

Atualidades

REGULAÇÃO E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RACHEL SZTAJN

1. *Introdução.* 2. *Conceito de mercado.* 3. *Teoria da regulação.* 4. *Regulação do mercado de capitais.* 5. *Definição de "security".* 6. *Derivativos: conceito.* 7. *Efeitos do mercado de derivativos sobre o mercado de valores mobiliário.* 8. *As novas competências da CVM.* 9. *Aspectos específicos da regulação de derivativos.* 10. *Conclusão.*

1. Introdução

Ronald Coase explica, no que se refere a custos de transação, que nem sempre as pessoas, negociando livremente, conseguem atingir o melhor resultado, justificando-se, pois, a intervenção do Estado na fixação de regras que produzam tal efeito. Distanciando-se dos adeptos da idéia de que mercados oferecem soluções para as inter-relações humanas, o economista admite que em muitas circunstâncias o mercado não é eficiente na alocação de direitos e deveres.

A partir dessa concepção de liberdade mitigada de mercado, se assim se pode denominá-la, é que se deve enfrentar a questão da regulação no mercado de valores mobiliários e, em especial, a determinação do bem que, primordialmente, deve ser tutelado.

2. Conceito de mercado

Aos que se baseiam no ensinamento de Adam Smith, de quem tiraram a idéia de que mercados são produto natural das relações de troca, convém lembrar que o substrato fático analisado, que antecedeu à Revolução Industrial, partia da dispersão da produção entre muitos pequenos agen-

tes que concorriam entre si. Daí porque quando Adam Smith se refere à "mão invisível" que guiaria as decisões de produzir, e ao egoísmo dos agentes, racionais e maximizadores, a presunção de que ofereceriam os bens que os consumidores desejassem, tinha lógica.

Também não se questiona o fato de que, crescendo a oferta do bem o preço tende a diminuir e, com isso, se estabelece o equilíbrio entre oferta e demanda. Por isso, também, costumava-se dizer que o mercado é o *locus* ideal em que oferta e demanda se cruzam ou se encontram. Essa visão foi contestada por Ronald Coase que percebeu que, sem disciplina que gere eficiência, o mercado não atende a seus fins, um dos quais é fornecer informação.

Mercados são importantes para tornar a troca econômica eficiente; conquanto não sejam fruto natural resultante das relações econômicas intersubjetivas que espontaneamente aparecem na sociedade, são estruturas que permitem a livre escolha, entre vários oferecidos, de bens que atendam a necessidades das pessoas. Mercados são tantos quantos sejam os núcleos de normas que regem a produção e a circulação de bens; não há como concebê-los fora do sistema normativo que os disciplina e os faz o que

são, diz Natalino Irti.¹ Segundo Irti mercados resultam de decisões políticas e de normas jurídicas que os modelam. Cabe, pois, ao Direito conformar, desenhar, definir mercados.

Criação do direito, desenhados por normas que regem as relações intersubjetivas, mercados resultam de opção política. No sistema jurídico brasileiro a opção do constituinte aparece no art. 170 da Constituição da República de 1988, que funda a ordem econômica na livre iniciativa, na valorização do trabalho e dignidade do ser humano.

Nada obstante sejam criação do direito, mercados padecem de defeitos, as denominadas falhas de mercado. Condutas ou estruturas de organizações econômicas levam a falhas de mercado que precisam ser corrigidas para aproximá-las, no que concerne à produção de efeitos, do modelo econômico do mercado de concorrência perfeita.

O modelo foi concebido sobre as seguintes bases: a) impossibilidade de que qualquer dos participantes, isoladamente ou em combinação com alguns outros, possa atuar sobre a oferta ou a demanda; b) bens razoavelmente substitutos entre si, de forma que a mudança de preço de um deles possa afetar a produção/consumo do outro; c) informação amplamente disseminada entre os participantes para que possam livremente escolher. Essa estrutura, diz-se, é eficiente e a concorrência impede a transferência de renda indesejável entre participantes do mercado. Porém, na realidade, mercados de concorrência perfeita são poucos, abundando aqueles em que há falhas, estruturais ou comportamentais, falhas essas que produzem custos de transação, por isso é preciso corrigi-las e um dos mecanismos a que se pode recorrer é a regulação.

