

NELSON EIZIRIK (**)

1. Introdução

Apresentamos, no presente texto, uma exposição sumária dos princípios e institutos jurídicos que norteiam a regulação do mercado de capitais no Brasil, enfatizando o papel desempenhado pelo órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na disciplina das companhias abertas e das instituições financeiras.

2. Âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

O poder de polícia administrativa da CVM é exercido, em consonância com a legislação em vigor, com relação a um segmento específico do sistema financeiro, que é o do mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários.

Nos termos da estrutura legal e institucional do sistema financeiro brasileiro, **todas** as operações desenvolvidas nos mercados de crédito, monetário e cambial estão submetidas ao poder de polícia administrativa do Banco Central.

Já as operações realizadas no mercado de valores mobiliários estão submetidas ao poder de polícia da CVM, que detém poderes legais expressos (contidos na Lei nº 6.385/76 e regulamentação posterior) para fiscalizá-las e para instaurar processo administrativo sancionador visando o julgamento da conduta dos infratores de tais normas e a aplicação das penalidades cabíveis.

A elaboração do conceito de valores mobiliários visa, basicamente, delimitar o escopo do mercado de capitais, submetendo as negociações nele desenvolvidas a uma disciplina legal específica e ao poder de polícia de órgão estatal criado especialmente para tal fim, pelo fato de verificar-se a captação de poupança popular para aplicação em capital de risco das empresas.

Assim, a noção de valores mobiliários foi sendo construída no sentido de enquadrar tais títulos à técnica de **negociação em massa** (no mercado primário, em bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão), dada a sua **fungibilidade**, independentemente de constituírem ou não títulos de crédito.

(*) Exposição realizada no Painel "Regulação Jurídica do Mercado de Capitais no MERCOSUL", em 19/09/98 no VII Congresso Argentino de Derecho Societario.

Em nosso sistema legal, são considerados valores mobiliários:

- 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;
- IV – os índices representativos de carteira de ações;
- V – as opções de compra e venda de valores mobiliários;
- VI – as opções em bolsa;
- VII – os direitos de subscrição de valores mobiliários, os recibos de subscrição de valores mobiliários e os certificados de depósito de ações;
- VIII – as opções de debêntures;
- IX – as quotas de fundos de investimento imobiliário;
- X – os certificados de investimentos audiovisuais.

Recentemente, a Medida Provisória nº 1.637, de 08.01.98 ampliou o conceito de valores mobiliários, à semelhança da noção de “*securities*” do direito norteamericano.

Passaram a ser considerados valores mobiliários quaisquer 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 dos esforços do empreendedor.

O poder de polícia administrativa da CVM é exercido sobre todos os negócios e atividades desenvolvidos no âmbito do mercado de valores mobiliários. Deve a CVM fiscalizar quem emite publicamente os valores mobiliários, quem os intermedia, quem exerce atividades de administração de carteiras de valores mobiliários, assim como quem atua profissionalmente no mercado, prestando serviços de custódia, análise de investimentos, auditoria *etc.*

Estão incluídas no âmbito do mercado, inicialmente, as companhias abertas e as companhias incentivadas, empresas que podem ter os valores mobiliários de sua emissão colocados ou negociados publicamente.

As instituições financeiras que realizam as atividades de *underwriting* e de intermediação de valores mobiliários, como as Corretoras, Distribuidoras, Bancos de Investimento e Bancos Múltiplos, estão igualmente sujeitas à fiscalização da CVM. Da mesma forma, as instituições que propiciam os locais públicos de negociação e que são legalmente obrigadas a fiscalizar a conduta de seus membros, como é o caso das Bolsas de Valores, Bolsas de Futuros, assim como das entidades de mercado de balcão organizado (“*over-the-counter*”).

Incluem-se, ainda, entre os agentes submetidos ao poder de polícia da CVM, os administradores de carteiras de valores mobiliários, os fundos de investimento, os consultores de valores mobiliários, bem como os auditores independentes, todos prestadores de serviços no âmbito do mercado de capitais.

No quadro abaixo, verificamos quais os agentes submetidos ao poder de polícia da CVM, assim como a sua evolução quantitativa nos últimos sete anos. Conforme pode ser observado, há mais de seis mil entidades atuantes no mercado de valores mobiliários, estando não só elas como também seus administradores sob o regime de fiscalização da CVM.

