I a III, sujeitam-se as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação de que trata o caput à autorização para funcionamento e à supervisão de seus sistemas pelo Banco Central do Brasil, ao qual compete, com exclusividade, a análise dos aspectos relacionados com o risco à solidez e ao normal funcionamento do Sistema Financeiro Nacional.</p> <p>Parágrafo 2º O disposto no parágrafo anterior aplica-se às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação já autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários quando da data de entrada em vigor desta Resolução.</p>
--	--

Idem, há disciplina no Brasil que determina a necessidade do registro dos agentes escrituradores de valores mobiliários (“transfer agents”) junto ao órgão regulador do

mercado de capitais, conforme se atesta no inciso I do artigo 8º da Lei 6.385/76 e nos artigos 27, 34 e 293 da Lei 6.404/76.

EUA	Brasil
<p>NATIONAL SYSTEM FOR CLEARANCE AND SETTLEMENT OF SECURITIES TRANSACTIONS</p> <p>SEC. 17A. (a)(1) The Congress finds that— (...)</p> <p>(c)(1) Except as otherwise provided in this section, it shall be unlawful for any transfer agent, unless registered in accordance with this section, directly or indirectly, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to perform the function of a transfer agent with respect to any security registered under section 12 of this title or which would be required to be registered except for the exemption from registration provided by subsection (g)(2)(B) or (g)(2)(G) of that section. The appropriate regulatory agency, by rule or order, upon its own motion or upon application, may conditionally or unconditionally exempt any person or security or class of persons or securities from any provision of this section or any rule or regulation prescribed under this section, if the appropriate regulatory agency finds (A) that such exemption is in the public interest and consistent with the protection of investors and the purposes of this section, including</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:</p> <p>I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações (...)</p> <p>Lei 6.404/76</p> <p>Art. 27. A companhia pode contratar a escrituração e a guarda dos livros de registro e transferência de ações e a emissão dos certificados com instituição financeira autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a manter esse serviço.</p> <p>§ 1º Contratado o serviço, somente o agente emissor poderá praticar os atos relativos aos registros e emitir certificados.</p> <p>§ 2º O nome do agente emissor constará das publicações e ofertas públicas de valores mobiliários feitas pela companhia.</p> <p>§ 3º Os certificados de ações emitidos pelo agente emissor da companhia deverão ser numerados seguidamente, mas a numeração das ações será facultativa. (...)</p> <p>Art. 34. O estatuto da companhia pode autorizar ou estabelecer que todas as ações</p>

<p>the prompt and accurate clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds, and (B) the Commission does not object to such exemption.</p>	<p>da companhia, ou uma ou mais classes delas, sejam mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados.(...)</p> <p>§ 2º Somente as instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários podem manter serviços de escrituração de ações e de outros valores mobiliários.</p> <p>Art. 293. A Comissão de Valores Mobiliários autorizará as bolsas de valores a prestar os serviços previstos nos artigos 27; 34, § 2º; 39, § 1º; 40; 41; 42; 43; 44; 72; 102 e 103. (...)</p>
--	---

4.4.5. Entidades autorregulatórias (SROs – self-regulatory organizations)

A seção 19 do SEA/1934 disciplina as entidades autorregulatórias no mercado de capitais dos EUA nas modalidades (a) bolsa de valores nacional (“national securities exchanges”); (b) associações de intermediários de valores mobiliários (“registered securities associations”); e (c) câmaras de compensação e liquidação (“registered clearing agencies”)¹¹⁸. Cada uma dessas entidades já é tratada neste Capítulo 4 individualmente, cabendo neste item o tratamento dessas entidades enquanto entidades autorregulatórias (SROs).

Essa seção dispõe expressamente sobre o poder da SEC para avaliar previamente alterações propostas nas normas das entidades autorregulatórias que especifica, sejam inclusões ou exclusões de normas, inclusive devendo receber comentários do público sobre as alterações propostas. Há, todavia, reserva de algumas matérias que não precisam ser previamente avaliadas pela SEC, notadamente normas administrativas internas, preços e

¹¹⁸ Vale ressaltar que há outras entidades autorregulatórias reguladas pela SEC, como é o caso do Municipal Securities Rulemaking Board (previsto no Sec. 15B do SEA/1934), que cria normas para o mercado de valores mobiliários emitidos por estados e subdivisões políticas dos EUA e o caso do Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) (previsto no Sarbanes-Oxley Act), que regula os auditores independentes prestadores de serviços para emissores de valores mobiliários.

regulamentações procedimentais. A seção também disciplina a coordenação da competência da SEC sobre essas entidades em relação à competência de outras agências e órgãos normativos dos EUA.

Adicionalmente, a seção 19 do SEA/1934 trata dos poderes da SEC para (a) alterar diretamente as normas emitidas pelas entidades autorregulatórias, respeitados certos procedimentos; (b) reformar decisões sancionatórias tomadas por tais entidades; (c) suspender ou remover a participação de membros nessas entidades; e (d) suspender ou remover qualquer pessoa do exercício de funções ou cargos nessas entidades.

As normas brasileiras conferem prerrogativas à CVM equivalentes às aquelas detidas pela SEC e enumeradas acima, conforme dispõem o artigo 18 da Lei 6.385/76, a Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007 (relativa aos mercados de bolsa e de balcão organizado), e o artigo 6º da Resolução n.º 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 30 de agosto de 2001 (relativa às câmaras de compensação e liquidação de valores mobiliários).

Todavia, não há previsão expressa de (a) recebimento pela CVM de comentários do público sobre as normas emitidas pelas entidades autorregulatórias, embora essa falta de previsão expressa não impeça a CVM de receber tais comentários; e (b) reserva de matérias que não precisam ser previamente avaliadas pela CVM, embora essa reserva possa ser deduzida da “autonomia administrativa, financeira e patrimonial” das entidades autorregulatórias enumeradas no artigo 17 da Lei 6.385/76.

EUA	Brasil
<p>DEFINITIONS AND APPLICATION OF TITLE</p> <p>SEC. 3. (a) When used in this title, unless the context otherwise requires— (...)</p> <p>(26) The term “self-regulatory organization” means any national securities exchange, registered securities association, or registered clearing agency, or (solely for purposes of sections 19(b), 19(c), and 23(b) of this title) the Municipal</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:</p> <p>I - editar normas gerais sobre:</p> <p>(...)</p> <p>b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no</p>

<p>Securities Rulemaking Board established by section 15B of this title.(...)</p> <p>REGISTRATION, RESPONSIBILITIES, AND OVERSIGHT OF SELFREGULATORY ORGANIZATIONS SEC. 19. (...) (b)(1) Each self-regulatory organization shall file with the Commission, in accordance with such rules as the Commission may prescribe, copies of any proposed rule or any proposed change in, addition to, or deletion from the rules of such self-regulatory organization (hereinafter in this subsection collectively referred to as a “proposed rule change”) (...) The Commission shall give interested persons an opportunity to submit written data, views, and arguments concerning such proposed rule change. No proposed rule change shall take effect unless approved by the Commission or otherwise permitted in accordance with the provisions of this subsection. (...)</p> <p>(3)(A) Notwithstanding the provisions of paragraph (2) of this subsection, a proposed rule change shall take effect upon filing with the Commission if designated by the self-regulatory organization as (i) constituting a stated policy, practice, or interpretation with respect to the meaning, administration, or enforcement of an existing rule of the self-regulatory</p>	<p>mercado de valores mobiliários;</p> <p>c) condições de constituição e extinção das Bolsas de Valores, entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, forma jurídica, órgãos de administração e seu preenchimento;</p> <p>d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão;</p> <p>e) número de sociedades corretoras, membros da bolsa; requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica dos seus administradores; e representação no recinto da bolsa;</p> <p>f) administração das Bolsas, das entidades do mercado de balcão organizado e das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários; emolumentos, comissões e quaisquer outros custos cobrados pelas Bolsas e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários ou seus membros, quando for o caso; (...)</p> <p>II - definir:</p> <p>a) as espécies de operação autorizadas na</p>
--	---

<p>organization, (ii) establishing or changing a due, fee, or other charge imposed by the self-regulatory organization on any person, whether or not the person is a member of the self-regulatory organization, or (iii) concerned solely with the administration of the self-regulatory organization or other matters which the Commission, by rule, consistent with the public interest and the purposes of this subsection, may specify as without the provisions of such paragraph (2). (...)</p> <p>(c) The Commission, by rule, may abrogate, add to, and delete from (hereinafter in this subsection collectively referred to as “amend”) the rules of a self-regulatory organization (other than a registered clearing agency) as the Commission deems necessary or appropriate to insure the fair administration of the self-regulatory organization (...)</p> <p>(2) Any action with respect to which a self-regulatory organization is required by paragraph (1) of this subsection to file notice shall be subject to review by the appropriate regulatory agency for such member, participant, applicant, or other person, on its own motion, or upon application by any person aggrieved thereby filed within thirty days after the date such notice was filed with such appropriate regulatory agency and received by such aggrieved person, or within such</p>	<p>bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações; (...)</p> <p>c) normas aplicáveis ao registro de operações a ser mantido pelas entidades do sistema de distribuição (Art. 15)</p> <p>Resolução n.º 2.882 do Conselho Monetário Nacional</p> <p>Art. 6º No que concerne às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, compete à Comissão de Valores Mobiliários, no que diz respeito a operações com valores mobiliários: I - regulamentar suas atividades; II - autorizar o funcionamento de seus sistemas; e III - exercer a supervisão de suas atividades, observando, no que se refere à aplicação de penalidades, o disposto no artigo 11, da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.</p> <p>Parágrafo 1º Além da regulamentação, da autorização e da supervisão de que tratam os incisos I a III, sujeitam-se as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação de que trata o caput à autorização para funcionamento e à supervisão de seus sistemas pelo Banco Central do Brasil, ao qual compete, com exclusividade, a análise dos aspectos relacionados com o risco à solidez e ao normal funcionamento do Sistema</p>
---	---