Se a idéia de que mercado se constrói segundo a espécie e/ou tipo de relações jurídicas uniformemente repetidas entre par-

ticipantes que, por isso mesmo, perdem a individualidade, são analisados massificadamente, a regulação dos mercados interessa a todos. A segmentação de mercados faz-se em função do bem negociado, do tipo de relação jurídica, de área geográfica.

No que se refere à organização dos mercados pode-se dividi-la em auto-regulação e hetero-regulação, conforme as normas sejam desenhadas pelos participantes ou por terceiro. Também aqui se pode entrever decisão de política legislativa voltada para a redução de custos de transação quando se atribui ao Estado o poder ou a competência para fixar normas que definam a organização das relações em determinados mercados, como é o caso daquele em que são negociados valores mobiliários.

3. Teoria da regulação

Regular significa formular e impor regras em forma de intervenção do Estado no domínio econômico. Essa matéria, regulação, interessa a diferentes áreas do conhecimento, particularmente ao direito e à economia. Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica. Pode-se denominar regulação ao conjunto de normas visando determinado efeito ou, em sentido muito amplo, o conjunto de mecanismos de controle social.

Interessa o mecanismo de edição de normas por autarquias e agências públicas: é esse o pano de fundo para a discussão adiante, em que se considera a competência, no âmbito da administração pública, para editar regras, fiscalizar sua observância e aplicar punições quando sejam violadas ou descumpridas. E, dado que os regimes regulatórios costumam ser pensados visando à indução de certos comportamentos sociais ou econômicos, as penas apli-

1. *L'Ordine Giuridico del Mercato — Libri del Tempo*, Editori Laterza, 1998, p. 39.

cáveis são fundamentalmente pecuniárias ou de inabilitação profissional.

Sobre o aparecimento do processo regulatório, costuma-se associá-lo a falhas de mercado e, sob perspectiva funcionalista, no sentido de que a ação do Estado se destina a corrigir essas imperfeições para atender ao interesse público (ou da sociedade).

Nos Estados Unidos da América a regulação é resultado de processo institucional de redimensionamento da liberdade de mercados interferindo diretamente na política e dinâmica dos mercados. Uma das questões relevantes nesse campo tem que ver com a incerteza da qualidade do bem negociado no mercado.

George Akerlof, em *The Market of "Lemons"* explica o problema considerando o seguinte: há mercados em que o comportamento dos compradores induz os vendedores a oferecerem bens de baixa qualidade porque podem obter preço similar ao de bens de alta ou boa qualidade. Isso se deve à dificuldade que os compradores têm de avaliar a qualidade do bem. O curioso é, segundo Akerlof, que tal fato tende a se espalhar de forma que afeta a qualidade de todos os bens negociados naquele mercado causando redução de operações. Explica que em tais mercados os retornos individuais e sociais são afetados de forma diversa e, por isso, algum tipo de intervenção do governo é importante na medida em que pode aumentar o bem-estar de todos os participantes. Põe-se outra dificuldade nesse campo porque é preciso que o regulador domine as peculiaridades do mercado de forma a merecer a confiança dos participantes, tanto dos regulados quanto dos "consumidores".

Nada obstante ter seguidores, essa visão da regulação não é perfeita; há quem aponte a venalidade de reguladores, que seriam corrompidos por tais grupos de interesses. De modo ainda mais geral afirma-se que o interesse público que justifica essa vertente muitas vezes não é atendido pelas agências reguladoras, e, portanto, melhor

seria adotar a desregulação como política pública. Observa-se que, após eleições em que o vencedor resulta de coalizões partidárias, os grupos passam a exercer pressão que se manifesta no desenho dos marcos regulatórios. A parceria entre grupos privados e o Estado tende a privilegiar interesses de certos extratos sociais.

Regulação tem muito que ver com as instituições sociais, com as burocracias e os grupos de interesses que se digladiam em busca de benefícios. Não estranha, portanto, que haja diferentes espécies ou estilos de regulação. Por exemplo, nos Estados Unidos a regulação federal é mais formalizada, compete a agências públicas nacionais, em geral poderosas tanto para ditar regras quanto para impô-las e aplicar sanções. No Japão a regulação tende a ser mais informal, socialmente institucionalizada.