TIPOS DE AGENTES	ANOS						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Cias abertas	770	785	785	782	792	814	867
Cias incentivadas	2097	2186	2297	2223	2415	2417	2401
Corretoras	178	186	188	194	198	192	178
Bancos de Investimentos	29	29	31	30	27	24	17
Bolsas de Valores e de Futuros	10	10	10	10	10	10	10
Distribuidoras	328	351	358	391	394	356	292
Bancos Múltiplos c/Cart.de Investimentos	90	90	94	106	105	101	104
Fundos Mútuos de Ações	75	70	84	91	99	98	101
Fundos de Conversão (Área Livre)	12	12	12	11	13	13	15
Fundos de Conversão (Áreas Investidas)	1	1	1	1	1	1	2
Fundos de Investimento de Capital Estrang.	16	21	32	45	42	35	36
Fundos de Privatização	0	0	3	5	10	19	30
Fundos Mútuos de Invest. de Quotas FMIA	0	0	0	0	0	0	2
Fundos Mútuos de Investimentos de Empresas	0	0	0	0	0	0	1
Emergentes							
Fundos de Investimentos Cultural e Artístico	0	0	0	1	1	2	3
Fundos Mútuos Investimentos de Ações (C.L.)	1	2	9	42	88	139	175
Auditor Independente (Pessoas Físicas)	111	123	138	136	135	139	115
Auditor Independente (Pessoas Jurídicas)	176	194	206	210	207	216	205

Prestador de Serviços de Ações Escriturais	19	20	21	22	22	23	22
Prestador de Serviços de Debêntures Escriturais	2	2	2	4	4	5	1
Prestador de Serviços de Custódia Fungível	5	5	5	6	12	20	8
Prestador de Serviços de Emissão de Certificados	5	5	5	4	6	6	1
Prestador de Serviços de Administrador de Carteira (PJ)	139	161	227	180	340	398	395
Prestador de Serviços de Administrador de Carteira (PF)	233	282	376	460	536	611	610
Consultor de Valores Mobiliários (PF)	35	35	38	43	41	45	30
Consultor de Valores Mobiliários (PJ)	26	28	33	37	37	38	22
Carteira de Títulos e Valores Mobiliários - C.E	0	0	41	178	297	464	535
Total Geral	4358	4607	4997	5312	5832	6179	6178

Fonte – CVM

3. Controle da legalidade das emissões públicas de valores mobiliários

Nos termos da legislação em vigor, nenhuma emissão de valores mobiliários pode ser distribuída no mercado sem seu prévio registro na CVM.

As normas que impõem a necessidade de registro da emissão pública na CVM apresentam nítida feição **instrumental**. Com efeito, o registro consiste basicamente no meio de proceder-se à prestação de informações à CVM com vistas à sua divulgação ao público investidor. Assim, o registro da emissão está inserido no contexto mais amplo da política de *disclosure*, que consiste exatamente na divulgação de informações amplas e completas a respeito da companhia e dos valores mobiliários por ela publicamente ofertados.

Um dos objetivos essenciais da regulação do mercado de capitais consiste em promover a **eficiência** na determinação do valor dos títulos negociados. O ideal é que a cotação dos valores publicamente transacionados reflita apenas as informações disponíveis. Presume-se que, uma vez bem informados e inexistindo *insider trading*, os preços dos papéis refletirão apenas as informações sobre as companhias, não sendo, portanto, o resultado de eventuais práticas de manipulação.

No contexto do mercado primário, ou seja, do mercado de novas emissões, o *disclosure* é utilizado como um instrumento para eliminar ou pelo menos reduzir as fraudes que poderiam ser cometidas, na medida em que se permite aos investidores avaliar a qualidade e o preço dos títulos ofertados.

Ademais, o *disclosure* promove uma maior eficiência alocacional dos recursos, na medida em que os investidores, uma vez bem informados, aplicarão seus recursos nas empresas que apresentam maiores taxas de retorno.

