

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO

ANA SÍLVIA RABELO SOARES PEREIRA

**O SISTEMA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: Uma análise do
artigo 15, II e III, da Lei nº 6.385/1976**

Belo Horizonte
2018

ANA SÍLVIA RABELO SOARES PEREIRA

**O SISTEMA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS:
Uma análise do artigo 15, II e III, da Lei nº 6.385/1976**

Monografia apresentada à banca examinadora como requisito para a conclusão do curso de Direito e obtenção de título de bacharel em Direito na Universidade Federal de Minas Gerais.

Orientadora: Profa. Dra. Rúbia Carneiro Neves.

Belo Horizonte
2018

Monografia defendida e _____, em _____, pela banca examinadora constituída pelos professores:

Professora Doutora Rúbia Carneiro Neves - Orientadora

Professor (a)

Professor (a)

Resumo

O objetivo deste trabalho é apresentar um referencial normativo, claro, sistemático e atualizado sobre as diferenças entre os agentes atuantes no sistema de distribuição de valores mobiliários encontrados nos incisos II e III do artigo 15, da Lei 6.385/1976, quais sejam, os formadores de mercado, que atuam como intermediários por conta própria; as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, que executam as ordens de seus clientes; e os agentes autônomos de investimentos, que contribuem com a capilaridade do mercado na medida em que atuam como prepostos das corretoras e distribuidoras, aproximando-as de seus clientes.

Palavras – Chaves: Sistema Financeiro Nacional. Mercado de Capitais. Valores Mobiliários. Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários. Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários. Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários. Formadores de Mercado. Agentes Autônomos de Investimento.

ABSTRACT

The objective of this paper is to present a normative, clear, systematic and updated reference on the differences between the agents acting in the system of distribution of securities found in items II and III of article 15, Law 6,385 / 1976, namely, market, which tuna as intermediaries for their own account; brokers and distributors of securities, who execute the orders of their clients; and autonomous investment agents, who contribute to the capillarity of the market insofar as they act as agents for the brokerage firms and distributors, bringing them closer to their clients.

Key Words: National Financial System. Capital Market. Marketable Securities. Securities Distribution System. Securities Stockbrokers. Securities Dealers. Market Maker. Independent Investment Agents.

SUMÁRIO

RESUMO	4
ABSTRACT	5
INTRODUÇÃO	7
Capítulo 1: O sistema financeiro nacional- breves considerações	8
1.1. <i>Introdução: intermediação financeira e mercados</i>	8
1.2. <i>Breve notícia sobre a criação legislativa sobre mercado de valores mobiliários brasileiro</i>	10
1.3. <i>O mercado de valores mobiliários</i>	12
Capítulo 2: Os valores mobiliários no direito brasileiro	16
Capítulo 3: O sistema de distribuição de valores mobiliários	20
3.1. <i>Definições</i>	20
3.2. <i>Intermediários por conta própria</i>	21
3.3. <i>As sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários</i>	22
3.4. <i>Agentes autônomos de investimento</i>	25
Conclusão	29
Bibliografia	30
Anexos: Regulação aplicável	35

INTRODUÇÃO

A captação de recursos junto ao público por parte de emissores e/ou ofertantes, mediante a distribuição pública de valores mobiliários, pressupõe necessariamente a participação de instituição integrante do sistema de distribuição, capazes de aproximar o emissor e/ou ofertante dos valores mobiliários e o público investidor. Nesta linha, ressalta-se a necessidade de atuação de agentes especializados, aptos a assessorar o emissor em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários.

Diante disso, é imperioso entender se há diferenciação entre os intermediários presentes nos incisos II e III do artigo 15, da Lei 6.385/76, quais sejam, os formadores de mercado, as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e os agentes autônomos de investimento. Se de fato houver distinção, como se espera, qual é o campo de atuação de cada um desses agentes e qual as normas aplicáveis a eles.

Para a elaboração deste estudo, foi realizado levantamento, análise e a compreensão das normas brasileiras sobre o sistema de distribuição de valores mobiliários, abrangendo, principalmente as leis federais, resoluções do Banco Central do Brasil e instruções da Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, as obras dos principais doutrinadores brasileiros no campo do Direito Empresarial foram consultadas.

Dessa forma, inicialmente será apresentado um breve resumo da estrutura do sistema financeiro nacional e do conceito de valores mobiliários, a fim de delimitar o ambiente e o objeto do sistema de distribuição de valores mobiliários, questões essenciais para o entendimento dos agentes intermediários.

Posteriormente, o sistema de distribuição de valores mobiliários será apresentado e os agentes dos incisos II e III do artigo 15, da Lei 6.385/76 serão analisados, juntamente com a apresentação de julgados sobre o tema, a fim de se verificar a atuação dos órgãos regulatórios.

Ao final do trabalho será apresentada a conclusão da presente pesquisa, com a compilação das diferenças entre os agentes que atuam no sistema de distribuição de valores mobiliários.

Capítulo 1: O sistema financeiro nacional- breves considerações

1.1. Introdução: intermediação financeira e mercados

Para compreender o sistema de distribuição de valores mobiliários, mister se faz entender, primeiramente, o conceito de valor mobiliário¹ e o mercado no qual são negociados.

Na economia de mercado há, resumidamente, duas figuras principais: os agentes deficitários e os agentes superavitários. Os primeiros podem ser definidos como aqueles que necessitam de investimentos e cujas pretensões excedem sua poupança. Já os últimos são aqueles cuja capacidade de poupança supera sua capacidade de investimento (EIZIRIK, 2011). O mercado financeiro funciona a partir da lógica econômica explicada a partir do fato de que alguns agentes econômicos poupam mais do que investem, ao passo que outros investem mais do que poupam, sendo esperado transferir recursos de uns para outros, para maior otimização dos recursos disponíveis na economia (ANDREZZO; SIQUEIRA, 1999).

O sistema financeiro oferece meios para que os agentes deficitários obtenham recursos para seus projetos junto aos agentes superavitários, que, por sua vez, aplicam suas poupanças com a expectativa de rentabilidade.

Essa intermediação é realizada por vários tipos de instituições. Há aquelas que são consideradas instituições financeiras, definidas no artigo 17 da Lei n.º 4.595², de 1964, e no artigo 1º da Lei n.º 7.492³. Ambas as normas consideram instituições financeiras as pessoas físicas⁴⁻⁵⁻⁶ ou jurídicas que atuam na coleta,

¹ Ver Capítulo 2.

²BRASIL.Lein.º4.595/64. Art. 17. *Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.*

³BRASIL. Lei n.º 7.492. Art. 1º. *Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.*

⁴ Ver nota de rodapé nº 2.

⁵⁵BRASIL.Lein.º4.595/64.Art. 18. *As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. § 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras. § 2º O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei.*

§ 3º Dependerão de prévia autorização do Banco Central da República do Brasil as campanhas destinadas à coleta de recursos do público, praticadas por pessoas físicas ou jurídicas abrangidas neste artigo, salvo para subscrição pública de ações, nos termos da lei das sociedades por ações.

intermediação ou aplicação de recursos próprios ou de terceiros, de forma permanente ou eventual. No entanto, tal conceito positivado se mostra amplo, de modo que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), interpretando a referida norma, posicionou-se no sentido de a caracterização da instituição financeira depende de que a coleta, intermediação e aplicação sejam exercidas concomitantemente, e não de forma isolada, e que os recursos tenham sido captados de maneira difusa⁷, como exposto na decisão proferida no âmbito do Acórdão 2.492, julgado na 164ª Sessão, e na decisão proferida no âmbito do Acórdão 2.781, julgado na 183ª Sessão.

A instituição financeira, portanto, constitui-se como um tipo especial de sociedade empresária, uma vez que exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços⁸: capta recursos do público, deles se apropria para o fim de transferi-los aos agentes econômicos, de forma habitual⁹ e com finalidade econômica (EIZIRIK, 2011).

Há também aquelas instituições que realizam intermediação de negócios com valores mobiliários que apesar de não serem instituições financeiras, são a elas equiparadas para certos fins regulatórios¹⁰.

⁶BRASIL.Lein.º4.595/64.Art. 25. *As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas.*

⁷RECURSO VOLUNTÁRIO – Exercício de atividades típicas de instituição financeira sem a competente autorização do Banco Central do Brasil – Concessão de empréstimos com garantia em notas promissórias e concessão de direito de uso de linha telefônica – Irregularidade não configurada – Recurso provido (...) corroborado o entendimento de que, para se caracterizar a atividade de intermediação financeira, é imprescindível que haja captação de recursos do público e subsequente empréstimo a terceiros, com a marca da habitualidade e intuito de lucro (...) (ACÓRDÃO/CRSFN 2781/00. 183ª Sessão em 25 de fevereiro de 2000). **No mesmo sentido:** RECURSOS VOLUNTÁRIO E DE OFÍCIO. Exercício de atividades típicas de instituição financeira sem a competente autorização do Banco Central do Brasil - "Factoring" - Operações envolvendo "export notes" – Necessidade de intermediação de agente para configuração da irregularidade - Recurso voluntário provido - Confirmação da decisão proferida pela autoridade como recorrente - Arquivamento do processo. (...)corroborando-se a tese de que, para uma empresa se caracterizar como instituição financeira de fato, em desrespeito assim aos termos do art. 17, combinado com o art. 18, da Lei 4.595/64, é imprescindível se posicione como intermediadora, ou seja, capte Recursos do público e os mutue a terceiros (...) (ACÓRDÃO/CRSFN 2492/98. 164ª Sessão em 26 de agosto de 1998).

