

# **Regulação do Mercado de Capitais no Brasil**

## **Evolução e Desafios**

**Departamento de Economia – PUC-Rio  
Seminário de Política Econômica  
21/05/2010**

Marcelo Trindade

# **Primeira Parte**

**Natureza dos riscos e finalidades da  
intervenção estatal nos mercados**

# Mercados de Promessas

- A captação de recursos do público para devolução, sob certas condições:
  - Esta é a característica essencial e comum aos mercados financeiro, securitário, previdenciário e de capitais.
- Esta característica comum unifica o principal risco ao interesse do público investidor em tais mercados:
  - O grande risco ao interesse público é o descumprimento da promessa.

# Riscos das Promessas

- O descumprimento da promessa:
  - afeta diretamente o público investidor, o que já seria bastante para determinar o interesse público; e
  - pode afetar, sistemicamente e em cascata, credores de promessas que, por sua vez, tenham também feito promessas ao público.

# As Promessas falham por...

- **Insolvência:**
  - O promitente não tem capacidade econômica de pagar, no momento ajustado.
- **Iliquidez:**
  - O promitente tem patrimônio suficiente, mas não consegue convertê-lo a tempo em recursos necessários ao cumprimento da promessa.
- **Fraude:**
  - O promitente não tinha ou deixou de ter a intenção de cumprir a promessa, e se apropriou dos recursos.

# Finalidade da Regulação Estatal

- A finalidade básica da atuação do Estado ao regular a captação de recursos do público é, portanto, a de evitar, na medida do possível, que as promessas falhem, evitando com isso tanto a concretização do risco para o público investidor quanto o risco para o sistema, e a economia como um todo.

# Mecanismos de Regulação

- São inúmeros os mecanismos de atuação regulatória do Estado, mas eles podem ser resumidos em dois grandes grupos:
  - Regulação prudencial:
    - o Estado interfere na gestão dos negócios do promitente e dos demais agentes
  - Regulação de condutas:
    - O Estado determina ou impede certas as condutas aos promitentes
- Mas em ambos os casos, não há efetividade sem fiscalização e sanção.

# Principais Agentes (Regulados)

- Investidores
- Emissores
- Administradores
- Intermediários
- Agentes Auxiliares
  - Auditores
  - Analistas
- Bolsas e Mercados de Balcão Organizados



# **Segunda Parte**

## **Evolução histórica do Mercado de Valores Mobiliários**

# Primeira Onda

- Até 1964 era esparsa a disciplina do mercado de capitais, consistindo basicamente na disciplina dos Corretores de Bolsa e dos Bancos.
- A partir de 1964:
  - Estruturação do sistema financeiro nacional, e de todas as formas de captação de recursos de terceiros com promessa de devolução. Exemplos:
    - Lei 4.595/64, cria o Banco Central do Brasil.
    - Dec-Lei 70/66, regula as associações de poupança e empréstimo.
    - Dec-Lei 72/66, unifica os Institutos de Aposentadoria no INPS
    - Dec-Lei 73/66, regula a indústria de seguros.

# Primeira Onda

- Em 1965 é editada a **Lei do Mercado de Capitais** (Lei 4.728).
- Importantes avanços da Lei 4.728:
  - Registro de emissores (art. 19, II) e das emissões (art. 21)
  - Debêntures conversíveis em ações (art. 44)
  - Sociedades de capital autorizado (art. 45)
  - Certificados de Depósito (art. 31)
  - Ações Endossáveis (art. 32)
  - Bônus (ou opções) de subscrição (art. 48)
  - Sociedades de Investimento e Fundos de Investimento (arts. 49 e 50)

# Primeira Onda

- A omissão da Lei 4.728/65: não criação de um órgão regulador específico
  - A supervisão do mercado foi atribuída ao Banco Central (Diretoria e Gerência de mercado de capitais)
    - O conflito cultural entre a supervisão de mercado e a supervisão bancária
      - Silêncio x Divulgação
      - Exame de mérito x Divulgação de Riscos
    - As prioridades de um banco central não incluem o investidor no mercado de capitais
    - Confusão refletida na própria Lei: art. 26, (c). O CMN expedirá, para cada tipo de atividade econômica do emissor de debêntures com correção monetária, normas relativas a *“coeficientes ou índices mínimos de rentabilidade, solvabilidade ou liquidez a que deverá satisfazer a empresa emissora”*