<p>longer period as such appropriate regulatory agency may determine.</p> <p>(2) The appropriate regulatory agency for a self-regulatory organization is authorized, by order (...) to suspend for a period not exceeding twelve months or expel from such self-regulatory organization any member thereof or participant therein, if such member or participant is subject to an order of the Commission pursuant to section 15(b)(4) of this title or if such appropriate regulatory agency finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such member or participant has willfully violated or has effected any transaction for any other person who, such member or participant had reason to believe, was violating with respect to such transaction (...)</p> <p>(4) The appropriate regulatory agency for a self-regulatory organization is authorized, by order (...)</p> <p>to remove from office or censure any person who is, or at the time of the alleged misconduct was, an officer or director of such self-regulatory organization, if such appropriate regulatory agency finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such person has willfully violated any provision of this title, the rules or regulations thereunder, or the rules of such self-regulatory organization, willfully abused his</p>	<p>Financeiro Nacional. Parágrafo 2º O disposto no parágrafo anterior aplica-se às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação já autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários quando da data de entrada em vigor desta Resolução.</p>
---	---

authority, or without reasonable justification or excuse has failed to enforce compliance (...)	
---	--

4.4.6. Auditores independentes (Public accounting firms)

Nos EUA, conforme a seção 102 do Sarbanes-Oxley Act of 2002, os auditores independentes de emissores de valores mobiliários devem estar registrados junto ao Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), que é uma entidade privada criada nos termos da seção 101 da lei em referência para regular a atividade dos auditores independentes, como auxiliar da SEC.

Os membros do órgão decisório máximo do PCAOB são indicados pela SEC, a qual também deve aprovar as normas emanadas do PCAOB, fiscalizar a atuação autorregulatória dessa entidade, e conhecer de recursos impetrados contra decisão dessa entidade, nos termos da seção 107 da lei.

O PCAOB tem poderes para emitir normas sobre padrões profissionais a serem observados pelos auditores independentes, podendo adotar padrões propostos por entidades profissionais de contadores ou por grupos de assessoramento convidados, nos termos da seção 103 da lei. O PCAOB tem poderes também para fiscalizar e aplicar penalidades aos auditores independentes, conforme ditam as seções 104 e 105 da lei.

No Brasil, os auditores independentes também devem estar registrados, junto à própria CVM, a quem compete diretamente fiscalizar a atuação desses agentes, aplicar penalidades aos mesmos, e estabelecer padrões profissionais a serem por eles observados, nos termos do artigo 26 da Lei 6.385/76. Assim como nos EUA, os padrões profissionais propostos por entidades que tenham por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podem ser adotados pelo órgão regulador, previsão esta que se encontra no artigo 10-A da Lei 6.385/76.

EUA	Brasil
SEC. 101. ESTABLISHMENT; ADMINISTRATIVE PROVISIONS. (a) ESTABLISHMENT OF BOARD.—There	Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e demais órgãos e agências reguladoras

<p>is established the Public Company Accounting Oversight Board, to oversee the audit of public companies that are subject to the securities laws, and related matters, in order to protect the interests of investors and further the public interest in the preparation of informative, accurate, and independent audit reports for companies the securities of which are sold to, and held by and for, public investors. The Board shall be a body corporate, operate as a nonprofit corporation, and have succession until dissolved by an Act of Congress. (b) STATUS.—The Board shall not be an agency or establishment of the United States Government, and, except as otherwise provided in this Act, shall be subject to, and have all the powers conferred upon a nonprofit corporation by, the District of Columbia Nonprofit Corporation Act. No member or person employed by, or agent for, the Board shall be deemed to be an officer or employee of or agent for the Federal Government by reason of such service. (...)</p> <p>SEC. 102. REGISTRATION WITH THE BOARD. (a) MANDATORY REGISTRATION.—Beginning 180 days after the date of the determination of the Commission under section 101(d), it shall be unlawful for any person that is not a registered public accounting firm to</p>	<p>poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas.</p> <p>Parágrafo único. A entidade referida no caput deste artigo deverá ser majoritariamente composta por contadores, dela fazendo parte, paritariamente, representantes de entidades representativas de sociedades submetidas ao regime de elaboração de demonstrações financeiras previstas nesta Lei, de sociedades que auditam e analisam as demonstrações financeiras, do órgão federal de fiscalização do exercício da profissão contábil e de universidade ou instituto de pesquisa com reconhecida atuação na área contábil e de mercado de capitais.(...)</p> <p>Art . 26. Somente as empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes, registrados na Comissão de Valores Mobiliários poderão auditar, para os efeitos desta Lei, as demonstrações financeiras de companhias abertas e das instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários.</p> <p>§ 1º - A Comissão estabelecerá as condições para o registro e o seu</p>
---	---

<p>prepare or issue, or to participate in the preparation or issuance of, any audit report with respect to any issuer. (...)</p> <p>SEC. 103. AUDITING, QUALITY CONTROL, AND INDEPENDENCE STANDARDS AND RULES. (a) AUDITING, QUALITY CONTROL, AND ETHICS STANDARDS.— (1) IN GENERAL.—The Board shall, by rule, establish, including, to the extent it determines appropriate, through adoption of standards proposed by 1 or more professional groups of accountants designated pursuant to paragraph (3)(A) or advisory groups convened pursuant to paragraph (4), and amend or otherwise modify or alter, such auditing and related attestation standards, such quality control standards, and such ethics standards to be used by registered public accounting firms in the preparation and issuance of audit reports, as required by this Act or the rules of the Commission, or as may be necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. (...)</p> <p>SEC. 104. INSPECTIONS OF REGISTERED PUBLIC ACCOUNTING FIRMS. (a) IN GENERAL.—The Board shall conduct a continuing program of inspections to assess the degree of compliance of each registered public accounting firm and associated persons of</p>	<p>procedimento, e definirá os casos em que poderá ser recusado, suspenso ou cancelado.</p>
---	---

<p>that firm with this Act, the rules of the Board, the rules of the Commission, or professional standards, in connection with its performance of audits, issuance of audit reports, and related matters involving issuers. (...)</p> <p>SEC. 105. INVESTIGATIONS AND DISCIPLINARY PROCEEDINGS. (a) IN GENERAL.—The Board shall establish, by rule, subject to the requirements of this section, fair procedures for the investigation and disciplining of registered public accounting firms and associated persons of such firms.</p>	
---	--

Adicionalmente, a seção 10A do SEA/1934, com a redação dada pelo Sarbanes-Oxley Act of 2002, trata de normas aplicáveis às auditorias em emissores de valores mobiliários feitas por auditores independentes regulados pela SEC, dispondo, dentre outros, sobre: (a) dever de aviso pelo auditor ao emissor sobre irregularidades apuradas; (b) aplicação de multa e outras penalidades administrativas em caso de apuração pela SEC de atividades ilícitas dos auditores independentes regulados pela SEC; (c) vedação de prestação de serviços diferentes de auditoria por auditor independente a um emissor de valores mobiliários que já esteja sendo auditado por tal auditor, admitidas algumas exceções; (d) obrigatoriedade de rotação do responsável pela auditoria externa dos emissores, sendo vedada manutenção de um mesmo responsável pelo período de 05 anos fiscais; (e) vedação de prestação de serviços de auditoria para um emissor cujos principais executivos financeiros tenham sido funcionários do auditor independente e trabalhado na auditoria do próprio emissor no último ano; (f) estipulação de que as bolsas e mercados de balcão de valores mobiliários estabeleçam como condição de admissão à negociação de valores mobiliários requisitos mínimos para os comitês de auditoria dos respectivos emissores, inclusive as responsabilidades desse comitê, composição e requisitos dos membros, poderes e financiamento do comitê.

No Brasil, (a) os auditores independentes devem também avisar ao emissor sobre irregularidades constatadas, conforme o artigo 25 da Instrução CVM 308, de 14 de maio de 1999; (b) os auditores independentes estão também sujeitos a penalidades administrativas, dado estarem sob jurisdição regulatória da CVM; (c) há também vedação de prestação de serviços diferentes de auditoria por auditor independente, caso essa prestação de serviços possa caracterizar risco para a objetividade da análise do auditor independente, conforme o artigo 23 da Instrução CVM 308/99; (d) há também exigência de rotação do auditor independente a cada 5 anos, embora em termos um pouco diferentes daqueles previstos nos EUA, cabendo inclusive algumas mitigações dessa exigência nas normas brasileiras, conforme dispõem os artigos 31 e 31-A da Instrução CVM 308/99; e (e) há também previsão de padrões mínimos para comitês de auditoria estatutários, conforme dispõem os artigos 31-B, 31-C e 31-D da Instrução CVM 308/99.