⁸BRASIL.Lei 10.406/2002. Art. 966.*Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.*

⁹EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO - MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS – EXERCÍCIO IRREGULAR DE ATIVIDADE DE INTERMEDIAÇÃO DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS – IRREGULARIDADE NÃO CARACTERIZADA - RECURSO DE OFÍCIO IMPROVIDO – ARQUIVAMENTO QUANTO À MATÉRIA OBJETO DE SUBIDA COMPULSÓRIA. O processo analisa a tentativa de irregular transferência de ações da Brasil Telecom, pertencentes à acionista Mary Gomes Magalhães, ao Flávio Rogério de Paula Gontijo, mediante a apresentação de documentação falsa. A CVM, por meio do Ato Declaratório nº 7.123, alertou o mercado e o público em geral para a circunstância de o Sr. Flávio não estar autorizado a intermediar negócios com valores mobiliários e determinou que o referido senhor suspendesse de imediato qualquer atividade de intermediação. O Colegiado da Autarquia, no entanto, não viu caracterizada a habitualidade do exercício da atividade de intermediação, até porque o processo noticiava apenas uma operação, que sequer foi concretizada, insuficiente para configurar a prática de intermediação de título e valores mobiliários com infração ao disposto no art. 16 da Lei 6.385, de 1976, tendo, neste aspecto, absolvido o indiciado. Em recurso a CRSFN, considerou-se irrepreensível a decisão proferida pela CVM de absolver o acusado, porque a realização de apenas uma operação não configura a habitualidade no exercício da intermediação, sendo insuficiente, portanto, para caracterizar a prática de intermediação de títulos e valores mobiliários. (Recurso 11090 - Processo CVM SP-2003-314).

¹⁰ BRASIL. Lei 4.595/64. Art. 18. *Parágrafo Primeiro: Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.*

É sobre essas instituições que presente trabalho aborda. Sobre as instituições que viabilizam a captação de poupança popular por terceiros, ou seja, sujeitos intermediários que atuam em nome de terceiros.

Em virtude da temática relativa aos agentes que atuam na distribuição de valores mobiliários desta monografia envolver o mercado de valores mobiliários, justifica-se desde já a abordagem realizada a seguir apenas em torno dele.

1.2. Breve notícia sobre a criação legislativa sobre mercado de valores mobiliários brasileiro

Em virtude dos limites deste trabalho monográfico, a abordagem inicia-se a partir de 1964, ano em que foi editada a Lei n.º 4.595 que criou o Conselho Monetário do Brasil (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN) e a eles atribuiu a competência pela regulação das instituições financeiras e das instituições a elas equiparadas.

Em 1965, foi editada a Lei nº 4.728/1965, também conhecida como a Lei de Mercado de Capitais, com o objetivo de complementar a lei de 64, reorganizando e disciplinando o mercado de capitais. A lei de 65 provocou modificações no mercado de capitais, como por exemplo, a reformulação da legislação sobre bolsa de valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, forçando sua profissionalização, a transformação dos Bancos de Investimento, a subscrição para revenda, a distribuição e o acesso ao mercado de valores mobiliários.

Em 1967, o governo federal introduziu incentivos tributários para a maior participação popular no mercado de capitais por meio da edição do Decreto-Lei nº 157. O referido decreto previa mecanismo pelo qual o contribuinte investisse parte dos valores devidos a título de imposto de renda nos fundos fiscais, que, por sua vez, aplicavam os recursos em ações emitidas por sociedades que preenchessem os requisitos legais. Com isso, houve rápido crescimento da demanda por títulos, já que os contribuintes se tornaram investidores para deixar de pagar o fisco e em momento posterior resgatar o dinheiro. Do outro lado, os emissores que recebiam os recursos tinham objetivos meramente especulativos, e não faziam uso do recurso captado em atividade produtiva. Com isso, desencadeou-se um *boom* na Bolsa do Rio de Janeiro, tendo sido de dezembro de 1970 a julho de 1971 o período de maior onda especulativa, quando as cotações das ações dispararam. Após esse período, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a liquidar suas participações acionárias (MATTOS FILHO; MULLER, 2012).

O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a grandeza do movimento de baixa, procuravam se desfazer de seus títulos. O movimento especulativo, conhecido como “*boom* de 1971”, teve curta duração, mas resultou em um mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer

compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e 'mancharam' a reputação do mercado acionário (CVM, 2010).

Em agosto de 1976, o então Presidente da República, Ernesto Geisel enviou a mensagem nº 203, ao Congresso Nacional apresentando a Exposição de Motivos nº 197 (EM 197) do Ministro de Estado da Fazenda sobre o projeto de lei que dispunha sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários – "CVM". Naquele documento, é possível observar que estava sendo proposta uma nova estrutura para um dos segmentos do mercado financeiro nacional com novos mecanismos e um novo agente regulador.

A EM 197 apresentou os objetivos da criação dessa nova estrutura criada a partir da Lei n. 6.385/76, quais sejam, fortalecer as empresas sob controle de capital privado nacional e assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital de atividades empresárias.

Para atingir aos objetivos propostos, entendeu-se necessário criar uma agência governamental especializada para o exercício de funções de polícia do mercado, a fim de evitar as distorções e abusos a que está naturalmente sujeito.

Com isso, foram editadas a Lei n.º 6.404 (Lei das Sociedades por Ações) e a Lei n.º 6.385, que criou a CVM para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários, que até então eram atribuídas ao BACEN, que, por sua vez, continuou como regulador sobre os demais segmentos do mercado financeiro definidos por lei submetidos à sua competência.

O mercado que até então abrangia principalmente títulos emitidos por sociedades anônimas abertas (ações, debêntures, parte beneficiária, etc), passou a admitir a emissão, a distribuição e a negociação de outros títulos sob a designação de valores mobiliários. O CMN conservou seu papel de órgão superior, ditando as políticas a serem observadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, cabendo à CVM, a disciplina, a fiscalização e a sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários (TRINDADE, 2002).

Posteriormente, em 1997, a partir da promulgação da Lei n.º 9.457, que alterou a Lei n.º 6.385/1976, a CVM teve o seu poder ampliado para regular a atividade dos participantes do mercado, pois passou a ter maior poder punitivo a partir da previsão de possibilidade de aplicação de sanções mais severas do que aquelas elencadas na sua norma de criação.

Em 31 de outubro de 2001, a Lei n.º 10.303/2001, a Medida Provisória nº 08 (MP nº 08) - convertida na Lei n.º 10.411/2002 e o Decreto n.º 3.995/2001 trouxeram novos mecanismos que reforçaram a atuação da CVM.

Dentre as reformulações trazidas por essas normas destacam-se: a ampliação do mercado de valores mobiliários mediante a inclusão de novos títulos e contratos no rol de valores mobiliários e a instituição de uma norma com parâmetros gerais para se enquadrar os direitos pessoais patrimoniais que vierem a ser

negociados publicamente; a extensão da competência da CVM; a alteração nos procedimentos administrativos por ela instaurados; a modificação de sua estrutura.

Com a edição da MP nº 08, a Comissão de Valores Mobiliários - até então uma “*entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda*”- foi elevada à condição de **entidade autárquica em regime especial**, ostentando o *status* de agência reguladora¹¹, ou seja, passou a ter personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Portanto, atualmente, nos termos da legislação, a CVM tem a finalidade de regular o mercado de valores mobiliários¹², sendo que a sua atuação regulatória envolve a edição de normas, a aplicação das normas, a fiscalização do seu cumprimento e a punição pelo seu descumprimento em processos administrativos sancionadores por ela conduzidos¹³⁻¹⁴.

1.3. O mercado de valores mobiliários

Conforme visto anteriormente, a função primordial do mercado de valores mobiliários é viabilizar a captação de recursos para os agentes econômicos, mediante a emissão pública de valores mobiliários, a fim de viabilizar projetos ou alongar prazos de dívidas.

Grande parte dos títulos negociados no mercado de valores mobiliários abrange um investimento de risco, visto que aqueles que os adquirem empregam suas poupanças o fazem com a expectativa de rentabilidade para o capital investido, contudo tal retorno dependerá do sucesso do empreendimento em que estão investindo.

Em contrapartida, se comparado com outros tipos de investimentos como imóvel, os valores mobiliários tendem a possuir maior liquidez, ou seja, podem ser mais facilmente convertidos em dinheiro.

Neste mercado, a mobilização da poupança popular ocorre por meio dos agentes atuantes no sistema de distribuição de valores mobiliários, entre a entidade emissora de títulos e valores – agente deficitário- e os investidores – agente superavitário. Por esse motivo é que as instituições distribuidoras e intermediadoras

¹¹Em sentido amplo, no direito brasileiro, agência reguladora é qualquer órgão da Administração Direta ou entidade da Administração Indireta com função de regular a matéria específica que lhe está afetada (DI PIETRO, 2011).

¹²BRASIL. Lei 6.385/76. Art. 8º: *Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.*

¹³ BRASIL. Constituição Federal. Art. 174: *Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.*

¹⁴ Nesse sentido, foi promulgada em 13 de novembro de 2017, a Lei nº 13.506/2017, que dispõe sobre processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

não são instituições financeiras, porque embora atuem como prestadoras de serviços na condição de intermediárias, não realizam intermediação financeira em nome próprio, mas sim executam ordens dos terceiros.