O registro da emissão pública não é um fim em si mesmo, mas um meio de proceder-se à ampla divulgação de informações ao público. As normas que condicionam a realização de emissão pública ao prévio registro na CVM, ainda que cogentes, apresentam inequívoca feição **instrumental**. Daí segue que, em princípio, a aplicação de sanção disciplinar, pela CVM, não decorre de mera realização de uma emissão pública sem registro, mas sim de realização de emissão pública sem a prestação das informações necessárias para pleno conhecimento, por parte dos investidores, dos riscos do empreendimento.

Nos termos da Lei nº 6.385/76 (art. 19, §§ 6º e 7º, e art. 20), a CVM deve subordinar o registro de emissão à divulgação das informações necessárias à proteção dos investidores, tal como exigidas pela regulamentação administrativa. Ao solicitar o registro de emissão, cabe à Companhia apresentar os prospectos e demais documentos promocionais, devendo a CVM suspender a emissão pública que se esteja processando em condições diversas daquelas constantes do registro, ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas.

Não cabe à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência do momento escolhido para a realização da emissão pública.

No caso de aumento de capital por emissão pública de ações, há determinação legal expressa no sentido de **não** caber à CVM a análise da viabilidade econômico-financeira do empreendimento (Lei das S.A., art. 170, § 6º). Em tal hipótese, portanto, não pode a autoridade reguladora do mercado indeferir o pedido de registro da emissão por considerá-la inviável, temerária ou mesmo inoportuna.

Tratando-se de emissão pública de valores mobiliários de empresa já constituída, a CVM pode denegar o pedido de registro apenas em duas hipóteses: **a)** não atendimento, por parte da companhia, das exigências referentes à prestação de informações; **b)** existência de irregularidades nos atos societários que precederem à emissão pública, ou contidas no estatuto social da companhia.

Ao deferir o pedido de registro de emissão pública, a CVM **não** garante a veracidade das informações prestadas, muito menos a qualidade da companhia ou dos valores mobiliários por ela oferecidos ao público. Com efeito, a responsabilidade pelas informações prestadas é da companhia e do *underwriter*; já a análise do mérito do empreendimento deve ser realizada pelos investidores do mercado, com base nas informações disponíveis.

A regulamentação administrativa vigente estabelece expressamente que o prospecto de venda dos valores mobiliários, assim como outros materiais publicitários de promoção da oferta, devem mencionar que o registro na CVM significa que se encontram em poder da Comissão, do *underwriter* líder e dos

demais membros do consórcio de *underwriters* os documentos e informações necessários à avaliação, pelo investidor, do investimento proposto.

O preceito regulamentar visa deixar claro para os investidores que não existe, por ocasião do deferimento do pedido de registro, nenhuma chancela estatal quanto à qualidade dos papéis ou à veracidade das informações prestadas.

O ato da CVM de aprovar ou desaprovar o pedido de registro de emissão pública de ações, por aumento de capital, assim como dos demais valores mobiliários, é *vinculado*. Com efeito, a lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a prática de tal ato. Não estamos, portanto, na esfera de poder discricionário, ou seja, não há escolha, pela autoridade reguladora, do conteúdo do ato, de seu destinatário, de sua conveniência, de sua oportunidade e do modo de sua realização.

Tratando-se o deferimento do pedido de registro de um ato vinculado, não cabe à CVM, ademais, entrar no exame de sua oportunidade. Com efeito, no exercício do poder vinculado, não importa a opinião da autoridade sobre a oportunidade da decisão a ser tomada, cabendo-lhe apenas conduzir-se em conformidade com as normas legais e regulamentares vigentes.

4. Dever de informar

As companhias abertas e seus administradores estão submetidas ao dever de informar à CVM e ao mercado todas as informações relevantes ocorridas em suas atividades.

Ademais, as demonstrações financeiras das companhias abertas devem ser obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na CVM.

Nos termos da Lei nº 6.385/76, art. 9º, a CVM poderá: examinar os registros contábeis, livros e documentos das companhias abertas; intimá-las a prestar esclarecimentos; determinar às companhias abertas que republiquem, com correção ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgados, sob pena de multa cominatória.

A CVM pode também aplicar multas cominatórias às companhias abertas que não mantiverem seu registro atualizado, por atraso na apresentação das demonstrações financeiras.