# A Primeira Onda e o Incentivo Artificial

- A renúncia fiscal era considerada fundamental para fomentar o mercado de capitais
  - Lei 4.728/65, arts. 55 e 56:
    - Dedução da renda bruta de 30% das quantias pagas para subscrição de títulos públicos ou ações de companhias abertas e 15% das quantias pagas para aquisição de quotas de fundos de investimento ou ações de sociedades de investimento
  - Dec.-Lei 157/67, arts. 3º e 4º:
    - Redução de 10% do valor devido a título de Imposto de Renda para as **pessoas físicas**, a cada exercício, se utilizassem os recursos na subscrição de certificados a serem utilizados na compra de ações ou debêntures de companhias abertas
    - O mesmo para as **pessoas jurídicas** no exercício de 1967

# Muitos riscos, poucos antídotos ...

- **Dec.-Lei 157/67: A confiança cega na burocracia**
  - Art 10. O Ministro da Fazenda, se houver recomendação do Conselho Monetário Nacional, face ao excesso de valorização dos títulos em Bôlsa, é autorizado a suspender, temporariamente, a dedução prevista no artigo anterior, ou os demais estímulos fiscais previstos neste Decreto-lei.
- **Lei 4.728/65: Crimes pouco sofisticados**
  - Arts. 72 e 73. Fazer, imprimir, reproduzir ou fabricar de qualquer forma papéis representativos de ações ou cautelas, que os representem, ou títulos negociáveis de sociedades, sem autorização escrita e assinada pelos respectivos representantes legais, na quantidade autorizada.
  - Art. 74. Colocar no mercado ações de sociedade anônima ou cautelas que a representem, falsas ou falsificadas.

# Resultado Previsível

- **A crise das bolsas de valores de 1971/1972:**
  - Especulação alimentada por falta de informação.
  - Excesso de recursos disponíveis (incentivos fiscais) em relação aos ativos ofertados.
  - Intermediários, administradores e controladores sem compromisso e com pouca responsabilidade
  - Supervisão e fiscalização ineficazes e não focadas.
- **Uma crise do mercado, não do país**
  - A fundamental diferença entre a crise de 29 nos EUA e a de 71 no Brasil: o país continuou crescendo a taxas expressivas
  - Uma crise do mercado, não da economia

# Segunda Onda

- **A solução buscada (repetindo o modelo dos EUA de 33/34):**
  - Criar um órgão regulador autônomo (**CVM**), com poderes adequados de normatização, fiscalização e sanção
  - Modernizar a lei quanto aos deveres e responsabilidades dos intermediários e emissores.
- **A Lei 6.404/76 (Lei das S.A.):**
  - Objetivos declarados (Exposição de motivos):
    - criar modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada
    - definir o regime das companhias abertas para aumentar a confiança e o interesse do investidor
    - aperfeiçoar o modelo de sociedades fechadas, destinado às pequenas e médias empresas, e às *joint ventures*
    - só alterar o Decreto 2.627/40 quando necessário



# Segunda Onda

- **A Lei 6.385/76 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários):**
  - Criação da CVM:
    - Colegiado autônomo, mas demissível *ad nutum*
    - Registros de Auditores, Analistas, Administradores de Carteira
    - Sanções administrativas, mas penas relativamente baixas
    - Definição clara dos deveres dos intermediários
    - Poder regulamentar, compartilhado com o Conselho Monetário Nacional

# A Segunda Onda e os Novos Problemas

- **Houve muitos avanços, alguns bons momentos, mas...**
  - As ações preferenciais sem voto, combinadas com o incentivo fiscal, que foi mantido, geraram grande desinteresse das “minorias” majoritárias pelo acompanhamento de seu investimento (Fundos 157)
  - Ações majoritariamente sem voto (ou *poison pills*, mas isso é outra história...) impedem um *take over* que cumpra sua finalidade econômica de desalojar a administração ineficiente
  - Os casos de expropriação da “minoria” (*tunnelling*) não foram reprimidos adequadamente
  - Não se formou uma verdadeira cultura de mercado de capitais, em parte (especialmente a partir dos anos 80) por conta de um ambiente inflacionário incompatível com o investimento de longo prazo em renda variável