Dessa forma, pode-se afirmar que as funções do mercado de valores mobiliários se confundem com as funções de seus agentes reguladores, quais sejam, nos termos do art. 4º da Lei 6.385/76: estimular a formação de poupanças e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra as emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários, uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN.

O mercado de valores mobiliários é dividido em dois seguimentos: mercado primário e mercado secundário. No mercado primário ocorre a emissão pública de valores mobiliários, captando recursos para os agentes emissores utilizarem em seus projetos.

Já no mercado secundário, as operações são realizadas entre o público, sem a emissão de novos valores mobiliários e sem a participação dos agentes emissores, conseqüentemente, não há captação de novos recursos para os emissores.

O mercado secundário tenta conferir liquidez ao mercado de valores mobiliários, uma vez que visa permitir aos titulares dos valores mobiliários a transferência dos títulos. Em contrapartida, os emissores se beneficiam desse movimento de fácil comercialização de seus valores, pois os investidores preferencialmente irão adquirir os títulos dessas companhias em uma eventual nova emissão.

As operações no mercado secundário podem ocorrer em bolsa de valores, de futuros e mercadorias, ou no mercado de balcão.

Nas bolsas¹⁵, as operações são contínuas e há divulgação imediata dos preços praticados, além de maior fluxo de informações aos investidores, facilidade para custódia e transferência dos valores mobiliários. São entidades autorreguladoras, pois regulam a atuação das instituições participantes.¹⁶

¹⁵ CMN. Resolução n. 2.690/2000.

¹⁶ BRASIL. Lei 6.385/76. 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.*

Já o mercado de balcão constitui o conjunto de operações de mercado secundário que ocorre fora das bolsas, mas com a atuação de instituições financeiras como intermediárias, nos termos do §3º, do art.21, da Lei 6.385/76¹⁷.

O mercado de balcão, por sua vez, se divide em não organizado ou comum e em mercado de balcão organizado. No mercado de balcão não organizado, os valores mobiliários são negociados com a atuação de integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado por meio de custódia e liquidação em sistema específico. Ou ainda, quando a negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria¹⁸.

Já o mercado de balcão organizado é, nos termos do art. 93 da Instrução nº 461/2007 da CVM, o ambiente em que a negociação ou o registro de operações previamente realizadas pode ocorrer sem a participação direta de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que neste caso, nos termos previstos no regulamento, a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado, ou, alternativamente, seja realizada diretamente entre as partes da operação.

Tanto a bolsa como o mercado de balcão organizado apresentam algumas características essenciais ao desenvolvimento regular e ordenado das operações no mercado secundário¹⁹:

- i. Existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;
- ii. Regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços;

¹⁷Brasil. Lei 6.385/76. Art. 21. §3. São atividades do mercado de balcão não organizado as realizadas com a participação das empresas ou profissionais indicados no art. 15, incisos I, II e III, ou nos seus estabelecimentos, excluídas as operações efetuadas em bolsas ou em sistemas administrados por entidades de balcão organizado.

¹⁸ BRASIL. Instrução CVM nº 461/2007. 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. §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado. §2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM. Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º. Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

¹⁹ BRASIL. Instrução CVM nº 461/2007, Art. 5º. Um mercado organizado de valores mobiliários será considerado pela CVM como de bolsa ou de balcão organizado dependendo, principalmente, do seguinte: I –existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente; II –regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, conforme descrito nos arts. 65 e 73, no caso de bolsa, e arts. 95 e 96, no caso de balcão organizado; III –possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário; IV – possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas; V –volume operado em seus ambientes e sistemas; e VI –público investidor visado pelo mercado. Parágrafo único. As características de que tratam os incisos I, III e IV só são admitidas para os mercados de balcão organizado, na forma prevista, respectivamente, nos arts. 92, inciso III, 93 e 105 desta Instrução.

- iii. Possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;
- iv. Possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;
- v. Volume operado em seus ambientes e sistemas; e
- vi. Público investidor visado pelo mercado.

Capítulo 2: Os valores mobiliários no direito brasileiro

Em virtude das mudanças legislativas promovidas no ordenamento jurídico acerca deste conceito, se faz necessário conceituar o que é um valor mobiliário para delimitar o campo de atuação dos órgãos do poder executivo federal e conhecer o escopo do sistema de distribuição estudado neste trabalho.

A primeira vez que a expressão “valores mobiliários” apareceu no arcabouço legislativo brasileiro foi na Lei nº 4.728/1965. No entanto, na ocasião, o legislador não se preocupou em conceituar valores mobiliários. Dada a incipiência do mercado na época, a falta de conceituação não trouxe maiores transtornos, quer pelo pequeno volume de valores mobiliários ofertados, quer pelo número reduzido das sociedades que os colocavam em negociação junto ao público (MATOS FILHOS, 1985).

Com a promulgação da Lei nº 6.385/1976, o legislador optou por enumerar rol de valores mobiliários, sendo estes as ações, partes beneficiárias e debêntures, bem como o subproduto de tais valores mobiliários, ou seja, cupões dos títulos, bônus de subscrição e certificados de depósitos de valores mobiliários. Além disso, a lei conferiu à CVM a normatização de outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades por ações, a critério do CMN²⁰.

Nesse contexto de carência de definições claras, a doutrina se incumbiu de classificar os valores mobiliários. Segundo uma concepção, os valores mobiliários eram títulos de créditos²¹.

Quem defendia essa teoria se baseava no fato de a emissão de um título de crédito é a materialização documental do direito obrigacional creditício nele inscrito, sendo a obrigação literal e o direito autônomo. Dessa forma, valores mobiliários seriam títulos ou papéis que, refugindo ao estrito âmbito da circulação entre particulares, num sentido individual, atuam num âmbito maior (bolsas e balcão), emitidos em massa, com valores idênticos e em geral a longo prazo, sujeitando-se, por isso, não só em relação à sua emissão como a sua própria circulação, vinculados ao emissor, normalmente uma sociedade anônima (BULGARELLI, 1994).

No entanto, com o passar do tempo, essa acepção se mostrou falha, uma vez que, com o aumento de possibilidade de transferências na relação obrigacional oriunda do direito cartular, retirou-se parcialmente a autonomia, característica originalmente fundamental dos títulos de crédito. Isso porque a relação originária, nos títulos de massa, pode, em determinadas situações, ser alterada sem o consentimento do credor, por exemplo, por meio de uma decisão majoritária ocorrida em assembleia geral de acionistas ou de debenturistas. Ou seja, a relação cartular não é literal, a relação obrigacional pode ser alterada sem a vontade do credor, há a

²⁰ BRASIL, Lei 6.385/76. Art. 2º: São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (Redação original).

²¹ BRASIL. Lei 10.406/2002. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.

inexistência da literalidade do título e, em algumas hipóteses, nem mesmo a cártula necessita existir para que o direito se materialize (MATOS FILHO, 1985).

Além disso, os títulos oriundos dos emissores, quer aqueles de participação, quer os de empréstimo, bem como o subproduto destes, resultam de um contrato (por exemplo, contrato social, escritura de emissão de debêntures, entre outros). Essa ocorrência flagrantemente contraria a teoria dos títulos de crédito, segundo a qual o direito autônomo, oriundo da promessa cambial, é entendido como um ato unilateral do subscritor, e não uma obrigação oriunda de vínculo contratual entre o emitente e o tomador. Dessa forma, quer em relação às ações, de maneira específica, quer aos títulos de emissão em massa, em geral, a construção da teoria dos títulos de crédito, toda ela baseada no desenvolvimento histórico das cambiais, passa a sofrer uma incompatibilidade ao analisarmos o conceito de valor mobiliário (MATOS FILHO, 1985).

Ademais, tem-se a vertente que pretende diferenciar os títulos de crédito dos valores mobiliários pela condição dos últimos de possuírem fungibilidade, situação não aplicável aos primeiros. Nessa teoria, todos os títulos emitidos em massa, por serem fungíveis, seriam valores mobiliários; a *contrario sensu*, todos os títulos não fungíveis, mesmo que emitidos em grande quantidade, seriam títulos de crédito (COMPARATO, 1981). Dessa forma, as debêntures, classificadas como títulos de crédito, poderiam passar à categoria dos valores mobiliários. Entretanto, entende-se atualmente que a fungibilidade deve ser um dos critérios diferenciadores, mas não o único, pois a fungibilidade é uma categoria funcional que aproveita a outros valores e não apenas aos mobiliários.

Outra vertente aproximava o conceito de valores mobiliários às *securities* do Direito norte-americano, mas o professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa afirmava que essa interpretação não poderia ser extraída da lei brasileira, visto que o nosso legislador não pretendia um conceito tão abrangente. O conceito de *security* norte-americano era muito mais amplo que o de valor mobiliário, até a reforma legislativa ocorrida em 2001. Disso, resultaria que, no Brasil, inexistia proteção especial para os valores mobiliários que não estivessem devidamente especificados em nossa legislação.