Quanto aos comitês de auditoria, cumpre ressaltar que (a) nos EUA aplicam-se ao conselho de administração (*board of directors*) todas as regras relativas aos comitês de auditoria, em relação aos emissores que não possuem um comitê de auditoria designado; (b) no Brasil, não há exigência de que emissores de valores mobiliários possuam um comitê de auditoria, embora as companhias abertas que possuam tais comitês previstos nos estatutos sociais, nos termos previstos pela Instrução CVM 308/99, gozem de alguns benefícios relativos ao prazo maior para rotação dos auditores independentes.

EUA	Brasil
<p>DEFINITIONS AND APPLICATION OF TITLE</p> <p>SEC. 3. (a) When used in this title, unless the context otherwise requires — (...) (58) AUDIT COMMITTEE.—The term “audit committee” means— (A) a committee (or equivalent body) established by and amongst the board of directors of an issuer for the purpose of overseeing the accounting and financial reporting processes of the issuer and audits of the financial statements of the issuer; and (B)</p>	<p>Art. 23. É vedado ao Auditor Independente e às pessoas físicas e jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, em relação às entidades cujo serviço de auditoria contábil esteja a seu cargo: I – adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes de um mesmo grupo econômico; ou II - prestar serviços de consultoria que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência.</p>

<p>if no such committee exists with respect to an issuer, the entire board of directors of the issuer. (...)</p> <p>SEC. 10A. AUDIT REQUIREMENTS (...)</p> <p>(b) REQUIRED RESPONSE TO AUDIT DISCOVERIES.— (1) INVESTIGATION AND REPORT TO MANAGEMENT.—If, in the course of conducting an audit pursuant to this title to which subsection (a) applies, the registered public accounting firm detects or otherwise becomes aware of information indicating that an illegal act (whether or not perceived to have a material effect on the financial statements of the issuer) has or may have occurred, the firm shall, in accordance with generally accepted auditing standards, as may be modified or supplemented from time to time by the Commission— (A)(i) determine whether it is likely that an illegal act has occurred; and (ii) if so, determine and consider the possible effect of the illegal act on the financial statements of the issuer, including any contingent monetary effects, such as fines, penalties, and damages; and (B) as soon as practicable, inform the appropriate level of the management of the issuer and assure that the audit committee of the issuer, or the board of directors of the issuer in the absence of such a committee, is adequately informed with respect to illegal acts that</p>	<p>Parágrafo único. São exemplos de serviços de consultoria previstos no caput deste artigo: I - assessoria à reestruturação organizacional; II - avaliação de empresas; III - reavaliação de ativos; IV - determinação de valores para efeito de constituição de provisões ou reservas técnicas e de provisões para contingências; V - planejamento tributário; VI - remodelamento dos sistemas contábil, de informações e de controle interno; ou VII - qualquer outro produto ou serviço que influencie ou que possa vir a influenciar as decisões tomadas pela administração da instituição auditada. (...)</p> <p>Art. 25. No exercício de suas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários, o auditor independente deverá, adicionalmente: (...) II - elaborar e encaminhar à administração e, quando solicitado, ao Conselho Fiscal, relatório circunstanciado que contenha suas observações a respeito de deficiências ou ineficácia dos controles internos e dos procedimentos contábeis da entidade auditada; (...)</p> <p>Parágrafo único. Constatada qualquer irregularidade relevante em relação ao que estabelece os incisos I e II, o auditor independente deverá comunicar o fato à CVM, por escrito, no prazo máximo de vinte dias, contados da data da sua ocorrência. (...)</p>
---	---

<p>have been detected or have otherwise come to the attention of such firm in the course of the audit, unless the illegal act is clearly inconsequential. (...)</p> <p>(d) CIVIL PENALTIES IN CEASE-AND-DESIST PROCEEDINGS.—If the Commission finds, after notice and opportunity for hearing in a proceeding instituted pursuant to section 21C, that a registered public accounting firm has willfully violated paragraph (3) or (4) of subsection (b), the Commission may, in addition to entering an order under section 21C, impose a civil penalty against the registered public accounting firm and any other person that the Commission finds was a cause of such violation. The determination to impose a civil penalty and the amount of the penalty shall be governed by the standards set forth in section 21B. (...)</p> <p>(g) PROHIBITED ACTIVITIES.—Except as provided in subsection (h), it shall be unlawful for a registered public accounting firm (and any associated person of that firm, to the extent determined appropriate by the Commission) that performs for any issuer any audit required by this title or the rules of the Commission under this title or, beginning 180 days after the date of commencement of the operations of the Public Company Accounting Oversight Board established under section 101 of the</p>	<p>Art. 31. O Auditor Independente - Pessoa Física e o Auditor Independente - Pessoa Jurídica não podem prestar serviços para um mesmo cliente, por prazo superior a cinco anos consecutivos, contados a partir da data desta Instrução, exigindo-se um intervalo mínimo de três anos para a sua recontratação.</p> <p>Art. 31-A O prazo estabelecido no art. 31 desta Instrução é de até 10 (dez) anos consecutivos caso: I – a companhia auditada possua Comitê de Auditoria Estatutário - CAE em funcionamento permanente; e II – o auditor seja pessoa jurídica.</p> <p>§ 1º Para a utilização da prerrogativa prevista no caput, o CAE deverá estar instalado no exercício social anterior à contratação do auditor independente. § 2º Adotada a prerrogativa prevista no caput, o auditor independente deve proceder à rotação do responsável técnico, diretor, gerente e de qualquer outro integrante da equipe de auditoria com função de gerência, em período não superior a 5 (cinco) anos consecutivos, com intervalo mínimo de 3 (três) anos para seu retorno.</p> <p>Art. 31-B O CAE deve: I – ser previsto no estatuto da companhia; II – ser órgão de assessoramento vinculado diretamente ao conselho de administração; III – reunir-se sempre que necessário, mas no mínimo bimestralmente, de forma que as</p>
---	--

<p>Sarbanes-Oxley Act of 2002 (in this section referred to as the “Board”), the rules of the Board, to provide to that issuer, contemporaneously with the audit, any nonaudit service, including— (1) bookkeeping or other services related to the accounting records or financial statements of the audit client; (2) financial information systems design and implementation; (3) appraisal or valuation services, fairness opinions, or contribution-in-kind reports; (4) actuarial services; (5) internal audit outsourcing services; (6) management functions or human resources; (7) broker or dealer, investment adviser, or investment banking services; (8) legal services and expert services unrelated to the audit; and (9) any other service that the Board determines, by regulation, is impermissible. (...)</p> <p>(j) AUDIT PARTNER ROTATION.—It shall be unlawful for a registered public accounting firm to provide audit services to an issuer if the lead (or coordinating) audit partner (having primary responsibility for the audit), or the audit partner responsible for reviewing the audit, has performed audit services for that issuer in each of the 5 previous fiscal years of that issuer. (...)</p> <p>(l) CONFLICTS OF INTEREST.—It shall be unlawful for a registered public accounting firm to perform for an issuer any audit service required by this title, if a</p>	<p>informações contábeis sejam sempre apreciadas antes de sua divulgação; IV – possuir regimento interno próprio, aprovado pelo conselho de administração, que preveja detalhadamente suas funções, bem como seus procedimentos operacionais; V – possuir coordenador, cujas atividades devem estar definidas no regimento interno; VI – possuir meios para receber denúncias, inclusive sigilosas, internas e externas à companhia, em matérias relacionadas ao escopo de suas atividades; e VII – possuir autonomia operacional e dotação orçamentária, anual ou por projeto, dentro de limites aprovados pelo conselho de administração para conduzir ou determinar a realização de consultas, avaliações e investigações dentro do escopo de suas atividades, inclusive com a contratação e utilização de especialistas externos independentes. (...)</p> <p>Art. 31-C O CAE deve ser composto por, no mínimo, 3 (três) membros, indicados pelo conselho de administração, que exercerão seus cargos por, no máximo, 10 (dez) anos, sendo: I – ao menos, 1 (um) membro do conselho de administração da companhia, que não participe da diretoria; e II – a maioria de membros independentes. (...)</p> <p>Art. 36. O descumprimento das disposições contidas nesta Instrução sujeita os seus infratores às penalidades previstas no art.</p>
--	--

<p>chief executive officer, controller, chief financial officer, chief accounting officer, or any person serving in an equivalent position for the issuer, was employed by that registered independent public accounting firm and participated in any capacity in the audit of that issuer during the 1-year period preceding the date of the initiation of the audit.</p> <p>(m) STANDARDS RELATING TO AUDIT COMMITTEES.— (1) COMMISSION RULES.— (A) IN GENERAL.—Effective not later than 270 days after the date of enactment of this subsection, the Commission shall, by rule, direct the national securities exchanges and national securities associations to prohibit the listing of any security of an issuer that is not in compliance with the requirements of any portion of paragraphs (2) through (6) (...).</p>	<p>11 da Lei nº 6.385/76.</p>
---	-------------------------------

4.4.7. Analistas de valores mobiliários (Analysts)

Como regra, nos termos da seção 203 do *Investment Advisers Act of 1940*, os analistas de valores mobiliários devem estar registrados junto à SEC, observadas algumas exceções dispostas na lei. Essa lei também prevê deveres e proibições aplicáveis aos analistas e confere poderes à SEC para fiscalizar a atividade dos analistas de valores mobiliários e lhes aplicar penalidades conforme o caso.