A Lei das S.A. consagra o “dever de informar” para o administrador de companhia aberta.

Deve ele comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração, ou **fato relevante** ocorrido nos negócios da companhia, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar os valores mobiliários emitidos pela companhia.

Os administradores e acionistas controladores não podem utilizar as informações confidenciais da companhia sobre fatos relevantes em proveito próprio.

Trata-se da proibição ao "*insider trading*", estabelecida na Lei das S.A. aos "*corporate insiders*" e estendida, mediante regulamentação administrativa da CVM, a todos aqueles que atuam no mercado ("*market insiders*") e que têm acesso a informações confidenciais da companhia.

Os dois preceitos fundamentais referentes ao *insider trading* estão contidos no art. 155, § 1º e no art. 157, § 4º da Lei das S.A.

O art. 155 consagra o princípio de que o administrador deve servir com lealdade à companhia, trazendo, portanto, para nosso sistema legal, o *standard of loyalty* do direito societário norte-americano, que se baseia no caráter fiduciário das funções do administrador. Assim, o administrador deve, em princípio, buscar o interesse da companhia e não seus interesses privados.

O § 1º do art. 155 assim dispõe: "§ 1º - Cumpre, ademais, ao administrador de Companhia Aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários".

O § 4º do art. 157 trata mais diretamente do **dever de informar**, devendo ser ligado à proibição de utilizar o administrador informações da companhia em proveito próprio (art. 155, § 1º). Assim dispõe o § 4º do art. 157: "§ 4º - Os administradores da Companhia Aberta são obrigados a comunicar imediatamente à Bolsa de Valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possam influir de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

Da leitura conjunta dos dois dispositivos, resulta claro que a lei seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do *insider de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (disclose or refrain from trading)*. Assim, estando o administrador na posse de informações relevantes, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em obediência ao princípio fundamental do *disclosure*. É possível, porém, que tal informação possa pôr em risco interesse legítimo da companhia (art. 157, § 5º). Nesse caso, porém, *enquanto a informação não for publicamente divulgada*, o *insider está proibido de utilizá-la em proveito próprio*, comprando ou vendendo valores mobiliários da companhia, ou recomendando a terceiros que o façam.

A lei também define expressamente a noção de fato relevante, adotando o conceito de *material fact* da *Rule 10 b-5* norte-americana, tal como interpretado pelos tribunais. Assim, *fato relevante* é considerado aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia. Trata-se de norma flexível, a ser, portanto, analisada diante de cada caso concreto; em princípio, o fato é relevante na medida em que sua divulgação terá um impacto razoável sobre a cotação das ações da

companhia. O administrador deve, assim, projetar o possível comportamento do investidor médio frente a tais informações.

A Instrução CVM nº 31/84 apresenta a seguinte relação de modalidades de "fatos relevantes" e que devem divulgados publicamente:

- a) mudanças no controle da companhia;
- b) fechamento de capital da companhia;
- c) incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia;
- d) mudanças significativas na composição do ativo da companhia;
- e) reavaliação dos ativos da companhia;
- f) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
- g) desdobramento de ações ou atribuição de bonificação;
- h) aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, ou alienação dessas ações;
- i) lucro ou prejuízo apurado nas demonstrações financeiras da companhia e a atribuição de dividendos;
- j) atraso no pagamento de dividendos ou perspectiva de alteração na distribuição de dividendos;
- l) celebração ou extinção de um contrato significativo para a companhia, ou o insucesso na sua realização, cuja expectativa de concretização era de conhecimento público;
- m) requerimento de concordata, de falência, ou a propositura de ação contra a companhia que, se vier a ser julgado procedente, possa afetar a sua situação econômico-financeira;
- n) produção, em escala industrial, comercialização ou desativação de um produto que possa repercutir de modo expressivo no desempenho da sociedade;
- o) qualquer descoberta, mudança ou desenvolvimento na tecnologia ou nos recursos da companhia que possa vir a alterar significativamente os seus resultados.

5. Repressão às práticas contrárias à legislação do mercado de valores mobiliários

Caso as pessoas ou entidades submetidas ao poder de fiscalização da CVM infringam as normas legais ou regulamentares que disciplinam o mercado de

capitais, a CVM pode instaurar um *processo administrativo sancionador* ("Inquérito Administrativo"), para a apuração da responsabilidade do infrator.