No entanto, o conceito de valor mobiliário sofreu modificações e se aproximou da classificação adotada nos Estados Unidos com a reforma legislativa de 2001, que converteu a Medida Provisória nº 1.637/1998 na Lei nº 10.198/2001, incluindo o contrato de investimento coletivo publicamente ofertado na lista de valores mobiliários. No direito americano, constituem *securities* não apenas os títulos tradicionalmente emitidos pelas sociedades, (ações e debêntures), mas qualquer contrato de investimento, sendo, via de regra, aquele correspondente a um investimento em dinheiro em um empreendimento comum, cujos lucros dependam, essencialmente, dos esforços de terceiros.

Também em 2001, foi editada a Lei nº 10.303/2001, que acrescentou os contratos derivativos dentre os valores mobiliários, alterando o art. 2º da Lei 6.385/76²². Em relação aos derivativos, há uma corrente que entende que o

²² BRASIL. Lei 6.385/76. Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários

enquadramento como valor mobiliário se deu para a aplicação da lei e da competência da CVM. A partir dessa concepção, percebe-se que a definição de valor mobiliário trazida pelo legislador é principalmente instrumental (RAGIL, 2017). Nesse aspecto, é válido elucidar:

“Dessa forma, dada a evolução histórica do instituto – cujo significado foi paulatinamente alargado em decorrência do processo de inovação financeira, podemos concluir que o conceito de valor mobiliário destina-se muito mais a estabelecer o campo de incidência de regras do que a significar uma categoria jurídica una e abstrata. Inexiste, assim, rigor formal e classificatório para os valores mobiliários brasileiros. (...) pode-se dizer que valor mobiliário hoje, no Brasil, é um conceito polissemântico, eminentemente instrumental, com finalidade regulatória de definição de fronteiras de atuação estatal, que abraça títulos e contratos diversos entre si, incluindo-se os derivativos.” (MAFUD, 2014, *apud* RAGIL, 2017).

Nesse caminho de instrumentalidade, exemplifica-se também a qualificação como valores mobiliários os créditos de carbono, no Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346, e os certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), no Processo Administrativo CVM nº RJ 2003/0499²³. Em ambos os casos, os títulos atendiam à definição de valores mobiliários trazida pelo inciso IX, art. 2º, da Lei 6.385/76.

Com isso, no direito brasileiro, passaram a ser considerados como valores mobiliários, além dos tradicionalmente já elencados, os títulos ou contratos de investimento que (a) caracterizem investimento coletivo; (b) haja pagamento pelo investidor; (c) o investido controle os recursos; (d) tracem um empreendimento em comum cujo resultado é desejado por investidor e investido; (e) o investidor assuma o risco do aporte que fez; e (e) expectativa de obter lucros (EIZIRIK, 2011).

A partir do exposto, portanto, pode-se afirmar que os valores mobiliários diferem da classificação de bens em algumas características fundamentais, quais sejam:

- i. Não possuem valor intrínseco, ou seja, o valor de uma ação ou debênture, por exemplo, depende de vários fatores, como liquidez no mercado, lucratividade, atividades desenvolvidas pela sua emissora, perspectivas futuras, entre outros.
- ii. Não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores,

referidos no inciso II/III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

²³ No mesmo sentido, a Instrução CVM nº 401/2003, em seu art. 2º, afirma: *Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, os Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC, emitidos por Municípios, no âmbito de Operações Urbanas Consorciadas, na forma autorizada pelo art. 34 da Lei nº 10.257, de 10 de janeiro de 2001, quando ofertados publicamente.*

que podem negociá-los no mercado secundário a preços variados e transferindo a titularidade por quantas vezes quiserem.

- iii. Possuem natureza fungível e, por isso, têm a capacidade de circular publicamente em massa.
- iv. Os ativos considerados valores mobiliários possuem características díspares entre si por atribuírem a seus titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades.
- v. Corporificam investimentos de risco, nos quais o retorno do investidor está diretamente relacionada ao sucesso do empreendimento.

Dessa forma, pode-se conceituar valores mobiliários como um conjunto de direitos patrimoniais representativos de valores negociados em massa no mercado (RAGIL, 2017).

Capítulo 3: O sistema de distribuição de valores mobiliários

3.1. Definições

O sistema de distribuição de valores mobiliários pode ser definido como o conjunto de sujeitos, negócios jurídicos, objetos negociáveis, softwares e normas, destinadas à emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários. Nesse aspecto, a distribuição pode ser entendida como a atividade de intermediação de valores mobiliários.

As funções do sistema de distribuição assemelham-se às funções do mercado de valores mobiliários, como retratado no item 1.3 do presente trabalho. Pode-se afirmar, portanto, que é graças à intermediação que é possível captar a popança popular, viabilizando o fluxo de recursos entre (i) poupadores e tomadores, no mercado primário; e (ii) poupadores e poupadores (ou seja, entre investidores), no mercado secundário.

O sistema de distribuição visa a possibilitar tanto a captação de recursos por emissores de valores mobiliários quanto à negociação de valores mobiliários, estimulando o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores, bem como a liquidez necessária para o funcionamento adequado do mercado de capitais (TANNOUS, PATELLA, 2015).

Na legislação brasileira, o sistema de distribuição foi disciplinado, principalmente, na lei n.º 6.385/76, em seu Capítulo III (artigos 15 ao 21). As instituições intermediárias de mercado de valores mobiliários estão discriminadas no artigo 15 da lei acima citada, quais sejam:

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

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

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revendê-los por conta própria;

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

IV - as bolsas de valores.

V - entidades de mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei nº 9.457/97)

VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.198/01)

VI - As corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (Redação dada pela Lei nº 10.303/01)

VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303/01)

Ao tratar dos intermediários que integram o sistema de distribuição, o art. 15 contempla as instituições que participam do mercado de valores mobiliários em seu amplo espectro de funções. Aborda, portanto, os responsáveis por colocarem valores e títulos mobiliários ao público, as partes que aproximam investidores interessados na compra e venda de valores mobiliários, as instituições administradoras dos ambientes em que tais negócios ocorrem e as instituições em que se opera a pós-negociação.

O presente trabalho irá focar nas instituições que atuam na atividade de intermediação secundária, que tem por objetivo as negociações com valores mobiliários em circulação. No mercado secundário, as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento realizam a mediação do negócio, aproximando o investidor ofertante do investidor que deseja adquirir o valor mobiliário e vice-versa, inserindo a ordem no sistema, promovendo os procedimentos pertinentes, entre outras obrigações (CALABRÓ, 2011).

3.2. Intermediários por conta própria

O art. 15, II, trata das sociedades que “tenham por objetivo a compra e venda de valores mobiliários em circulação, para revendê-los por conta própria”, ou seja, os denominados “formadores de mercado”.

Nesse caso, ao invés de executar ordens de clientes, o intermediário administra carteira própria, expondo-se a riscos associados aos valores mobiliários que investe²⁴ (TANNOUS; PATELLA, 2015). Sua principal função é fomentar a liquidez de determinado valor mobiliário, contribuindo para o fortalecimento do mercado secundário.

Devido ao fato de que na maioria dos mercados inevitavelmente ocorrem desbalanceamentos temporários na oferta e procura de valores mobiliários, em função da ausência de ordens complementares, para que o mercado funcione ordenadamente justifica-se a existência de firmas operando por conta própria, ou seja, os formadores de mercado substituem a ‘outra’ parte da operação, compensando o desbalanceamento temporário e assegurando, portanto, a liquidez. Quando um agente se dispõe a operar dessa forma, arriscando seu próprio capital para facilitar a realização de transações de outras, diz que ele está preenchendo uma função de “fazer mercado” (CVM, 2014).

Nos termos da Instrução CVM 384, responsável por disciplinar a atuação dos formadores de mercado, a atividade deve ser exercida por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas, junto às bolsas de valores e às entidades de mercado de balcão organizado, interessadas na realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação.

Destaca-se a obrigação de autorização prévia para atuação como formador de mercado pela CVM, como se pode verificar no Acórdão CRSFN nº 2521/98, em que a pessoa jurídica Cathedral Corretora participou, sem dispor de autorização para tanto, como intermediário financeiro com valores mobiliários, atividade privativa das instituições integrantes do sistema de distribuição previsto no art.15, inciso II, da Lei

6.385/76. Controlada e gerida pelo indiciado Carlos Henrique Martinelli, a corretora adquiria do público -atraído por anúncios em jornais e por impressos que induziam falsa ligação da Catedral com a companhia BVRJ- ações de emissão de empresas telefônicas, decorrentes de contratos de adesão a planos de expansão, e as revendia por conta própria em bolsa de valores, atividades exercidas em caráter habitual e com intuito de lucro. Em sede de recurso, o CRSFN decidiu pela caracterização de irregularidade devido à falta de credenciamento como formador de mercado²⁵.

Como a autorregulação é característica do mercado de capitais, compete às bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado a expedição de normas e regulamentos sobre as operações destinadas a formar mercado para valores mobiliários, bem como sobre as informações a serem prestadas por seus participantes no exercício da atividade de formador de mercado.

Os formadores de mercado estão proibidos de exercer sua atividade de forma a criar, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários, ou incorrer em práticas não eqüitativas, como dispõe o art. 6º da Instrução CVM acima referida.

Merece destaque que os formadores de mercado poderão exercer sua atividade de forma autônoma ou serem contratados pelo emissor dos valores mobiliários em que se especialize, por empresas controladoras, controladas ou coligadas ao emissor, ou por quaisquer detentores de valores mobiliários que possuam interesse em formar mercado para os papéis de sua titularidade.