Adicionalmente, destaca-se que a seção 15D do SEA/1934 determina que a SEC cuide da adoção de normas preventivas de conflitos de interesses entre as atividades de análise de valores mobiliários representativos de equity (ações, bônus de subscrição, debêntures

conversíveis etc.) e de bancos de investimentos (subscrição pública e assessoria financeira de valores mobiliários), quando ambas são desenvolvidas por uma mesma instituição. A seção determina conteúdo mínimo para essas normas no sentido de (a) proteger os analistas de valores mobiliários de influências dos responsáveis pelas atividades de bancos de investimentos, (b) vedar temporariamente a atividade de análise de valores mobiliários de emissão de um emissor para instituições que estejam contratadas para atividade de bancos de investimento para esse mesmo emissor; e (c) criar barreiras contra fluxo de informações e pressão entre as áreas de análise e banco de investimentos.

Por fim, a seção 15D estabelece ainda deveres de divulgação pelos analistas de valores mobiliários de conflitos de interesses possivelmente existentes, dada a relação do analista com o emissor, ou do empregador do analista com o emissor, ou qualquer possível conflito que possa decorrer dessas relações.

No Brasil, a CVM tem poderes para baixar normas que disciplinem as atividades dos analistas de valores mobiliários, conforme previsão do artigo 27 da Lei 6.385/76. Os analistas de valores mobiliários ou os seus funcionários que executam a atividade de análise devem estar credenciados junto a entidades autorregulatórias autorizadas pela CVM, nos termos do artigo 5º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de julho de 2010.

No mesmo sentido da regulação norte-americana, essa Instrução prevê também uma série de normas voltadas à prevenção e ao tratamento de conflitos de interesses possivelmente existentes na atuação do analista de valores mobiliários, notadamente as normas dos artigos 4º, 12, 17 e 18 da Instrução.

EUA	Brasil
<p>Investment Advisers Act of 1940</p> <p>SEC. 203. (a) Except as provided in subsection (b) and section 203A [4], it shall be unlawful for any investment adviser, unless registered under this section, to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce in connection with his or its</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 27. A Comissão poderá fixar normas sobre o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários.</p> <p>Instrução CVM n.º 483</p> <p>Art. 4º É vedado ao analista de valores</p>

<p>business as an investment adviser. (...)</p> <p>SEA/1934</p> <p>SEC. 15D. SECURITIES ANALYSTS AND RESEARCH REPORTS. (a) ANALYST PROTECTIONS.—The Commission, or upon the authorization and direction of the Commission, a registered securities association or national securities exchange, shall have adopted, not later than 1 year after the date of enactment of this section, rules reasonably designed to address conflicts of interest that can arise when securities analysts recommend equity securities in research reports and public appearances, in order to improve the objectivity of research and provide investors with more useful and reliable information, including rules designed— (1) to foster greater public confidence in securities research, and to protect the objectivity and independence of securities analysts, by— (A) restricting the prepublication clearance or approval of research reports by persons employed by the broker or dealer who are engaged in investment banking activities, or persons not directly responsible for investment research, other than legal or compliance staff; (B) limiting the supervision and compensatory evaluation of securities analysts to officials employed by the</p>	<p>mobiliários: I – emitir relatórios de análise com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida; II – omitir informação sobre conflito de interesses; (...) V – participar, direta ou indiretamente, em qualquer atividade relacionada à oferta pública de distribuição de valores mobiliários, incluindo: a) esforços de venda de produto ou serviço no âmbito do mercado de valores mobiliários; e b) esforços para angariação de novos clientes ou trabalhos. VI – participar, direta ou indiretamente, de qualquer atividade ligada à consultoria financeira em operações de fusões e aquisições; e VII – divulgar o relatório de análise ou seu conteúdo, ainda que parcialmente, para pessoa que não faz parte da equipe de análise, em especial, o emissor objeto da análise ou cujos valores mobiliários sejam objeto da análise, antes de sua publicação, divulgação ou distribuição por meio dos canais adequados. (...)</p> <p>Art. 5º É obrigatório o credenciamento: I – dos analistas autônomos; e II – do analista responsável pelo relatório de análise, no caso dos analistas vinculados às pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III.</p> <p>Art. 6º O credenciamento de analistas de valores mobiliários é feito por entidades autorizadas pela CVM.(...)</p> <p>Art. 12. As pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, devem: I - supervisionar o</p>
--	---

<p>broker or dealer who are not engaged in investment banking activities; and (C) requiring that a broker or dealer and persons employed by a broker or dealer who are involved with investment banking activities may not, directly or indirectly, retaliate against or threaten to retaliate against any securities analyst employed by that broker or dealer or its affiliates as a result of an adverse, negative, or otherwise unfavorable research report that may adversely affect the present or prospective investment banking relationship of the broker or dealer with the issuer that is the subject of the research report, except that such rules may not limit the authority of a broker or dealer to discipline a securities analyst for causes other than such research report in accordance with the policies and procedures of the firm; (2) to define periods during which brokers or dealers who have participated, or are to participate, in a public offering of securities as underwriters or dealers should not publish or otherwise distribute research reports relating to such securities or to the issuer of such securities; (3) to establish structural and institutional safeguards within registered brokers or dealers to assure that securities analysts are separated by appropriate informational partitions within the firm from the review, pressure, or oversight of those whose involvement in</p>	<p>exercício das atividades profissionais dos analistas a elas vinculados de modo a garantir o cumprimento do disposto nesta Instrução; II – desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos adequados para: a) assegurar que o analista desempenhe suas funções com independência; b) impedir que seus interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem o trabalho dos analistas a elas vinculados; c) identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas a elas vinculados e dos seus relatórios de análise; e d) que os comandos dos arts. 15 a 20 sejam obedecidos em todos os relatórios de análise publicados, divulgados ou distribuídos; III – assegurar que os profissionais a elas vinculados cumpram o conjunto de regras decorrentes do inciso II; IV – divulgar o conjunto de regras decorrentes do inciso II, bem como suas atualizações, em sua página na rede mundial de computadores; V – comunicar à CVM, tão logo tenham conhecimento, condutas dos analistas a elas vinculados que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM; VI – comunicar às entidades credenciadoras, tão logo tenham conhecimento, infrações ao código de conduta profissional cometidas pelos analistas credenciados por aquelas</p>
---	--

<p>investment banking activities might potentially bias their judgment or supervision; and (4) to address such other issues as the Commission, or such association or exchange, determines appropriate. (b) DISCLOSURE.—The Commission, or upon the authorization and direction of the Commission, a registered securities association or national securities exchange, shall have adopted, not later than 1 year after the date of enactment of this section, rules reasonably designed to require each securities analyst to disclose in public appearances, and each registered broker or dealer to disclose in each research report, as applicable, conflicts of interest that are known or should have been known by the securities analyst or the broker or dealer, to exist at the time of the appearance or the date of distribution of the report, including— (...)</p>	<p>entidades; VII – segregar fisicamente as instalações onde a equipe de análise desenvolve suas atividades daquelas em que são desenvolvidas as demais atividades; VIII – nomear um responsável pela implementação e cumprimento dos incisos I a VII, bem como identificá-lo e fornecer seus dados de contato em sua página na rede mundial de computadores; e IX – dar às entidades credenciadoras acesso às suas instalações, arquivos e documentos relativos às regras, procedimentos e controles internos relacionados ao cumprimento desta Instrução, para que elas possam exercer as funções fiscalizadoras que lhes são atribuídas por esta Instrução. § 1º A estrutura organizacional das pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, não deve permitir que um indivíduo cujas funções sejam potencialmente incompatíveis com a imparcialidade da opinião emitida pelo analista o supervisione ou, de qualquer outra maneira, tenha ingerência sobre o conteúdo dos relatórios de análise ou sobre a remuneração do analista. (...)</p> <p>Art. 17. O analista deve incluir em todos os seus relatórios de análise, de forma clara e com o devido destaque, declarações: I – atestando que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e</p>
--	--

	<p>que foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa ou instituição à qual esteja vinculado, se for o caso; e II – informando o investidor caso o analista responsável ou quaisquer dos analistas envolvidos na elaboração do relatório de análise estejam em situação que possa afetar a imparcialidade do relatório ou que configure ou possa configurar conflito de interesses, incluindo, mas não se limitando aos casos em que: (...)</p> <p>Art. 18. As pessoas indicadas no art. 2º, incisos II e III, são responsáveis por declarar, sempre que aplicável, de forma clara e com o devido destaque, em todos os relatórios de análise que publicarem, divulgarem ou distribuírem, situações que possam afetar a imparcialidade do relatório de análise ou que configurem ou possam configurar conflito de interesses.</p>
--	--

4.4.8. Agências de classificação de risco de crédito (Credit rating agencies)

A seção 15E do SEA/1934 determina que as agências de classificação de risco de crédito que desejem seu reconhecimento como “nationally recognized statistical rating organizations (NRSRO)” devem registrar-se junto à SEC.