# A formação da Terceira Onda

- **A partir de meados dos anos 90, com a estabilidade da moeda, volta a haver interesse no mercado e:**
  - Surgem os primeiros gestores de investimento independentes, buscando oportunidades e praticando o ativismo societário
  - Inicia-se o debate sobre governança corporativa no Brasil
  - A CVM começa a assumir uma postura mais ativa em operações societárias e de alienação de controle
  - A Lei 6.385/76 é reformada em 1997 (Lei 9.457), para aumentar significativamente as penalidades passíveis de imposição pela CVM (art. 11 da Lei 6.385, que permanece até hoje com a mesma redação) e permitir os Termos de Compromisso
  - Mas, também em 1997:
    - A CVM perde o poder de punir os auditores de bancos que sejam companhias abertas (Lei 9.447/97 transfere ao Banco Central)
    - É revogada a obrigação de realizar-se OPA em caso de alienação de controle (Lei 9.457/97) = privatização

# A Terceira Onda

- **A criação do Novo Mercado da Bovespa em 2000**
  - Novo Mercado
    - Somente ações ordinárias
    - Fechamento de Capital – valor econômico
    - Tag Along de 100%
    - 25% no mínimo de ações em circulação
    - Câmara de Arbitragem obrigatória
  - Nível 2
    - Preferenciais no máximo 50%
    - Fechamento de capital – valor econômico
    - Voto em situações chave (fusões e operações com partes relacionadas)
    - Tag Along de 70%
    - 25% no mínimo de ações em circulação
    - Câmara de Arbitragem obrigatória

# A Terceira Onda

- **Reforma da Lei 6.385/76 em 2001:**
  - Organização da CVM (arts. 5º e 6º)
    - Mandato de 5 anos para os dirigentes
    - Autonomia e ausência de subordinação
  - Poder normativo exclusivo, cabendo ao CMN apenas fixar políticas (art. 3º)
  - Ampliação dos poderes de fiscalização (art. 9º)
  - Priorização de atividades de fiscalização (art. 9º)
  - Novo conceito de valores mobiliários (art. 2º) e sua consequência para a área de atuação da CVM:
    - Todos os Fundos de Investimento
    - Derivativos qualquer que seja o ativo subjacente
    - Contratos de Investimentos Coletivo
    - Bolsas de Mercadorias e Futuros