Por fim, salienta-se que o formador de mercado não poderá ter acesso a informações relevantes não divulgadas ao mercado, bem como a informações da mesma natureza relativas a companhias controladoras, controladas e coligadas, sendo vedado àquele atuar com valores mobiliários em que se especialize na eventualidade de ter acesso a informação relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

3.3. As sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários

O art. 15, III, da Lei nº 6.385/76 abrange as sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários²⁶ (CTVM) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários²⁷ (DTVM), que realizam atividades de intermediação secundária como agentes. Nesse caso, os intermediários executam as ordens de seus clientes, comprando e vendendo valores mobiliários. Em outras palavras, investidores interessados em adquirir ou alienar valores mobiliários devem necessariamente fazê-lo por meio de um intermediário, não lhes cabendo, como regra geral, atuar diretamente nos ambientes de negociação (TANNOUS; PATELLA, 2015).

²⁵ EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS E DE OFÍCIO. Mercado de Valores Mobiliários – Falta de credenciamento para aquisição de ações em balcão e sua revenda por conta própria em bolsa de valores – Irregularidades caracterizadas – Apelos a que se nega provimento. Acórdão/CRSFN 2521/98 – Recurso 2516 - Processo origem CVM 05/95.

²⁶ Até 27/0/2018, existiam 79 CTVMs devidamente cadastradas na CVM, por exemplo: XP Investimentos CCTVM S.A., Safra Corretora De Valores E Câmbio LTDA.; Santander CCVM S/A

²⁷ Até 27/06/18, existiam 102 DTVMs devidamente cadastradas na CVM, por exemplo: Dillon S/A DTVM, Itaú DTVM S/A, JP Morgan S/A DTVM.

As CTVM e DTVM devem ser pessoas jurídicas constituídas sob a forma de sociedade anônima ou limitada e que se sujeitam à competência do CMN, do BACEN²⁸ e da CVM, conforme a matéria, que podem editar normas quanto à sua atuação. Salienta-se que a autorização para suas constituições é de competência do BACEN, conforme Resolução CMN nº 1.655, editada para as CTVM, e Resolução CMN nº 1.120, editada para as DTVM.

Até o ano de 2009, as CTVM e as DTVM exerciam funções de intermediação distintas. Somente as CTVM possuíam a atribuição das operações bursáteis. As DTVM não tinham acesso aos ambientes de negociação em mercados de bolsa. Seu papel consistia, essencialmente, na apresentação de valores mobiliários a potenciais investidores e na participação em distribuição de ofertas, atuando como estímulo à capilaridade do mercado de capitais.

No entanto, a partir da Decisão Conjunta nº 17/2009 da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, as DTVM passaram a ter autorizações para operar diretamente nos ambientes e sistemas de negociação dos mercados organizados de bolsa de valores²⁹.

Atualmente, portanto, as únicas diferenças entre essas sociedades é que as CTVM possuem, além das competências em comum com as DTVM, capacidade para (i) exercer as funções de agente emissor de certificados e manter serviços de ações escriturais; (ii) emitir certificados de depósito de ações e (iii) intermediar operações de câmbio³⁰.

As funções permitidas às corretoras e distribuidoras são: (i) operar em recinto ou em sistema mantido por bolsa de valores; (ii) subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda; (iii) intermediar oferta pública e distribuição de títulos e valores mobiliários no mercado; (iv) comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência; (v) encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários; (vi) incumbir-se da subscrição, da transferência e da autenticação de endossos, de desdobramento de cautelas, de recebimento e pagamento de resgates, juros e outros proventos de títulos e valores mobiliários; (vii)

²⁸BRASIL. Lei nº 4.728/65. Art. 2º. *O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiros e de capitais com a finalidade de: (...) VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.*

²⁹ Diante da similaridade de atuação entre as sociedades em comento, discute-se a relevância e conveniência do Poder Público manter duas estruturas distintas no ordenamento jurídico. Sobre o assunto, Yazbek leciona: “Vale frisar que as distinções entre as categorias acima referidas, corretoras de valores, distribuidoras de valores e corretoras de mercadorias, vêm, cada vez mais, sendo erodidas pelas práticas de mercado (ou melhor dizendo, pela cada vez maior integração entre os mercados em que tais agentes atuam), não sendo raras, hoje, as discussões sobre a eventual unificação dessas categorias. Neste sentido, é interessante apontar que mesmo a CVM, ao referir os agentes autorizados a operar em mercado de bolsa e de balcão na Instrução CVM nº 461/2007, optou por adotar apenas a expressão, mais genérica, ‘pessoas autorizadas a operar’, sem maiores qualificações” (YAZBEK, 2009).

³⁰Resolução CMN nº 1.655, art. 2º, incisos X, XI e XII.

³¹ EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS E DE OFÍCIO – Mercado de valores mobiliários – Negociação, fora de bolsa de valores, de ações a despeito de se ostentar registro para transação no recinto – Indevido exercício de atividade privativa dos integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários – Irregularidades caracterizadas – Discrção da autarquia supervisora para assinatura de termo de compromisso – Apelos a que se nega provimento. (Recurso 8255 - Processo CVM 01/02).

exercer funções de agente fiduciário; (viii) instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; (ix) constituir sociedade de investimento - capital estrangeiro e administrar a respectiva carteira de títulos e valores mobiliários; (x) praticar operações no mercado de câmbio de taxas flutuantes; (xi) praticar operações de conta margem, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários; (xii) realizar operações compromissadas; (xiii) praticar operações de compra e venda de metais preciosos, no mercado físico, por conta própria e de terceiros, nos termos da regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil; (xiv) operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros, observada regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência; (xv) prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais; e (xvi) exercer outras atividades expressamente autorizadas, em conjunto, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Com isso, as CTVM e DTVM integram-se aos sistemas de bolsas ou mercado de balcão organizado, submetendo-se às suas regras. Suas funções são de prospectar clientes, receber aqueles interessados em negociar valores mobiliários, efetuar e manter dados de cadastros dos clientes, registrar e executar as ordens dos clientes e participar da conclusão da operação.

Destaca-se que a atuação irregular das CTVMs e DTVMs podem causar sérios riscos ao mercado, como é possível perceber no Recurso CRSFN nº 8.255³¹, em que se julgou a atuação do Sr. Eduardo Alberto Guerrero Schultz, pessoa não integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, que adquiriu, de forma habitual, ostensiva e reiterada, em aproximadamente 2.500 negociações no “mercado marginal”, 311.554.910 ações de uma sociedade. Até novembro de 1997 as aquisições feitas foram financiadas pela Girobank DTVM, com adiantamentos de recursos destinados exclusivamente a tais aquisições. A Girobank DTVM, no período de julho de 1997 a março de 1998, comprou tais ações do Sr. Eduardo Schultz e as vendeu para a Girobank S.A. CFI. Entre abril e julho de 1998, o Sr. Eduardo Schultz optou por utilizar uma linha de crédito do Banco Fibra, apresentando como garantia das operações a caução das ações de emissão da CETERP adquiridas com os recursos liberados. Na data de vencimento das operações, o Sr. Eduardo Schultz liquidava financeiramente a operação e, na mesma data, transferia para a Fibra Leasing, em negociação fora de bolsa, a mesma quantidade de ações constituída como garantia, recebendo o pagamento correspondente ao negócio. Dessa forma, o Sr. Eduardo Schultz atuou no mercado marginal, popularmente conhecido como “garimpagem”.

Os negócios fechados pelas citadas distribuidoras, fora do mercado bursátil, não podem ser entendidos como privados, dada a vedação contida no item I da Deliberação CVM nº 20/85. As negociações de que participem sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários não se configuram, em

³¹ EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS E DE OFÍCIO – Mercado de valores mobiliários – Negociação, fora de bolsa de valores, de ações a despeito de se ostentar registro para transação no recinto – Indevido exercício de atividade privativa dos integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários – Irregularidades caracterizadas – Discrição da autarquia supervisora para assinatura de termo de compromisso – Apelos a que se nega provimento. (Recurso 8255 - Processo CVM 01/02).

hipótese nenhuma, negociações privadas, uma vez que tais sociedades somente poderão negociar nos mercados de Balcão ou de Bolsa os valores mobiliários admitidos à negociação nesses mercados. No caso em exame, ao se negociar as ações da Ceterp fora da bolsa, não se possibilitou o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; não se permitiu a pronta realização, visibilidade e registro das operações realizadas; nem a disseminação pública das ofertas e negócios envolvendo ativos ali negociados, com rapidez, amplitude e detalhes suficientes à boa informação do mercado e a regular, adequada e eficiente formação de preços.

A obrigação do intermediário seria de passar o negócio na bolsa, mediante negócio direto, submetendo esta operação à interferência do mercado, justamente por saber que é grande a possibilidade de que se for de conhecimento público que alguém está disposto a comprar ou vender um percentual tão grande de um capital social tão grande quanto o de uma empresa como a Ceterp, o mercado avaliaria ou precificaria diferentemente os valores mobiliários negociados, impactando, assim, sua cotação.