São duas as espécies de regulação, a hetero-regulação, imposta por agência pública e a auto-regulação, quando as regras são predispostas por integrantes do grupo a ser regulado, ou exercentes da atividade a ser regulada. No mercado de valores mobiliários as duas formas coexistem.

A hetero-regulação é forma de intervenção do Estado no domínio econômico que se manifesta não mediante o exercício da atividade, mas pela atribuição de competência normativa a agências ou órgãos da administração indireta. Marçal Justen Filho aponta a importância das agências reguladoras uma vez que daí resulta a ampliação do poder de controle do Estado sobre as atividades dos particulares para o que se requer instrumentos jurídicos e materiais compatíveis com as necessidades existentes. Agências reguladoras integram a estrutura do Estado refletindo visão inovadora que as afasta da influência direta dos órgãos da administração direta, e também do legislativo.

Segundo a teoria clássica da regulação cabe às agências reguladoras corrigir falhas de mercado e não por outro motivo a CVM

é uma autarquia federal, cuja atribuição é regular, fiscalizar e punir comportamentos que infrinjam as desejáveis práticas no mercado de valores mobiliários.

4. Regulação do mercado de capitais

Mercado de Capitais é expressão que pode ser utilizada em mais de um sentido. Pode significar o mercado de dinheiro, qualquer que seja sua destinação — investimento ou crédito —, compreendendo tanto o mercado financeiro ou bancário, quer dizer, onde há especialização na intermediação entre dinheiro presente por dinheiro futuro, quanto àquela parcela do mercado de dinheiro em que os recursos financeiros são aportados diretamente como aplicação na atividade produtiva.

Simplificadamente, o mercado financeiro serve para ajustar interesses de agentes superavitários e deficitários; permite que se reduza a exposição a risco; promove a liquidez dos ativos. Diz-se, usualmente, que mercado de capitais é a parte do mercado financeiro em que são negociadas operações de médio ou longo prazo. A expressão *money market* se refere aos mercados de curto prazo, e o mercado de valores mobiliários, àquele mercado em que são negociadas ações, debêntures ou outros instrumentos assim qualificados. Era, originalmente, o mercado em que se processavam investimentos em instrumentos emitidos por sociedades anônimas que buscavam na poupança popular recursos para suas operações. Por opção do legislador brasileiro, em 1976, o mercado de títulos emitidos pelo governo ficava fora do sistema de valores mobiliários.

Por que regular o mercado de valores mobiliários? A resposta está presa à Grande Depressão a que se seguiu o colapso da Bolsa de Nova Iorque, em 1929. Estudiosos norte-americanos entendem que a depressão durou mais tempo do que o esperado porque os investidores perderam a confiança no mercado, com o que, mesmo companhias com projetos de investimento pro-

missores, não conseguiram obter recursos. Portanto, o mercado precisava ser regulado para proteger investidores/consumidores, uma vez que são determinantes para sua eficiência dois elementos: preço e liquidez. Quanto mais preciso for o preço e mais líquido o mercado, mais eficiente será, e os preços incorporarão rapidamente todas as informações disponíveis.

Como há vários tipos de participantes no mercado a regulação deve incidir sobre alguns de forma mais intensa do que sobre outros, o que implica nova opção de política legislativa. Um dos grupos de participantes é o dos *insiders*, que detêm informações não disponíveis para todo o público; outro grupo é o dos analistas, que produzem informações; outro, o dos que especulam e dão liquidez ao mercado; finalmente, o que se denomina *noise traders*, pessoas que agem irracionalmente, baseadas na idéia de que têm informações valiosas que lhes permitem formular estratégias superiores aos demais.

Desses todos, a legislação já se ocupa dos *insiders*, coibindo e punindo a negociação de valores mobiliários por tais pessoas. Dever de informar e proibição de atuar no mercado são escolhas claramente voltadas para impedir a obtenção de vantagens por tais agentes. Como nesse mercado atuam profissionais e não profissionais há necessidade de informação clara para todos. Quando o mercado é formado por profissionais, é mais simples obter informação, até porque quando as operações são reiteradas entre as mesmas partes, sua reputação se consolida e gera confiança, o que reduz custos de transação e torna as operações mais eficientes.