Com o registro, essas agências ficam sujeitas à regulação da SEC, que deve contemplar as previsões da lei sobre os requisitos mínimos para as entidades, dentre os quais: penalidades aplicáveis, políticas para o controle do uso indevido de informações confidenciais, conflitos de interesses (inclusive no que se refere à fonte de remuneração das agências, à prestação de outros serviços aos emissores cujos valores mobiliários são avaliados, e a quaisquer outras relações de interesse entre as agências e tais emissores),

separação entre as áreas responsáveis por vendas e *marketing* e as áreas responsáveis pela elaboração dos relatórios de *rating*, divulgação ao mercado do fato de empregados da agência terem trabalhado no emissor cujos valores mobiliários são objeto de análise, respeitados determinados requisitos.

A seção 15E determina ainda às NRSROs, dentre outros: (a) a divulgação gratuita de notas atribuídas no passado e subsequentes alterações, nos termos determinados pela SEC, de modo a permitir avaliar e comparar entre si a acuidade das notas atribuídas por cada agência; (b) a submissão à regulação pela SEC dos procedimentos e metodologias adotadas pelas agências inclusive no que se refere à alteração de tais procedimentos e metodologias; (c) a estrutura de governança corporativa mínima que deve haver nas agências; e (d) dever de reportar irregularidades encontradas nos emissores durante a análise para elaboração dos *ratings*.

A qualidade de NRSROs traz uma série de benefícios às agências de classificação de risco de crédito, notadamente, serem os relatórios por elas emitidos utilizados como parâmetros para alocação de recursos por investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras etc.), dadas as exigências legais, regulatórias ou contratuais aplicáveis a tais investidores.

O melhor exemplo da importância da qualidade de NRSROs são os *money market funds*, que são fundos de investimento de curto prazo e alta liquidez, substitutivos de aplicação em poupanças nos EUA, os quais representam um mercado de 2,9 trilhões de dólares norte-americanos. A regulação da SEC sobre esses fundos (Rule 2a-7) determina que os mesmos somente possam investir em ativos avaliados por NRSROs, sendo a avaliação dessas entidades determinante para tomada de decisão alocativa por esses fundos.

No Brasil, as agências de classificação de risco de crédito relacionado a valores mobiliários devem ser registradas, se nacionais, ou reconhecidas, se estrangeiras, pela CVM. Essas agências estão sujeitas às normas baixadas pela CVM, concentradas na Instrução CVM n.º 521, de 25 de abril de 2012, as quais dispõem substancialmente sobre os mesmos tópicos de que trata a seção 15E. Fica evidente no contraste entre as normas brasileira e norte-americana a influência das primeiras nas segundas.

EUA	Brasil
<p>SEC. 15E. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS.</p> <p>(a) REGISTRATION PROCEDURES.—</p> <p>(1) APPLICATION FOR REGISTRATION.— (A) IN GENERAL.—A credit rating agency that elects to be treated as a nationally recognized statistical rating organization for purposes of this title (in this section referred to as the “applicant”), shall furnish to the Commission an application for registration, in such form as the Commission shall require, by rule or regulation issued in accordance with subsection (n), and containing the information described in subparagraph (B). (...)</p> <p>(3) INTERNAL CONTROLS OVER PROCESSES FOR DETERMINING CREDIT RATINGS.— (A) IN GENERAL.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, enforce, and document an effective internal control structure governing the implementation of and adherence to policies, procedures, and methodologies for determining credit ratings, taking into consideration such factors as the Commission may prescribe, by rule. (...)</p>	<p>Art. 2º A classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários é atividade privativa de agência de classificação de risco de crédito registrada, no caso de agência domiciliada no Brasil, ou reconhecida, no caso de agência domiciliada no exterior, pela CVM. (...)</p> <p>Art. 12. A agência de classificação de risco de crédito deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações:</p> <p>I – formulário de referência; II – código de conduta; III – descrição das regras, procedimentos e mecanismos de controles internos, elaborados para o cumprimento desta Instrução; IV – metodologias atualizadas; V – tabela de referência cruzada entre as classificações de risco de crédito na escala nacional e na escala global; VI – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado e suas atualizações; e VII – opiniões preliminares da agência sobre as classificações de risco de crédito que não forem utilizadas pelo emissor no momento da divulgação da operação, ainda que a agência não tenha sido contratada em definitivo.</p> <p>Parágrafo único. As opiniões preliminares previstas no inciso VII do caput devem ser divulgadas, imediatamente após a divulgação da operação, pela agência na</p>

<p>(g) PREVENTION OF MISUSE OF NONPUBLIC INFORMATION.— (1) ORGANIZATION POLICIES AND PROCEDURES.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of the business of such nationally recognized statistical rating organization, to prevent the misuse in violation of this title, or the rules or regulations hereunder, of material, nonpublic information by such nationally recognized statistical rating organization or any person associated with such nationally recognized statistical rating organization.(...)</p> <p>(h) MANAGEMENT OF CONFLICTS OF INTEREST.— (1) ORGANIZATION POLICIES AND PROCEDURES.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of the business of such nationally recognized statistical rating organization and affiliated persons and affiliated companies thereof, to address and manage any conflicts of interest that can arise from such business. (...)</p> <p>(A) RULES REQUIRED.—The Commission shall issue rules to prevent the sales and marketing considerations of a</p>	<p>sua página na rede mundial de computadores. (...)</p> <p>Art. 19. A agência de classificação de risco de crédito deve: I – exercer suas atividades com probidade, boa fé e ética profissional; II – comunicar à CVM, tão logo tenha conhecimento, condutas dos analistas e demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco de crédito que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM; III – diante de uma situação de conflito de interesses, informar à requerente que está agindo em conflito de interesses e quais as fontes desse conflito, antes de emitir a classificação de risco; IV – rever todo o trabalho relevante do analista de classificação de risco de crédito nos 2 (dois) anos anteriores à sua saída dos quadros de empregados da agência de classificação de risco de crédito, caso tenha ido trabalhar para entidades avaliadas ou partes a elas relacionadas; e V – elaborar código de conduta. (...)</p> <p>Art. 22. É vedado à agência de classificação de risco de crédito: I – emitir classificações de risco com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida; II – omitir informação sobre conflito de interesses; III – permitir que os analistas de classificação de risco de crédito ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de</p>
--	--

<p>nationally recognized statistical rating organization from influencing the production of ratings by the nationally recognized statistical rating organization. (...)</p> <p>(4) LOOK-BACK REQUIREMENT.—</p> <p>(A) REVIEW BY THE NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce policies and procedures reasonably designed to ensure that, in any case in which an employee of a person subject to a credit rating of the nationally recognized statistical rating organization or the issuer, underwriter, or sponsor of a security or money market instrument subject to a credit rating of the nationally recognized statistical rating organization was employed by the nationally recognized statistical rating organization and participated in any capacity in determining credit ratings for the person or the securities or money market instruments during the 1-year period preceding the date an action was taken with respect to the credit rating, the nationally recognized statistical rating organization shall— (i) conduct a review to determine whether any conflicts of interest of the employee influenced the credit rating; and (ii) take action to revise the rating if appropriate, in</p>	<p>risco participem do processo de negociação dos termos de contratação do serviço; IV – condicionar a remuneração e avaliação de desempenho dos analistas de classificação de risco de crédito e das demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco à receita oriunda de entidade avaliada ou de parte a ela relacionada; V – fornecer para a entidade avaliada ou para parte a ela relacionada serviços de consultoria ou quaisquer outros serviços que possam comprometer a independência do trabalho da agência; VI – fazer propostas ou recomendações, formal ou informalmente, relativas a ativos financeiros sobre os quais a agência deve emitir uma classificação; e VII – emitir ou continuar acompanhando a classificação de risco, caso: a) a agência detenha, direta ou indiretamente, ativos financeiros da entidade avaliada ou de parte a ela relacionada; b) a entidade avaliada ou parte a ela relacionada faça parte do bloco de controle, direta ou indiretamente, da agência de classificação de risco de crédito; c) os analistas ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco detenham, direta ou indiretamente, ativos financeiros de entidade por eles avaliada ou de parte a ela relacionada; d) os analistas ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco sejam membros</p>
--	--