A negociação de ações de emissão da Ceterp, que possuíam registro para negociação na bolsa de valores, fora da bolsa de valores, acarretaram distorção dos mecanismos de funcionamento do mercado de capitais, pois se falseou o livre jogo da oferta e da demanda, afetando a credibilidade do mercado, além de afetar, também, a sua eficiência, provocando distorção no mecanismo de formação de seu preço, pois a cotação dos valores mobiliários publicamente negociados deve refletir apenas as informações publicamente disponíveis.

3.4. Agentes autônomos de investimento

O art. 15, III, por sua vez, trata dos agentes autônomos de investimento³², que atuam “sob a responsabilidade e como preposto de instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários”, nos termos do art. 1º da Instrução CVM 497, responsável pela regulamentação desses intermediários.

O agente autônomo é a pessoa natural que desempenha as atividades acima citadas, na forma da lei, podendo os profissionais se organizar sob forma de sociedade ou firma individual. Caso se organize como sociedade, os agentes autônomos não serão pessoas jurídicas, como expressamente expôs a CVM: “Nesse sentido, será mantida a linha originariamente adotada, de permissão de constituição de pessoas jurídicas e de exigência de seu registro, sem que persista, porém, a distinção entre agente autônomo natural e agente autônomo pessoa jurídica”³³.

Pode-se afirmar que suas atividades consistem na prospecção e captação de clientes, na recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na prestação de informações sobre

³² Para consultar exemplos de agentes autônomos de investimentos, basta acessar o link <http://sistemas.cvm.gov.br/?aai>, selecionar a opção “Agentes Autônomos de Investimentos” no campo “Entre com o Tipo de Participante”, e clicar em “Procurar”. Até 27/06/2018, haviam 7.135 agentes autônomos cadastrados na CVM.

³³ CVM. **Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2010**. Processo CVM nº RJ-2009-567. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flávia Mouta Fernandes, 03/06/2011, item 3.2.

os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.

A Instrução CVM 497 descreve que a atividade dos agentes autônomos deve ocorrer “sob a responsabilidade e como preposto” de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Sua atuação objetiva aumentar a capilaridade do mercado de capitais, permitindo às instituições intermediárias aumentar seu alcance, tendo o agente como um representante ³⁴.

Ressalta-se que, antes da edição da Instrução CVM 497, a atuação dos agentes autônomos no mercado era frequentemente realizada às avessas da legislação.

Muitos agentes autônomos extrapolavam suas funções e desempenhavam, por vezes, funções próprias de analistas e consultores de valores mobiliários ou de administradores de carteiras. Com isso, ao invés de estimular a capilaridade do mercado, despertava-se a desconfiança de investidores. Essa interpretação ficou clara, novamente, na completa exposição do edital da Instrução CVM 497, como se vê a seguir:

“A CVM entende que as atividades de consultoria e de administração de carteira são incompatíveis com as atividades dos agentes autônomos de investimentos. Essa incompatibilidade decorre do fato de que, tanto a consultoria como a administração de carteira devem ser contratadas pelo cliente e criam uma relação fiduciária entre ele e o profissional. O agente autônomo é profissional vinculado ao intermediário (hoje a um ou mais intermediário) e é por ele remunerado – seu ganho decorre de atividades de venda. Os conflitos de interesse existentes entre tais posições tornam incompatíveis tais atividades. É bem verdade que, hoje, aparentemente, muitos agentes autônomos atuam como consultores ou como administradores de carteiras. Tal atuação é irregular e se, por um lado, a norma passou a reconhecer atividades de venda e de suporte que permitem aproximar a figura do agente autônomo da realidade e das demandas de mercado (art. 1º, III), por outro foi mantida aquela proibição. Agentes autônomos que desejem, de fato, atuar como consultores ou administradores de carteira, devem deixar de atuar como agentes autônomos e buscar os registros cabíveis junto à CVM (...). O mesmo vale para a atividade de analistas de valores mobiliários, que, por motivos bastante similares, foi incluída no rol de atividades vedadas” ³⁵.

³⁴Esse papel ficou claro no edital da Instrução 497, em que a Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes Santana afirmou que “a utilização dos agentes autônomos mostrou-se, em especial durante o período de crescimento recente do mercado brasileiro, um importante instrumento de distribuição para os intermediários, que, afinal, se encontram concentrados nos maiores centros urbanos. Assim, a concentração do agente autônomo de investimento pelo intermediário permite um alargamento da base de clientes, com a prospecção destes em outras regiões. A rigor, esse movimento acaba por permitir também um aumento nas possibilidades de investimento para públicos antes não atingidos pelo sistema de distribuição”. CVM. **Edital de Audiência Pública nº 03/2010**. Presidência. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes Santana, 22/04/2010, pag. 1.

³⁵ CVM. **Edital de Audiência Pública nº 03/2010**. Presidência. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes Santana, 22/04/2010, pag. 1.

Ademais, a CVM identificou que o público entendia, de forma equivocada, que o agente autônomo era a parte contratada para a realização do serviço em mercado de capitais, sendo o responsável pela prestação e que os integrantes do sistema de distribuição eram apenas auxiliares: “Mais do que isso, ante o regime vigente e as pressões concorrenciais, tornou-se comum o entendimento, incorreto, de que os investidores trazidos pelos agentes autônomos de investimentos eram, na verdade, clientes destes últimos, estando vinculados aos intermediários tão somente pela necessidade de acesso ao mercado. São comuns, por exemplo, corretoras que divulgam seus serviços para agentes autônomos, como se elas fossem prestadoras de serviços acessórios, enquanto os agentes autônomos seriam os verdadeiros responsáveis pelos clientes, o que representaria uma flagrante distorção do regime legal e regulatório hoje existente e um verdadeiro risco para o mercado”³⁶.

Um exemplo da atuação irregular dos agentes autônomos se dá no âmbito do Recurso CRSFN nº 9602³⁷, em que o Sr. Raimundo Rodrigues é julgado pela prática de intermediação com valores mobiliários, por não ser o acusado agente autônomo devidamente registrado para o exercício da atividade. Na ocasião, a defesa alegou que se faz necessária a comprovação da habitualidade de ocorrência da mediação, sendo que este processo menciona apenas uma operação que teria sido realizada pelos acusados; insuficiente, portanto, a comprovar a habitualidade.

No entanto, o CRSFN entendeu que foi caracterizada a atuação clandestina no mercado. A chamada “garimpagem” *consta no recurso apresentado pelo Sr. Raimundo, de acordo com o relatório: “a decisão de primeira instância é contraditória, já que julgou casos análogos de maneiras diferentes e, apesar de a procuração outorgada pelo Município de Formoso do Araguaia/TO consignar os nomes do ora Recorrente e de Rodolfo Neto, somente o primeiro foi condenado à pena de multa pecuniária, enquanto o último foi absolvido;”*“o ora Recorrente e seu sócio, Rodolfo Neto, intermediavam a comercialização de ações e ajustaram transações em diversos municípios do Estado de Goiás e Tocantins”. Assim, restou comprovada a intermediação.

De forma similar foi o Recurso CRSFN nº 13.358³⁸, em que foi julgada a participação de pessoas jurídicas não integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários em operações de mediação e corretagem, bem como foi analisada a conduta de DTVMs devidamente registradas na CVM ao permitirem a atuação de estranhos na intermediação de negócios. No caso, a CVM preferiu decisão em que entendeu que sociedades atuaram como se fossem agentes autônomos de investimento: *“os autos confirmam que ODACREM, JK e FISHER atuaram como se fossem agentes autônomos de investimento, infringindo o inciso III e parágrafo único do art. 16, da Lei nº 6.385/76, e que EURO, OUIROMINAS e*

³⁶ CVM. **Edital de Audiência Pública nº 03/2010**. Presidência. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes Santana, 22/04/2010, pags. 1 e 2.

³⁷ EMENTA: RECURSO VOLUNTÁRIO E DE OFÍCIO – Realização de operações fraudulentas mediante uso de procuração pública lavrada com documentação falsa – Indevida atuação como agente autônomo de investimento – Irregularidades caracterizadas – Conhecimento de tema objeto de subida compulsória não manejado plenamente pela autoridade de primeiro grau – Improvimento ao apelo voluntário e recurso de ofício provido parcialmente. (Recurso 9602 - Processo CVM SP-2004/197).

³⁸ EMENTA: RECURSO(S) VOLUNTÁRIO(S) E DE OFÍCIO – Mercado de valores mobiliários – Atuação irregular como agente autônomo de investimentos, com anuência de entidades distribuidoras – Irregularidade caracterizada – Apelos voluntários a que se nega provimento – Recurso de ofício desprovido - Arquivamento confirmado no tocante ao reexame necessário. (Recurso 13358 - Processo CVM 06/2009).

QUANTIA permitiram a atuação irregular das mesmas, utilizando os serviços dessas pessoas não autorizadas pela CVM a exercerem a atividade de mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários.”.

Em sede de recurso, o CRSFN manteve a decisão da CVM. Segundo os autos, é possível comprovar que os negócios intermediados pelas DVTMs ocorreram em função da atuação de falsos agentes autônomos e sendo pago percentual sobre o preço de compra de debêntures. Havia, inclusive, contrato escrito regulando o acordo entre as partes. Restou comprovado que ocorreu, de fato, atuação como agentes autônomos de investimento, apesar de não sê-lo, em violação ao inciso III e parágrafo único do art. 16, da Lei nº 6.385/76, e que as DVTMs não só permitiram a atuação irregular das mesmas, mas se aproveitaram de tais serviços. Trata-se de infração grave nos termos da Instrução CVM nº 348/01.