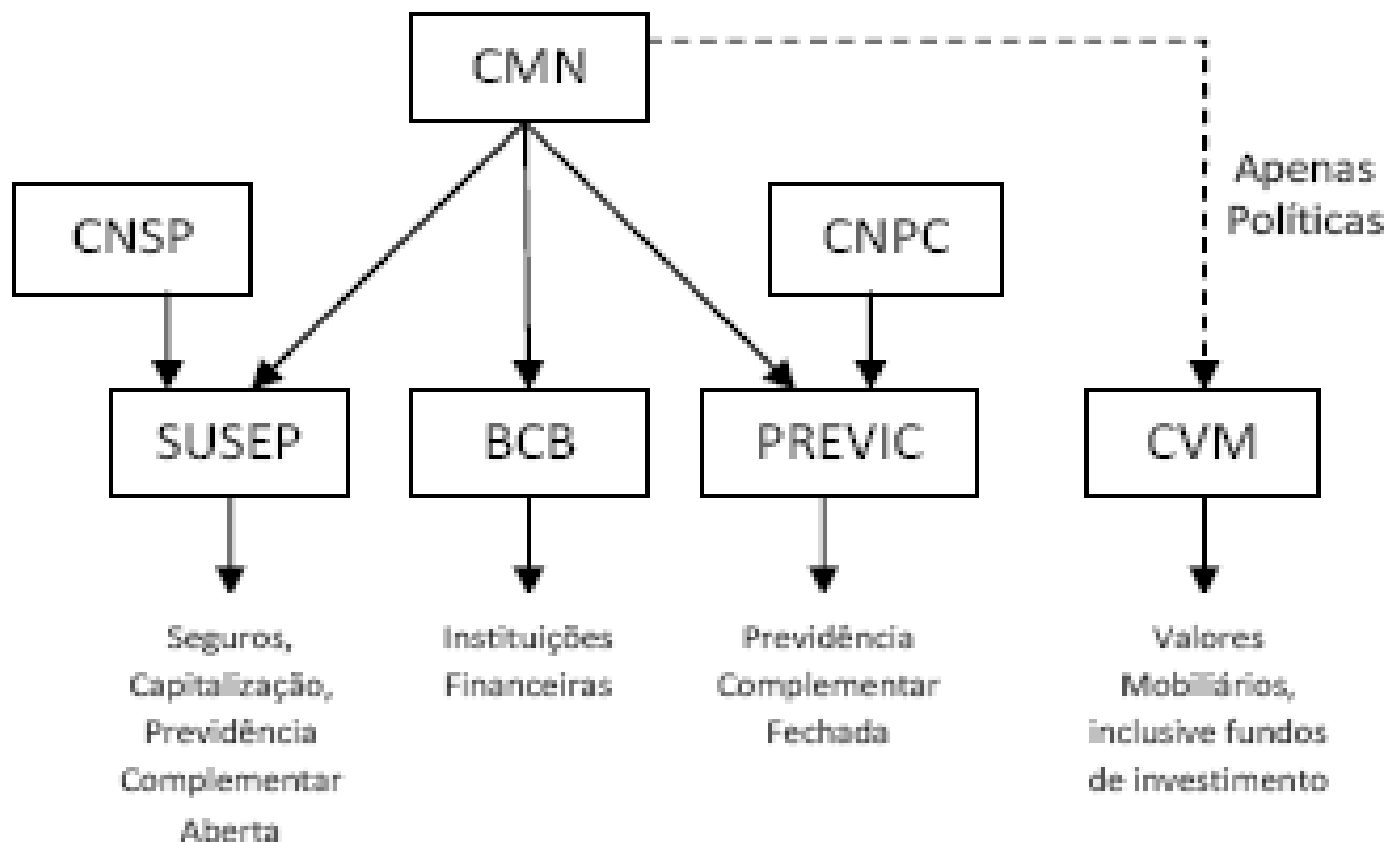
# A Terceira Onda

- **Criminalização de condutas (arts. 27-C a E)**
  - Manipulação de Mercado
  - *Insider Trading*
  - Exercício irregular de atividade ou função
- **Reforma da Lei 6.404/76 em 2001:**
  - Volta do Tag Along
  - Representante dos preferencialistas no CA
  - OPA por aumento de participação (fechamento branco de capital)
  - Introdução do conceito “valor justo” para as OPAs de fechamento e aumento de participação
  - Interrupção da fluência do prazo de convocação de assembléia para que a CVM se manifeste sobre a legalidade das propostas

# A Terceira Onda

- **Repressão da lavagem de dinheiro**
  - Lei 9.613/98
  - Instrução CVM 301/99
  - Efeito do 11/09: EUA engajados no combate
- **As Instruções CVM que regulamentaram a Lei de 2001**
  - Instrução 358/02: Informações eventuais e *insider trading*
  - Instrução 361/02: Ofertas Públicas de Aquisição – OPAs
  - Instrução 400/03: Distribuição Pública de VM
  - Instrução 409/04: Fundos de Investimento
  - Instrução 461/07: Nova regulamentação das bolsas
  - Instrução 480/09: Informações periódicas

# Reguladores dos Mercados





# **Terceira Parte**

## **Crise, Desafios e Reforma**

# Questões Jurídicas ou Políticas?

- As grandes questões jurídicas levantadas pela crise do mercado financeiro não são propriamente jurídicas, mas de decisões políticas quanto aos rumos a seguir na regulação do mercado de capitais.

# Algumas Questões Relevantes

- Organização e utilização compulsória de mercados
  - Bolsas, balcão e balcão organizado
- Modelo de supervisão:
  - Unificada ou partilhada
- Liberdade ou restrição de acesso
  - Os produtos sofisticados e o investidor de varejo

# Organização dos Mercados

- A Instrução CVM 461 disciplina, no Brasil, os mercados regulamentados:
  - Bolsas
  - Mercado de Balcão Organizado
    - Encontro de ordens
    - Market Maker
    - Registro de operações previamente realizadas
- Mercado de Balcão não Organizado

# Utilização Compulsória de Mercados

- Atualmente são obrigados a utilizar mercados organizados:
  - Fundos de Investimento
  - Instituições Financeiras
  - Seguradoras
  - Fundos de Pensão

# Mercados de Registro

- Os mercados organizados, entretanto, incluem mercados de simples registro de operações realizadas no balcão não organizado, com alguns riscos, como:
  - Ilíquidez e infungibilidade
  - Dificuldade de precificação
  - Dificuldade de supervisão

# Utilização Compulsória de Mercados

- A determinação de utilização compulsória de mercados organizados com liquidez, maior transparência e portanto melhor formação de preços pode restringir demasiadamente a capacidade de gestão de recursos próprios e de terceiros.
- A melhor solução parece ser uma combinação entre liberdade limitada e supervisão mais intensa.