Concluído o inquérito, a CVM pode absolver o culpado ou aplicar-lhe penalidades administrativas.

Nos termos da Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76), as penalidades aplicáveis pela CVM em processo sancionador são as seguintes:

- a) advertência;
- b) multa;
- c) suspensão do exercício de cargo;
- d) inabilitação para o exercício do cargo;
- e) suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades;
- f) cassação de autorização ou registro para o exercício de atividades;
- g) proibição para a prática de atividades ou operações;
- h) proibição de atuar em determinadas modalidades de operações no mercado.

A penalidade de **advertência** é aplicada nos casos de infrações leves. Advertência significa uma admoestação ao acusado, por escrito; embora constitua uma sanção branda, importa inequivocamente em penalidade administrativa, cuja aplicação pressupõe a certeza da culpabilidade do infrator.

A pena de multa deve, nos termos do § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, com a nova redação dada pela Lei nº 9.457/97, ter o teto máximo de:

- a) 500.000,00 (quinhentos mil reais);
- b) 50% do valor da emissão ou operação irregular;
- c) três vezes o montante da vantagem econômica ou da perda evitada em decorrência do ato ilícito.

Em atenção ao princípio da **dosimetria punitiva**, deve a CVM aplicar, prioritariamente, a pena de multa calculada sobre o montante da vantagem econômica obtida pelo infrator, ou da perda por ele evitada em decorrência do ato ilícito.

O valor **máximo** da multa, em tal hipótese, é de três vezes o valor da vantagem econômica ou da perda evitada. Mediante tal norma, busca-se aumentar o "custo" da infração, de sorte a desincentivar a prática de operações ilegais; a sanção, com efeito, deve acarretar uma perda pecuniária **superior** ao benefício auferido pelo infrator com a prática do ilícito.

Nos termos do inciso III do art. 11 da Lei nº 6.385/76, pode ser aplicada pena de **suspensão** do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras enti-

dades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Já a **inabilitação temporária** constitui penalidade extremamente severa, somente cabendo sua aplicação na hipótese de comprovada infração dolosa às normas disciplinadoras do mercado de capitais.

A inabilitação importa em impedimento temporário para o exercício de cargo em entidade submetida à fiscalização da CVM, durante o prazo **máximo** de vinte anos.

Assim, por exemplo, aplicada a pena de inabilitação por um prazo determinado a um administrador de companhia aberta, fica ele impedido, durante aquele período, de ocupar cargo diretivo em órgão de administração em qualquer companhia aberta.

Nos termos do inciso VI do art. 11 da Lei nº 6.385/76, poderá também a CVM aplicar a penalidade de **cassação de autorização** ou registro para o exercício das atividades previstas na lei e submetidas, portanto, ao Poder de Polícia da CVM.

A cassação implica no cancelamento da autorização ou do registro previamente concedido pela CVM para o exercício de determinada atividade que pressuponha ato de permissão da CVM.

Uma vez cassada a autorização ou o registro, a entidade fica legalmente inabilitada para exercer as atividades nele compreendidas.

A lei também estabelece a penalidade de **proibição temporária**, até o prazo máximo de vinte anos, para as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ou de outras que dependam de autorização ou registro na CVM, de praticar determinadas operações ou atividades no mercado.

Assim, por exemplo, se uma instituição financeira, atuando como *underwriter*, infringe as normas legais ou regulamentares referentes à atividade, pode ser proibida pela CVM de atuar em tal modalidade de operação durante um prazo determinado, não superior a vinte anos, sem que sejam afetadas as demais atividades para cujo exercício está autorizada.

A lei também permite à CVM a aplicação de penalidade de **proibição temporária**, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

O objetivo da norma é permitir a aplicação de tal penalidade a pessoas ou entidades que **não** dependem de autorização prévia da CVM, como são tipicamente os investidores do mercado de capitais. Assim, por exemplo, se um investidor pratica operações fraudulentas no mercado de opções, pode ser apenado com a proibição de atuar em tal mercado, durante um prazo determinado, de até dez anos, seja diretamente, seja mediante pessoas seguindo suas instruções.