Diante dos problemas acima relatados e exemplificados, foi editada a Instrução CVM 497, que reformulou o regime aplicado aos agentes autônomos de investimento e ainda conferiu aos agentes autônomos os deveres de agir com probidade, boa-fé, ética profissional, cuidado e diligência no exercício de suas atividades, além de ser obrigado a seguir o Código de Conduta da entidade credenciadora.

Por fim, é imputada aos agentes a observância dos mesmos deveres de prestação de informação a que a sua instituição contratante estiver obrigada, devendo também ajudar no monitoramento das operações.

Apesar de não constar menção expressa aos agentes autônomos, estes estão abarcados pela expressão “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários”.

Em relação ao cliente, a Instrução CVM 497 estabelece de forma clara que a instituição integrante do sistema de distribuição responde, perante investidores e quaisquer terceiros, pelos atos praticados pelo agente autônomo por ela contratado. A responsabilização do agente autônomo se dará com medidas aplicadas pela instituição contratante, com fundamento no contrato estabelecido entre as CTVM ou DTVM e seus agentes. Essa posição é comentada de forma pertinente no edital de audiência pública: “é evidente que os agentes autônomos devem responder pelos seus atos. Os clientes, no entanto, são efetivamente clientes da corretora. (...) Coisa distinta é a responsabilidade do agente perante o próprio intermediário contratante³⁹”.

Em outro sentido, os agentes autônomos respondem administrativamente perante os órgãos reguladores.

³⁹ CVM. **Edital de Audiência Pública nº 03/2010**. Presidência. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes Santana, 22/04/2010, pag. 6.

Conclusão

Após a elaboração do presente trabalho, pode-se concluir que o sistema de distribuição de valores mobiliários, por meio da atuação dos intermediários, busca alcançar maior capilaridade para o mercado de capitais, aproximando o investidor ofertante daquele que necessita do investimento.

Para viabilizar tal objetivo, o legislador brasileiro buscou criar e regular canais seguros para que as operações ocorressem. Nessa seara, analisou-se a atuação dos intermediários no mercado secundário, cujo objetivo é negociar os valores mobiliários já em circulação. Nos termos do artigo 15, II e III, da Lei 6.385/197, portanto, estudaram-se os formadores de mercados, as distribuidoras e corretoras de valores mobiliários e os agentes autônomos de investimentos, confirmando-se a hipótese inicialmente levantada de que cada um desses agentes possui campo de atuação e objetivos próprios.

Os formadores de mercado, regulados principalmente pela Instrução CVM nº 384, atuam como intermediários por conta própria. Esses agentes administram carteira própria e empregam recursos particulares para a compra dos valores mobiliários, alienando-os posteriormente. Com isso, os formadores de mercado contribuem para a liquidez dos valores mobiliários.

As CTVMs e DTVMs, em conformidade com as resoluções CMN nº 1.655 e nº 1.120, atuam como intermediários na medida em que executam as ordens de seus clientes, seja adquirindo ou alienando valores mobiliários. Além disso, prestam informações sobre análise de investimentos. Salienta-se que após a decisão conjunta CVM- BACEN nº 17/2009, as CTVMs e as DTVMs passaram a ter, primordialmente, as mesmas funções.

Por fim, os agentes autônomos, nos termos da Instrução CVM nº 497, atuam como prepostos das CTVM e DTVM no mercado secundário, exercendo uma parcela de suas atividades. Ressalta-se que as atividades de execução de ordens e análise de investimentos continuam sendo das corretoras e distribuidoras e, portanto, com tais instituições está a responsabilidade pela prestação do serviço. Os agentes autônomos prestam apenas o serviço auxiliar de aproximação entre o investidor e as CTVM e DTVM. Sua função é principalmente contribuir para a capilaridade do mercado, visto que prospecta clientes e presta informações sobre os serviços prestados pelos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Esses três agentes, portanto, atuando em conjunto em cada uma de suas competências, colaboram para o pleno funcionamento do mercado de capitais, exercendo a função primordial de intermediação.

Bibliografia

ANDREZZO, Andreia; SIQUEIRA, Iran. **Mercado financeiro: Aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira/FIPECAFI-USP, 1999

ARY OSWALDO MATOS FILHO. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Administração de Empresas**, vol. 25, n. 2, abr-jun 1985.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico. Existência, validade e eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BRASIL. **Lei 4.595**, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em 06 de junho de 2016.

_____. **Lei 4.728**, de 15 de julho de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em 06 de junho de 2016.

_____. **Lei 6.385**, de 07 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 06 de junho de 2016.

_____. **Lei 7.492**, de 16 de junho de 1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7492.htm>. Acesso em 06 de junho de 2016.

_____. **Lei 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Brasília: 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 06 de junho de 2016.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13^a ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BULGARELLI, Waldirio. Os Valores Mobiliários Brasileiros como Títulos de Crédito. **Revista de Direito Mercantil**. v. 37, 1994.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa – Teoria Palco- Platéia**. São Paulo, Almedina, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil: parte especial; do direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2003.

CMN. **Resolução CMN nº 1.120**, de 04 de abril de 1986. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=1986&numero=1120>>. Acesso em 23 de janeiro de 2017.

____. **Resolução CMN nº 1.655**, de 26 de outubro de 1986. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1989&numero=1655>>. Acesso em 23 de janeiro de 2017.

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

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2004.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro, Forense, 1981.

COSTA, Wille Duarte. **Títulos de Crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

CVM. **Edital de Audiência Pública nº 03/2010**. Presidência. Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes Santana, 22/04/2010.

____. **Instrução CVM nº 08**, de 15 de outubro de 1979. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst008.html>>. Acesso em 14 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 301**, de 16 de abril de 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst301.html>>. Acesso em 14 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 461**, de 23 de outubro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst461.html>>. Acesso em 15 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 497**, de 03 de junho de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst497.html>>. Acesso em 15 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 505**, de 27 de setembro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst505.html>>. Acesso em 15 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 529**, de 01 de novembro de 2011. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst529.html>>. Acesso em 15 de fevereiro de 2017.

____. **Instrução CVM nº 539**, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst539.html>>. Acesso em 14 de fevereiro de 2017.

____. **O mercado de valores mobiliários brasileiro** / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

____. **Relatório de Análise à Audiência Pública SDM nº 03/2010**. Processo CVM nº RJ-2009-567. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Superint. Flávia Mouta Fernandes, 03/06/2011.

____. **Resolução conjunta CVM- BACEN nº 17**, de 03 de março de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/conj/dcbccvm17.html>>. Acesso em 13 de outubro de 2016.

____. **Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários**. Vol I. Rio de Janeiro: CVM.

DI PIETRO, Maria Sylvia. **Direito Administrativo**. 15ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

ECO, Umberto. **Como se faz uma tese**. 15.ed. São Paulo: Perspectiva, 1999.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais- Regime Jurídico**. 3ª Ed. rev. amp. São Paulo: Renovar, 2011.

FIÚZA, César. **Direito Civil: curso completo**. 12 ed. Revisada, atualizada e ampliada. Belo Horizonte: Del Rey, 2008.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e de Mercado de Capitais. Especificidades. A intermediação e a desintermediação financeira (Os novos produtos). **Revista Forense**. Vol. 104, n. 399, set./out 2008.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. 2. ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil. Revisada, atualizada e aumentada de acordo com o Código Civil de 2002**, por Edvaldo Brito e Reginalda Paranhos de Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almeidina, 2014.

HENRIQUES, Antonio e MEDEIROS, João Bosco. **Monografia no curso de Direito**. São Paulo: Atlas, 1999.

LAKATOS, Eva Maria. MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia do trabalho científico**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Limitadas**. 6. ed. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

LUCENA, José Waldecy, **Das sociedades anônimas – comentários à lei (art. 189 a 300)**, vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

MARCELO FERNANDEZ TRINDADE, “O Papel da CVM e o Mercado de Capitais”. In: JAIRO SADDI (org.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos**. São Paulo, IOB, 2002.

MOSQUEIRA, Roberto Quiroga. **Tributação nos Mercados Financeiros e de Capitais**. 2ª Ed. rev.e atual., São Paulo, Dialética, 1999.

PADUA, Jose Elias Alvarenga. **Regime jurídico das negociações bursáteis**. Dissertação de mestrado. UFMG, 11 de Março, 2014.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial. 1º volume**. São Paulo: Saraiva, 2007.

RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil**. São Paulo: Saraiva, 2003.

PEDRO CARVALHO DE MELO, “Mercado de capitais e desenvolvimento econômico”. In HELIO OLIVEIRA PORTOCARRERO DE CASTRO (coord.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil. Volume I**. 20ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil. Vol. II**, 20ª ed. atual por Luiz Roldão de Freitas Gomes. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil, vol. III**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. A instrução CVM 476 e as Ofertas Públicas com Esforços Restritos. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, nº 45, jul.-set. de 2009.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. **A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário**. UFMG. Dissertação de Mestrado. Belo Horizonte, 2017.

SERPA LOPES, Miguel Maria. **Curso de direito civil**. 7ª Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1989.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Agências de Classificação de Risco e seu Papel de Gatekeepers. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo**. Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). São Paulo, Malheiros, 2011, p. 378-279.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada**.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial. Vol II**. São Paulo: Malheiros, 2006, pag. 418.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**. Vol III São Paulo: Malheiros, 2006.