# Modalidades de Supervisão

- Regulação prudencial
  - Controle de riscos
- Regulação de condutas
  - Procedimentos impostos aos agentes e demais interessados



# Modelo Brasileiro Atual

- Um regulador por produto (ou atividade). Mas:
  - O limite entre os produtos e serviços é cada vez mais tênue.
  - O risco de arbitragem regulatória é prejudicial ao investidor, e ela ocorre frequentemente.
  - Tratamentos tributários distintos, sem razão substancial, também contribuem para que as ofertas de produtos e as opções de investimento sejam feitas pelas razões erradas.

# Modelos e Discussões Internacionais

- O regulador único (ex.: FSA do Reino Unido)
- O modelo Twin Peaks (um regulador prudencial e um regulador de serviços e informação. Ex.: Austrália)
- A necessidade de supervisão unificada (sem a ilusão de que a regulação prudencial pode tudo).

# Acesso a produtos e serviços

- Ideal:
  - Assegurar a oportunidade de investimento
    - Risco compensado pelos benefícios individuais e gerais
    - Devem ser evitados custos que impeçam a oportunidade
  - Assegurar que o investimento se dê com informação adequada
    - Reconhecimento da impossibilidade nos negócios de massa
    - Interveniência obrigatória de intermediários e outros *gatekeepers*, para fazer a análise que os investidores não farão
  - Assegurar a oferta de produtos adequados
    - Mecanismos habituais: (i) declaração expressa de ciência de riscos, (ii) restrição de acesso a certos produtos e (iii) suitability (dever de verificar a adequação)

# O Investidor Qualificado

- É no contexto da adequação do investimento que surge o conceito de investidor qualificado
  - Origem no Brasil: Instrução CVM 254/96
  - Conceito presente em diversas regras
- Desde a origem, dois modelos de qualificação:
  - Natureza do investidor (instituições financeiras, seguradoras, etc...)
  - Capacidade econômica do investidor (valor do patrimônio ou, mais recentemente, do investimento)
- A capacidade econômica é uma *proxy*, isto é, não prova a qualificação, mas possivelmente produz um efeito semelhante ao que resultaria da prova

# A Crise como Alerta

- A origem da crise internacional em instrumentos de securitização serve de alerta tanto para o regulador prudencial quanto para o regulador de condutas.
  - A supervisão prudencial é capaz de minimizar o risco para os investidores regulados (que em última análise administram recursos de terceiros).
  - Mas somente a supervisão de condutas pode ser eficiente para minimizar os riscos de inadequação dos produtos aos investidores.

# O Investidor de Varejo e o Gestor

- A presença do gestor profissional não tem sido considerada suficiente para assegurar a adequação dos produtos e serviços.
  - Mas a consequência de uma abordagem conservadora quanto ao tema é o afastamento dos investidores de varejo de produtos de maior rentabilidade, mesmo através de gestores profissionais.
  - Por outro lado, a alteração desse cenário dependeria de mecanismos de mitigação de risco, como seguro, capital mínimo ou qualificação específica do gestor, que tendem a restringir a competição.

# Conclusões

- Embora a regulação (estatal e privada) do mercado brasileiro tenha se mostrado eficiente na crise, em alguma medida esse sucesso deveu-se a imperfeições do nosso mercado e a limitações da liberdade dos agentes no Brasil.
- A utilização compulsória de mercados organizados, o modelo de regulação fracionado e a limitação de acesso a produtos e serviços são exemplos de normas que podem ser aperfeiçoadas.
- Portanto, também no Brasil é hora de discutir avanços na regulação do mercado, tomando-se de maneira refletida e instruída as correspondentes decisões políticas relevantes.