<p>accordance with such rules as the Commission shall prescribe. (...)</p> <p>(q) TRANSPARENCY OF RATINGS PERFORMANCE.— (1) RULEMAKING REQUIRED.—The Commission shall, by rule, require that each nationally recognized statistical rating organization publicly disclose information on the initial credit ratings determined by the nationally recognized statistical rating organization for each type of obligor, security, and money market instrument, and any subsequent changes to such credit ratings, for the purpose of allowing users of credit ratings to evaluate the accuracy of ratings and compare the performance of ratings by different nationally recognized statistical rating organizations.(...)</p> <p>(r) CREDIT RATINGS METHODOLOGIES.—The Commission shall prescribe rules, for the protection of investors and in the public interest, with respect to the procedures and methodologies, including qualitative and quantitative data and models, used by nationally recognized statistical rating organizations that require each nationally recognized statistical rating organization— (...)</p> <p>(t) CORPORATE GOVERNANCE, ORGANIZATION, AND MANAGEMENT OF CONFLICTS OF INTEREST.— (1) BOARD OF</p>	<p>do conselho de administração ou tenham algum poder de ingerência sobre a entidade avaliada; e) os analistas ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco tenham mantido qualquer relação com a entidade avaliada ou com parte a ela relacionada que possa causar conflito de interesses; ou f) não existam dados confiáveis ou a complexidade da estrutura do novo tipo de ativo financeiro possa por em risco a qualidade da classificação de risco a ser emitida. (...)</p> <p>Art. 28. A agência de classificação de risco de crédito deve assegurar a adequada segregação entre as atividades de classificação de risco e as demais atividades exercidas pela agência ou por partes a ela relacionadas, adotando procedimentos operacionais que objetivem: I – a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de valores mobiliários; II – o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da agência; III – a preservação de informações confidenciais por administradores, analistas de classificação de risco de crédito e demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco; e IV – o acesso restrito a arquivos, bem como a adoção de controles que</p>
--	--

<p>DIRECTORS.—Each nationally recognized statistical rating organization shall have a board of directors. (...)</p> <p>(u) DUTY TO REPORT TIPS ALLEGING MATERIAL VIOLATIONS OF LAW.—</p> <p>(1) DUTY TO REPORT.—Each nationally recognized statistical rating organization shall refer to the appropriate law enforcement or regulatory authorities any information that the nationally recognized statistical rating organization receives from a third party and finds credible that alleges that an issuer of securities rated by the nationally recognized statistical rating organization has committed or is committing a material violation of law that has not been adjudicated by a Federal or State court.</p>	<p>restringam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais. (...)</p> <p>Art. 29. A agência de classificação de risco deve: I – adotar metodologias de análise rigorosas, sistemáticas e, sempre que possível, que gerem classificações de risco passíveis de verificação objetiva; e II – revisar, no mínimo anualmente, metodologias e modelos por ela adotados. Parágrafo único. A função de revisão prevista no inciso II do caput deve ser independente da função relacionada à emissão da classificação de risco, devendo responder diretamente aos órgãos da administração da agência. (...)</p> <p>Art. 31. A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar documento, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas desde 2002 pela agência, por segmento, de modo a evidenciar: I – as classificações de risco iniciais, e as transições ocorridas para cada classificação, no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos (matriz de transição de classificação de risco); e II – a taxa de inadimplência relativa ao emissor, operação estruturada, obrigação financeira ou qualquer outro ativo financeiro classificado com determinada classificação no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos (matriz de taxa de inadimplência). Parágrafo único. A agência de classificação de risco de crédito que faz</p>
--	--

	parte de conglomerado com atuação em outras jurisdições deve também apresentar as matrizes com informações do mercado global.
--	---

4.5. Operações fraudulentas

A seção 10 do SEA/1934 abriga disposições gerais relativas a operações fraudulentas no mercado de capitais, enquanto as seções 17 do SA/1933 e 9, 14, 15 e 16 do SEA/1934 abrigam disposições sobre tais atos em contextos específicos, respectivamente nos contextos de (a) vendas ou ofertas de vendas de valores mobiliários, (b) manipulações artificiais dos preços dos valores mobiliários, (c) pedidos públicos de procuração, (d) atividades dos intermediários de valores mobiliários (*brokers* e *dealers*) e (e) negociação de valores mobiliários com base em informações não públicas.

A seção 10 do SEA/1934 é a fonte normativa mais ampla que visa ao combate de operações fraudulentas, dado que tal seção confere à SEC poderes gerais para emitir normas sobre tais operações, no interesse público e no interesse da proteção dos investidores.

A SEC atendendo a tal previsão emitiu a Rule 10b-5, cuja vedação às operações fraudulentas inclui não somente a hipótese de fraude na venda ou oferta de venda, mas também na compra ou oferta de compra de valores mobiliários, e não somente operações relacionadas a valores mobiliários objeto de registro nos termos do SEA/1934, mas também operações relacionadas a qualquer ativo financeiro que possa ser qualificado como valor mobiliário. O alcance das normas da Rule 10b-5 da SEC ganhou vasta amplitude nos precedentes emitidos pelas Cortes dos EUA¹¹⁹¹²⁰.

Os subitens seguintes analisam as duas principais espécies de operações fraudulentas, as quais ganharam tratamento normativo adicional. Certamente há uma infinidade de outros exemplos de operações fraudulentas, as quais podem ser encontradas na jurisprudência das Cortes norte-americanas, ou as quais ainda serão reveladas pela criatividade dos agentes do mercado.

¹¹⁹ RATNE, David L. op. cit. p 136.

¹²⁰ LOSS, Louis. op. cit. p. 820-823.

Em ambos os subitens abaixo, tenha-se por incluída na comparação dos textos normativos a seção 10 do SEA/1934 abaixo transcrita.

EUA
<p>REGULATION OF THE USE OF MANIPULATIVE AND DECEPTIVE DEVICES</p> <p>SEC. 10. It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—</p> <p>(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stoploss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. (2) [31] Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.</p> <p>(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securitiesbased swap agreement[32] any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p> <p>(c)(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p>

4.5.1. Operações manipulativas

Assim como a seção 10 do SEA/1934 e a respectiva Rule 10b-5 da SEC, a seção 9 do SEA/1934 também veda as operações manipulativas dos preços dos valores mobiliários nos mercados secundários¹²¹. Essas operações não guardam seu fundamento econômico na transação subjacente, e sim guardam seu fundamento econômico na manipulação dos preços praticados pelo mercado e na obtenção de benefícios a partir desses preços manipulados.

Exemplos dessas operações são transações com um determinado valor mobiliário (a) por diferentes entidades que são controladas por um só agente final, o qual deseja criar

¹²¹ LOSS, Louis. op. cit. p. 983-1006.

aparência de liquidez dos valores mobiliários, ou induzir a elevação ou queda temporária dos preços desses valores mobiliários; (b) e simultânea divulgação de boatos ao público com a intenção de influenciar o preço dos valores mobiliários; ou (c) com a finalidade de estabilizar ou fixar os preços de valores mobiliários, sem obediência às regras da SEC que disciplinam a estabilização de preços por agentes do mercado.

Nas normas brasileiras, o que há de mais similar às normas dos EUA sobre operações manipulativas são (a) o inciso V do artigo 4º da Lei 6.385/76, que inclui no escopo de atuação do CMN e da CVM a coibição dessas operações; (b) a alínea b), do inciso II, do artigo 18 da Lei 6.385/76, que confere à CVM poderes para definir operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores mobiliários; e (c) a Instrução CVM n.º 8, de 08 de outubro de 1979, que abriga as definições dadas pela CVM para manipulação de preços, operação fraudulenta e prática não equitativa.

EUA	Brasil
<p>PROHIBITION AGAINST MANIPULATION OF SECURITY PRICES SEC. 9. (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange— (1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security other than a government security, or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial</p>	<p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...)</p> <p>V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (...)</p> <p>Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) II - definir: (...)</p> <p>b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço;</p>

<p>ownership thereof, or (B) to enter an order or orders for the purchase of such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties, or (C) to enter any order or orders for the sale of any such security with the knowledge that an order or orders of substantially the same size, at substantially the same time, and at substantially the same price, for the purchase of such security, has been or will be entered by or for the same or different parties. (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. (...)</p> <p>(4) If a dealer, broker, security-based swap dealer, major security-based swap participant, or other person selling or offering for sale or purchasing or offering to purchase the security, a security based</p>	<p>operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;(...).</p> <p>ICVM 8</p> <p>(...) I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.</p> <p>II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; b) manipulação de preços 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; c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardil ou artifício</p>
--	--

<p>swap, or security-based swap agreement with respect to such security, to make, regarding any security other than a government security, any security not so registered, any security-based swap, or any security-based swap agreement with respect to such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security, such security-based swap, or such security-based swap agreement any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which that person knew or had reasonable ground to believe was so false or misleading. (...)</p> <p>(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security other than a government security for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.</p>	<p>destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros; d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. (...)</p>
--	--

4.5.2. Insider trading

O *insider trading* refere-se à negociação de valores mobiliários por aquele que possui informações não públicas e relevantes que possam afetar a decisão de investimento em tais valores mobiliários. Essa conduta ilícita tem por sujeitos: (a) os *insiders* primários, que são os administradores, pessoas a eles subordinadas, acionistas controladores, empregados e outras pessoas que possuam relação direta com o emissor de valores

mobiliários; e (b) os *insiders* secundários, que são os intermediários de ofertas públicas, auditores independentes, advogados, e demais prestadores de serviços aos emissores com acesso privilegiado às respectivas informações¹²².

Essa prática é vedada pela legislação federal dos EUA desde a introdução do SEA/1934¹²³, cujo propósito em instituir tal vedação é assegurar condições de igualdade entre os agentes no mercado e evitar o uso indevido de informações dos emissores de valores mobiliários.