VIVANTE, Cesare. **Tratado dicommerciale**. 3ª ed. Milão, s/d, n. 953.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

Anexos: Regulação aplicável

1. Instrução CVM 08

Esta instrução impõe aos intermediários a vedação à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas, abrangendo, entre outras, as atividades das corretoras e distribuidoras como intermediárias de operações de valores mobiliários entre investidores.

O descumprimento aos deveres configura falta grave e, conforme facultado pelo art. 11, §3º da Lei nº 6.385/76, pode a CVM aplicar as sanções previstas neste mesmo artigo, nos incisos de III a VIII, de caráter mais rigoroso.

Os intermediários dependem, no mercado, de sua reputação para conquistar clientes, de modo que essas vedações e sanções servem como coerção.

2. Instrução CVM 301

Com o propósito de regulamentar a Lei nº 9.613/98 (Lei de Lavagem de Dinheiro) no âmbito do mercado de valores mobiliários, esta instrução impõe uma série de controles, procedimentos, registros e comunicações entre os investidores, intermediários e o poder público.

Dentre as obrigações que a norma traz, ressalta-se: (i) identificação e cadastro dos clientes, conforme parâmetros mínimos de informações e documentos exigidos pela CVM; (ii) atualização periódica dos dados; (iii) maior rigor às pessoas politicamente expostas; (iv) registro das operações realizadas com valores mobiliários.

Destaca-se também uma imposição de conduta ativa dos intermediários, que possuem o dever de monitoramento de situações indicativas de infrações à Lei de Lavagem de Dinheiro, uma vez que os intermediários ocupam uma posição privilegiada para identificar possíveis crimes, uma vez que atuam no negócio em curso e tem acesso a uma série de dados das operações.

3. Instrução CVM 461

Nesta norma, as pessoas autorizadas a operar – incluindo, portanto, os intermediários – têm o dever de cooperar com a autorregulação das entidades administradoras dos mercados em que operam, fornecendo acesso a registros e outros documentos relacionados às operações.

O art. 51 da Instrução CVM 461 institui como requisito para a “pessoa autorizada a operar” participar de um mercado organizado a idoneidade daqueles que a representam, além de diversos requisitos técnicos e estruturais.

É obrigatória, também, a existência de departamento encarregado de verificar a observância das regras e normas de condutas aplicáveis e a segregação de atividades destinada a prevenir conflitos de interesse.

Os intermediários deverão, conforme art. 52, prestar informações que os órgãos de administração e fiscalização solicitarem. Além disso, é atribuído às entidades administradoras de mercado organizado o poder de impor suas próprias regras sobre as atividades em seu ambiente de organização, ou seja, poder de autorregulação.

4. Instrução CVM 505

A instrução em comento tem o escopo de estabelecer normas e procedimentos a serem observados pelos intermediários nas negociações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados e trouxe importantes definições para o sistema de distribuição de valores mobiliários:

Artigo 1º: (...)I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários;

II – operador especial: a pessoa natural ou firma individual habilitada a atuar em nome próprio ou de intermediário, na negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora;
(...)

VI – pessoas vinculadas: a) administradores, empregados, operadores e demais prepostos do intermediário que desempenhem atividades de intermediação ou de suporte operacional; b) agentes autônomos que prestem serviços ao intermediário; c) demais profissionais que mantenham, com o intermediário, contrato de prestação de serviços diretamente relacionados à atividade de intermediação ou de suporte operacional; (...) e) sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo intermediário ou por pessoas a ele vinculadas;
(...)

As instituições financeiras estão excetuadas no dispositivo que trata da negociação de valores mobiliários por pessoas vinculadas ao intermediário, conforme disposto no art. 15 da Instrução CVM nº 387, de 2003.

Já no artigo 35, a instrução novamente ratifica a necessidade de autorização para atuação por parte da CVM, vedando o exercício de atividades de distribuição de valores mobiliários às pessoas não autorizadas:

Art. 35. **É vedado ao intermediário:**

III – **permitir o exercício** das atividades próprias de integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários por **pessoas não autorizadas pela CVM** para esse fim;

IV – **exercer a atividade** de administração de carteira **sem a correspondente autorização da CVM**;

V – **permitir** que integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade exerçam atividades para as quais **não estejam expressamente autorizados pela CVM** (...) (*grifo nosso*)

As pessoas vinculadas ao intermediário somente podem negociar valores mobiliários por conta própria, direta ou indiretamente, por meio do intermediário a que estiverem vinculadas, conforme artigo 25 da instrução. Esta disposição faz referencia ao artigo 15, II, da Lei 6.385, em que a intermediação secundária consiste na atuação do intermediário por conta própria, ou seja, ao invés de executar ordens de clientes, o intermediário administra carteira própria, expondo-se aos riscos associados aos valores mobiliários que investe.

Conforme § 2º do artigo 25, equiparam-se às operações de pessoas vinculadas aquelas realizadas para a carteira própria do intermediário.

A instrução traz ainda uma série de deveres dos intermediários, que em muito se assemelham aos deveres dos administradores das sociedades anônimas dispostos na Lei 6.404/76. Destacam-se:

- i. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação seus clientes (Art. 30, caput);
- ii. É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes (Art. 30, parágrafo único);
- iii. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos para evitar a ocorrência de conflito de interesses (Art. 31);
- iv. Dever de informação aos clientes, alertando-os sobre os produtos oferecidos e seus riscos (Art. 32, V; Art. 33);

Essas normas de condutas buscam privilegiar os interesses dos clientes, cumprindo os deveres fiduciários e conduzindo os negócios com elevados padrões éticos. Dessa forma, os intermediários auxiliam o reguladora atingir o objetivo de proteção ao investidor.

Em relação especificamente ao conflito de interesse, adotou-se uma regulamentação principiológica, mas obrigando o intermediário a estabelecer regras para prevenir, identificar e gerir conflitos de interesse, inspirado no art. 18 da Diretiva Europeia 2004/39/CE, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

Na minuta da instrução, tentou-se a introdução de princípios relativos ao dever de verificar a adequação (*suitability*) da operação ao perfil do cliente antes de realizá-la. Para esta finalidade, o intermediário devia verificar, de um lado, o objetivo pretendido por seu cliente, antes de executar a operação ou conjunto de operações e, de outro lado, a compatibilidade dessa operação ou conjunto de operações com o perfil de risco, histórico de investimento, conhecimento financeiro e situação patrimonial do cliente.

No entanto, na audiência pública, os participantes levantaram a questão de que “em razão da dinâmica do mercado de capitais brasileiro, não é possível exigir,

para cada operação que a cliente queira realizar e que não se enquadre em seu perfil de investimento, um termo assinado no qual ele se declare ciente dos riscos daquela operação específica, representando um engessamento do mercado”.

Em relação à responsabilidade dos administradores, introduziu-se uma estrutura de *compliance* na organização dos intermediários. Conforme artigo 4º, deve haver um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução e outro diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, utilização e eficácia das regras adotadas para o cumprimento das normas. Assim, separou-se a função de implementar normas da função de supervisioná-las.

Atribui-se aos intermediários o estabelecimento de regras, procedimentos e controles próprios para tratar de conflitos de interesses.

Além disso, obriga os intermediários a manter uma relação transparente com seus clientes.

Por fim, os intermediários também devem atuar na prevenção, detecção e informação às autoridades responsáveis sobre a ocorrência de ilícitos.

5. Resolução CMN 3.849 e Instrução CVM 529

Ambas as normas impõe aos intermediários a obrigação de instituir uma ouvidoria, com a função de ser um órgão para estabelecer canal de comunicação com o cliente e de mediação de conflitos.

6. Instrução CVM 539

Esta importante instrução dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

Os intermediários sujeitam-se aos termos dessa norma, pois se enquadram no conceito de “pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

A instrução relata que o atendimento ao cliente deve ser feito de forma direta, sendo vedadas ofertas inespecíficas, ao público geral. Com isso, ao prestar serviço no mercado, as corretoras e distribuidoras deverão comparar as condições dos seus clientes com as especificações de um determinado produto, no intuito de aferir se o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente, se a situação financeira do cliente é compatível com o que está sendo oferecido e se o cliente possui o conhecimento necessário para compreender os riscos do produto, serviço ou operação.

Conforme dispõe a instrução, as corretoras e distribuidoras deverão avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas, a ser comparado com a classificação das categorias dos produtos oferecidos.

Os intermediários não poderão recomendar serviços, produtos e operação que estejam em desacordo com o perfil do cliente, se não for possível obter informações atualizadas ou se não for possível classificar o perfil do cliente.

Ressalta-se que a norma não impede o cliente de realizar a operação, mesmo que não seja recomendada pelo intermediário. Nessa hipótese, os motivos das restrições deverão estar claros ao cliente, que deverá declarar estar ciente da vedação.

Merece destaque nesta instrução o agente autônomo, por ter contato direto com o cliente, muitas vezes prospectado e captado com seus esforços próprios, subordina-se especialmente aos procedimentos de *suitability*. A exceção está no art. 1º dessa instrução, visto que o dever de *suitability* em relação à recomendação de produtos e serviços não é aplicado aos agentes autônomos, pois o aconselhamento de clientes não está no rol taxativo de serviços permitidos aos agentes, conforme Instrução CVM 497.