Desde sua instalação (ocorrida em 1978) até hoje, a CVM instaurou quinhentos processos administrativos sancionadores, dos quais oitenta e dois foram arquivados e os restantes levados a julgamento.

Foram aplicadas as seguintes sanções administrativas às pessoas punidas: 684 multados; 458 advertidos; 23 inabilitados e 22 suspensos.

6. Auto-regulação e o papel das Bolsas de Valores

As Bolsas de Valores, no sistema legal brasileiro, são definidas como associações civis, sem finalidades lucrativas, cujos objetivos fundamentais são:

1. manter um local adequado à realização, entre seus membros (as Sociedades Corretoras) de transações envolvendo compra e venda de valores mobiliários, estabelecendo e implementando sistema de negociações que propiciem continuidade de preço e liquidez ao mercado;
2. preservar elevados padrões éticos de negociação para as Sociedades Corretoras, baixando normas, fiscalizando seu cumprimento e aplicando as penalidades cabíveis.

O segundo objetivo está diretamente relacionado ao papel das Bolsas de Valores como entidades **auto-reguladoras**.

Por auto-regulação entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicariam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos. No mercado de capitais, tradicionalmente, as entidades tipicamente auto-reguladoras são as Bolsas de Valores.

Nos termos do § 1º do art. 8º da Lei nº 6.385/76, a competência reguladora da CVM **não** exclui a competência das Bolsas de Valores com relação a seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. Há, assim, dupla competência normativa e fiscalizadora no que toca às operações bolsísticas: a CVM e das próprias Bolsas de Valores.

O art. 17 da Lei nº 6.385/76 assim dispõe:

“Art. 17 – As Bolsas de Valores terão *autonomia* administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a *supervisão* da Comissão de Valores Mobiliários.
Parágrafo único – Às Bolsas de Valores incumbe, como *órgãos auxiliares* da Comissão de Valores Mobiliários, *fiscalizar* os respectivos membros e as operações nelas realizadas.”

A atuação das Bolsas de Valores, *órgãos auxiliares* da CVM, tal como expresso no parágrafo único do art. 17, refere-se **unicamente** à *fiscalização* das Sociedades Corretoras e das operações realizadas em Bolsa. Ou seja, a CVM pode demandar das Bolsas de Valores uma efetiva fiscalização de seus membros, assim como ter acesso aos relatórios de inspeção realizados por seus fiscais ou auditores nas Sociedades Corretoras.

Por outro lado, as Bolsas de Valores **não** têm competência legal para fiscalizarem as companhias abertas, tarefa desempenhada com exclusividade pela CVM.

Além das Bolsas, podem atuar no mercado de capitais entidades do "mercado de balcão" (*"over-the-counter market"*).

A SOMA – Sociedade Operadora do Mercado do Acesso – é uma sociedade civil de responsabilidade limitada e fins lucrativos que tem por objetivo instituir, operar e fiscalizar o mercado de balcão organizado. A finalidade de tal mercado é possibilitar a capitalização de empresas de pequeno e médio porte, por meio da negociação, tanto no mercado primário como no secundário, de valores mobiliários por elas emitidos, a custos menos elevados do que os exigidos para a negociação em Bolsa de Valores.

Para viabilizar a consecução de tais objetivos, a estrutura jurídica da SOMA elaborada em observância do disposto nas Instruções CVM nº 243, 244 e 245, todas de 1996, contempla um mecanismo flexível para as empresas emissoras participantes, destacando-se as seguintes vantagens:

- a) redução das formalidades quanto ao *disclosure*;
- b) simplificação do processo de registro das empresas;
- c) maior abrangência do mercado, permitindo-se a participação, como intermediários, de bancos de investimento, corretoras, distribuidoras e outras sociedades voltadas à negociação de títulos e valores mobiliários;
- d) simplificação do processo de negociação e registro, sem a especificação de comitentes e sem a existência de fundo de garantia;
- e) introdução da figura do *market maker*, com obrigação de garantir liquidez para os valores mobiliários sob a sua responsabilidade.

(*) NELSON EIZIRIK é Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo, sócio do Escritório Carvalhosa, Eizirik e Motta Veiga, ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários.