A seção 16 do SEA/1934 abriga uma vedação indireta restrita da prática de *insider trading*, relativa ao direito do emissor de reaver quaisquer lucros auferidos pelos *insiders primários* com negociação de ações ou valores mobiliários representativos de *equity* de emissão de tal emissor no período de até 06 meses entre a compra e a venda de tais valores mobiliários. Essa seção alcança somente os *insiders primários* e se limita aos negócios realizados no dado intervalo de tempo, razão porque é também conhecida no mercado como “*short-swing profit prohibition provision*”.

Por sua vez, a seção 10 do SEA/1934 e a respectiva Rule 10b-5 da SEC constituem o ponto focal do texto normativo que proíbe a negociação com valores mobiliários utilizando informações relevantes não públicas¹²⁴. Esses dois textos normativos são a base para a rica jurisprudência das Cortes norte-americanas sobre o tema, que expandiu a aplicação da vedação ao *insider trading*, inclusive para abranger a negociação por *insiders* secundários, sem limitação relativa ao tempo que decorreu entre a compra e a venda dos valores mobiliários¹²⁵.

Além desses textos, ressaltam-se também a seções 20A e 21A do SEA/1934, as quais tratam respectivamente da responsabilidade civil perante terceiros daqueles que cometem o ilícito em estudo e da penalidade civil aplicada judicialmente por ação iniciada pela SEC para condenação daqueles que cometem o ilícito em estudo. Essas duas seções foram introduzidas por força do *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*, de modo a reforçar os incentivos negativos à prática de *insider trading*.

¹²² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v. 13. n. 47. p. 227-245. jan./mar. 2010. p. 241.

¹²³ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. “**Insider Trading**” – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin. 2005. p.213.

¹²⁴ MORRISON, Alan B. op. cit. p. 606-609.

¹²⁵ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. op. cit. p.223.

Nas normas brasileiras, a vedação ao insider trading existe desde 1964, sendo esse fato notável em comparação a outros países desenvolvidos ou em desenvolvimento, os quais em sua maioria adotaram a vedação ao insider trading somente nos anos 90¹²⁶.

A vedação nas normas brasileiras encontra-se disciplinada atualmente nos artigos 155 a 159 da Lei 6.404/76, nos artigos 4º e 27-D da Lei 6.385/76 e no artigo 13 da Instrução CVM n.º 358, de 03 de janeiro de 2002.

Se levados em conta somente os textos normativos norte-americanos e brasileiros sobre *insider trading*, poder-se-ia dizer que são similares as normas sobre o tema vigente nas duas jurisdições. Todavia, nos EUA, os contornos das vedações ao *insider trading* são em grande medida estabelecidos pelos precedentes judiciais das Cortes, o que não ocorre no Brasil, dada a filiação do sistema jurídico brasileiro ao modelo europeu continental e dada a inexistência de grande número de julgados nacionais sobre o tema.

No Brasil, muitos dos contornos das vedações ao *insider trading* ocupam ainda somente as páginas dos trabalhos doutrinários e não dos autos judiciais ou administrativos, como ocorre nos EUA¹²⁷.

EUA	Brasil
<p>SEC. 16. DIRECTORS, OFFICERS, AND PRINCIPAL STOCKHOLDERS (...)</p> <p>(b) For the purpose of preventing the unfair use of information which may have been obtained by such beneficial owner, director, or officer by reason of his relationship to the issuer, any profit realized by him from any purchase and sale, or any sale and purchase, of any equity security of such issuer (other than an exempted security) or a security-based swap agreement involving any such equity security within any period of less than six</p>	<p>Lei 6.404/76</p> <p>Art. 155 (...)</p> <p>§ 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.</p>

¹²⁶ MARTINS PROENÇA, José Marcelo. Ibid. p.205.

¹²⁷ Uma análise atual e condensada desses contornos pode ser consultada em WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. **Liabilities under the Federal Securities Laws**. September 2014. p. 116-128 <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2014.pdf>

<p>months, unless such security or security-based swap agreement was acquired in good faith in connection with a debt previously contracted, shall inure to and be recoverable by the issuer, irrespective of any intention on the part of such beneficial owner, director, or officer in entering into such transaction of holding the security or security-based swap agreement purchased or of not repurchasing the security or security-based swap agreement sold for a period exceeding six months. (...)</p> <p>LIABILITY TO CONTEMPORANEOUS TRADERS FOR INSIDER TRADING SEC. 20A.</p> <p>(a) PRIVATE RIGHTS OF ACTION BASED ON CONTEMPORANEOUS TRADING.—Any person who violates any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security while in possession of material, non-public information shall be liable in an action in any court of competent jurisdiction to any person who, contemporaneously with the purchase or sale of securities that is the subject of such violation, has purchased (where such violation is based on a sale of securities) or sold (where such violation is based on a purchase of securities) securities of the same class (...).</p> <p>CIVIL PENALTIES FOR INSIDER TRADING</p>	<p>§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.</p> <p>§ 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.</p> <p>§ 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.(...)</p> <p>Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...)</p> <p>Lei 6.385/76</p> <p>Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de (...)</p> <p>IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: (...)</p> <p>c) o uso de informação relevante não</p>
---	---

<p>SEC. 21A.</p> <p>(a) AUTHORITY TO IMPOSE CIVIL PENALTIES.— (1) JUDICIAL ACTIONS BY COMMISSION AUTHORIZED.— Whenever it shall appear to the Commission that any person has violated any provision of this title or the rules or regulations thereunder by purchasing or selling a security or securitybased swap agreement while in possession of material, nonpublic information in, or has violated any such provision by communicating such information in connection with, a transaction on or through the facilities of a national securities exchange or from or through a broker or dealer, and which is not part of a public offering by an issuer of securities other than standardized options or security futures products, the Commission— (A) may bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by the person who committed such violation; and (B) may, subject to subsection (b)(1), bring an action in a United States district court to seek, and the court shall have jurisdiction to impose, a civil penalty to be paid by a person who, at the time of the violation, directly or indirectly controlled the person who committed such violation (...).</p>	<p>divulgada no mercado de valores mobiliários. (...)</p> <p>ICVM n.º 358</p> <p>Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a</p>
---	---

	respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados (...).
--	---

CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES

Cumpra a este último capítulo evidenciar as conclusões sobre a contribuição do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro.

A principal contribuição do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro foi a própria estrutura do sistema financeiro brasileiro, o qual teve sua composição orgânica inspirada no sistema americano, desde a reforma da legislação bancária em 1964, e notadamente a partir de 1976, com a reforma da legislação de mercado de capitais e companhias abertas (ver itens 3.1.3 e 3.1.4.).

O sistema normativo brasileiro de proteção do investidor absorveu a segmentação das atividades profissionais dos agentes de mercado do sistema financeiro; a teleologia normativa voltada ao financiamento de longo prazo das empresas nacionais; a divulgação de informações como técnica central de proteção dos investidores (em detrimento da análise de mérito dos investimentos pelos reguladores); a partir de 1989, os instrumentos processuais de defesa massificada de investidores no mercado de capitais; e, pelo menos até 1976, a pulverização acionária típica do mercado dos EUA (ver itens 3.1.3 e 3.1.4.).

Após 1976, há ainda uma série de contribuições do direito dos EUA que se fazem notar no sistema normativo brasileiro de proteção do investidor: a existência de um órgão único especializado na regulação e supervisão do mercado de capitais (ver item 4.1. acima); a delimitação da competência e os princípios das normas de proteção do investidor no mercado de capitais (ver item 4.2.); as técnicas de regulação de emissores de valores mobiliários negociados publicamente baseadas na divulgação de informações ao regulador e ao mercado e baseadas em certas normas proibitivas (ver item 4.3.); a disciplina dos ambientes públicos de negociação de valores mobiliários, das infraestruturas do mercado de capitais e das entidades autorregulatórias (ver itens 4.4.1., 4.4.2., 4.4.4. e 4.4.5.); a disciplina dos prestadores de serviços no mercado de capitais (intermediários, auditores independentes, analistas e as agências de classificação de risco de crédito, ver demais itens subitens do 4.4.); e a regulação das operações fraudulentas nos mercados de capitais, inclusive o *insider trading* (ver item 4.5.).

Todas essas contribuições do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro amalgamaram-se à realidade e ao sistema jurídico brasileiro, ganhando cores próprias em nosso país.

Como última palavra, buscou-se com esse trabalho adiantar uma agenda de assuntos específicos para futura pesquisa sobre as contribuições do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro. Esta agenda serve também como visão panorâmica e preliminar de tais contribuições.

BIBLIOGRAFIA

LIVROS:

- ACHARYA, Viral V. et al. **Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the new architecture of global finance**. New Jersey: John Wiley & Sons. 2011.
- ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quorum. 2008
- BARCELLOS, Marta. **Stories of the Brazilian Capital Market**. Rio de Janeiro: Campus. 2011.
- BARTOS, Jim. **United States Securities Law: A Practical Guide**. 3ed. Alphen aan den Rijn: Klumer Law. 2006.
- BLOOMENTHAL, Harold, WOLFF, Samuel. **Securities Law Handbook**. Securities Law Handbook Series. NY: Aspen. 2014.
- CCH ATTORNEY-EDITOR. **Securities and Derivatives Reforms in 2010. A Guide to the Legislation**. New York: CCH Incorporated.
- CHOI, Stephen J. and Pritchard, A.C. **Securities Regulation: Cases and Analysis**. New York: Reuters/Foundation Press. 2008
- COFFEE JR., John C; SALE, Hillary A. **Securities Regulation**. 11^a ed. NY: Thompson. 2009.
- COLLINS, Patrick S. **Regulation of Securities, Markets and Transactions**. New Jersey: Wiley. 2011.
- COMPARATO, Fábio Konder. Notas sobre Parte e Legitimação nos Negócios Jurídicos *in* **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense. 1978.
- COSTA, Roberto Teixeira. **Mercado de Capitais: uma trajetória de 50 anos**. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo. 2006.
- EIZIRIK, Nelson Laks. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ed. Rio de Janeiro: Renovar. 2011.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin. 2009.

- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Direito GV. **Poder Judiciário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Prêmio BOVESPA – Direito GV. 2007. São Paulo: Saraiva. 2008.
- HAY, Peter. **Law of United States: an overview**. Munchen: Beck. 2002.
- HAZEN, Thomas Lee. **Federal Securities Law**. 2ª ed. Federal Judicial Center. 2003. Disponível em <https://public.resource.org/scribd/8763780.pdf>. Acesso em 29 jun. 2015.
- _____. **The Law of Securities Regulation**. 6ed. St. Paul: West. 2009.
- KHADEMIAN, Anne M. **The SEC and Capital Market Regulation. The Politics of Expertise**. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press. 1992.
- LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das S.A.; pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar. 1992.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “insider trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1982.
- LEVY, Maria Bárbara. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC. 1977.
- LOSS, Luis and SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of Securities Regulation**. 5ed. Aspen: Aspen Publishers. 2003.
- MARTINS PROENÇA, José Marcelo. **“Insider Trading” – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin. 2005.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Mercado de Capitais no Brasil. in LIMA, Maria Lúcia L.M. Pádua (coord.). **Direito e Economia. 30 anos de Brasil. Agenda Contemporânea**. Tomo 2. São Paulo: Saraiva. 2012.
- MORRISON, Alan B. **Fundamentals of American law**. New York: Oxford University Press. 1997.
- PARRISH, Michael E. **Securities Regulation and the New Deal**. New Heaven: Yale University Press. 1970.
- RATNE, David L. **Securities regulation in a nutshell**. St. Paul: West Group. 1998.
- REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard. **The Oxford handbook of comparative law**. Oxford: Oxford University Press. 2008.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. **O Fim da Responsabilidade Limitada no Brasil. História, Direito e Economia**. São Paulo: Malheiros. 2014.

SELIGMAN, Joel. **The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance.** Boston: Houghton Mifflin. 1982.

TRUBEK, David M. **Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (1965-1970)** / David M. Trubek, Jorge Hilário Gouvêa Vieira, Paulo Fernandes de Sá. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Bancos centrais no direito comparado: o sistema financeiro nacional e o Banco Central do Brasil (o regime vigente e as propostas de reformulação).** São Paulo: Malheiros. 2005.

_____. **Curso de direito comercial.** São Paulo: Malheiros. 2011.

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. **Liabilities under the Federal Securities Laws.** Setembro 2014. Disponível em: <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2014.pdf>. Acesso em 23 nov. 2015.

WALTON, Gary M, ROCKOFF, Hugh. **History of the American Economy.** Fort Worth: Dryden Press. 1994.

WATSON, Alan. **Legal transplants an approach to comparative law.** Athens: University of Georgia Press. 1993.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Elsevier. 2009.

ZWEIGERT, Konrad; Kötz, Hein. **Introduction to comparative law.** Trad. Tony Weir. Oxford: Clarendon Press. 1998.

ARTIGOS:

ALMEIDA, Samy Sanches de. Crise dos derivativos: reforma dodd-frank e o clearing centralizado *in* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** São Paulo. v.50. n.157. p.167-85. jan./mar. 2011.

ARAGÃO, Paulo Cezar. A CVM em juízo: limites e possibilidades *in* **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais.** São Paulo. v.9. n.34. p.38-49. out./dez. 2006.

BENSTON, George. Required disclosure and the stock market: an evaluation of the Securities Exchange Act of 1934 *in American Economic Review*, v. 63, p. 132-155, 1973.

_____ Universal Banking *in Journal of Economic Perspectives*. v. 8, n. 3. 1994. p. 121-143.

BERNARDES, Luiz Antônio; SANTOS, Márcio Francisco dos. Os princípios que norteiam o sistema financeiro nacional *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.48. n.151/152. p.125-35. jan./dez. 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do Seu Objeto *in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo. n.60. p.45-53.

COX, James D., THOMAS, Randall. SEC Enforcement Heuristics: An Empirical Inquiry *in Duke Law Journal*. v. 53. 2003.

EIZIRIK, Nelson. Aspectos jurídicos do "underwriting" *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.26. n.66. p.19-28. abr./jun. 1987.

FRONTINI, Paulo Salvador. Ministério Público, ação civil pública e defesa dos interesses difusos *in Justitia*. São Paulo. v.47. n.131. p.263-78. set. 1985.

_____ Sociedade anônima - direito de retirada - recesso de dissidente - Lei Lobão: um precedente judicial *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.31. n.86. p.71-7. 1992.

FURIATI, Bruno Pierin. A supranacionalidade do direito no mercado de capitais *in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo. v.48. n.151/152. p.152-63. jan./dez. 2009.

JACKSON, Howell E. and ROE, Mark J., Public and Private Enforcement of Securities Laws: Resource-Based Evidence (March 16, 2009) *in Journal of Financial Economics (JFE)*. Vol. 93, 2009; Harvard Public Law Working Paper No. 0-28; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 638. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1000086>. Acesso em 23 nov. 2015.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance *in The Journal of Political Economy*. v. 106. n.6, p. 1113-1155. Dec. 1998.

_____. Investor protection and corporate governance in **Journal of Financial Economics**. n. 57. p. 3-26. 2000.

_____. What Works in Securities Laws? in **Journal of Finance**. v. 61, n. 1. p. 1-32. 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9882.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2014.

LARA RESENDE, A. A política Brasileira de Estabilização: 1963/1968 in **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 12, n. 3, dez. 1982.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A adoção do Chinese Wall e a repressão ao insider trading in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v. 13. n. 47. p. 227-245. jan./mar. 2010. p. 241

MELARÉ, Márcia Regina Machado. A responsabilidade civil do underwriter pelas informações prestadas ao mercado investidor in **Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo**. São Paulo. v.6. n.12. p.263-71. jul./dez. 2003.

MODIGLIANI, F.; PEROTI, E.C. Corporate Law Enforcement and the Development of Securities Markets: Theory and Evidence in **Managerial and Decision Economics**. n. 18. p. 515-529.1998.

PELA, Juliana Krueger. Origem e Desenvolvimento das Golden Shares in **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**. v. 103. p. 187-238. Jan/dez 2008.

ROBERT, Bruno. Proxy solicitation and shareholder director nominations in brazil: a comparative analysis of instrução CVM n. 481/2009 in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.49. n.155/156. p.76-104. ago./dez. 2010.

RUSSO, Ricardo Simões. Considerações Gerais sobre as Chamadas Financial Holding Companies in **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.140. out./dez. 2005.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Jula Sotto Mayor; BARROS, José Eduardo Guimarães. Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.69-84. out./dez.

SARNO, Paula Marina. A criação da CVM e a regulação sobre as companhias abertas: 1976-1986 in **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.219-36. out./dez.

SZTAJN, Raquel. Regulação e o mercado de valores mobiliários *in* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo. v.53. n.135. p.136-47. jul./set. 2004.

YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários *in* **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo. v.9. n.34. p.198-218. out./dez. 2006

TESES E DISSERTAÇÕES

GORGA, Érica Cristina Rocha. **Direito Societário Brasileiro e Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Perspectiva de “Direito e Economia”**. Tese (Doutorado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2005.

SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986**. 2006. Dissertação (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2006.

TANJI, Márcia. **Mercado de Capitais Brasileiro e Tutela Coletiva dos Interesses**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2009.

FONTES PRIMÁRIAS

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **First Annual Report of the SEC**. 1935. p. 2. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/annual_report/1935.pdf>. Acesso em 22 nov. 2015.

_____. **Remarks of Philip R. Lochner, Jr. "The SEC's New Powers Under the Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990"** Disponível em: <<http://www.sec.gov/news/speech/1990/100490lochner.pdf>>. Acesso em 10 jul. 2014.

_____. **The Regulation of the Issue and Sale of Securities. Address to be delivered by Ferdinand Pecora, Member of the Securities Exchange Comission at the convention of the farmers union of Iowa at des moines, on Thursday, September 20th., 1934.** Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/1934/092034pecora.pdf>. Acesso em 27 mai. 2015.

FINANCIAL STABILITY BOARD. Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions. 04 de novembro de 2011. Disponível em: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf?page_moved=1. Acesso em: 21 nov. 2015.

IBGC. Governança Corporativa. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161/governanca-corporativa>. Acesso em: 22 nov. 2015

IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulations. Junho de 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2015.