Outra dificuldade é que, no mercado de capitais, os bens negociados não são exatamente fungíveis entre si por isso o investidor quer informações confiáveis quanto à saúde financeira da companhia investida, previsão de resultados futuros, mercado em que opera e concorrentes que dele participam, contingências que possam comprometer os resultados, competência dos

administradores, enfim, informações internas e nem sempre públicas. Daí que o modelo informacional desenhado para o mercado de valores mobiliários é diferente, vai além das normas usuais. Nesse mercado a informação ou *disclosure* é maior do que de ordinário se prevê.

Por isso que a legislação contém regras cogentes no que diz respeito ao dever de informar, pune manipulação de preços e fraudes no mercado, a par da proibição que recai sobre os *insiders*. Convém notar que essa proibição, embora desejável, abre espaço para outras condutas em que a informação privilegiada aparece sob diferente vestimenta. É o que Ian Ayres denomina substitutos para o *insider*.

O Professor de Yale explica que a informação permite que o *insider* negocie valores mobiliários de fornecedores ou clientes ou de concorrentes, em função da informação que tem sobre determinado mercado.

Talvez o fator mais relevante para que se justifique regular o mercado esteja na combinação de crescimento econômico, inovação e acesso a recursos da poupança popular. É que o mercado de valores mobiliários integra o mercado de capitais ao lado do mercado financeiro. A competição pelos recursos entre esses mercados é visível. Depois porque a linha divisória entre esses mercados vem se atenuando, notadamente no que concerne aos derivativos, dizem alguns estudiosos. Conquanto sejam o que em jargão se denomina de *side bets*, porque não envolvem emissão de valores mobiliários, o mercado futuro de índices é relevante para quem mantém investimentos em ações — carteira ou não.

Quando um dado produto é considerado um valor mobiliário fica sujeito às normas que disciplinam esses instrumentos com o que incidem normas de *disclosure* e os intermediários também são afetados pelas normas emanadas da agência reguladora.

Nesse mercado, bastante regulado, a combinação ou interpenetração da auto e

da hetero-regulação está presente em todos os países. O risco intrínseco às operações no mercado de valores mobiliários é inafastável e se prende não apenas a questões inerentes à sociedade e assimetria informacional, mas a outros elementos, como risco. Risco é qualquer desvio de uma dada média, portanto, pode ser positivo ou não, lucro ou perda e depende de muitos fatores, alguns macroeconômicos, de políticas públicas, outros microeconômicos, setoriais, outros, ainda, de administração da sociedade.

A lição de Akerlof de que a assimetria informacional faz com que os produtos de má qualidade acabem por expulsar do mercado os bons cabe com perfeição ao mercado de valores mobiliários e não por outro motivo a regulação é importante. Note-se que se os preços dos bens (valores mobiliários) são estimados tendo como parâmetros os produtos de baixa qualidade, falta estímulo para que o proprietário de produtos de boa ou alta qualidade os ofereça.

Quando há no mercado bens de boa e má qualidade, o problema do adquirente é identificá-los e separá-los porque haverá interessados nos primeiros desde que o preço seja adequado. Mas, quando se percebe que há pessoas oferecendo produtos de baixa qualidade, tendem a desaparecer do mercado aqueles produtores honestos. Novamente o produto ruim leva ao desaparecimento do bom. Exemplo disso são o mercado de crédito e o de valores mobiliários. Instituições sociais que facilitam a aceitação de normas constituem uma das bases para o bom funcionamento do mercado.

Tomando a Itália como exemplo, o maior desenvolvimento das províncias do norte pode ser explicado pela existência de instituições sociais que privilegiam a honestidade e o esforço empresarial, enquanto que no sul, por alguma razão, as instituições tendem a favorecer os “espertos” e a punir os perdedores em relações negociais.

Ora, se o objetivo é que o mercado de valores mobiliários atraia grande número

de pessoas, que promova a dispersão da base de investidores, tendo presente que o número de tomadores de recursos é consideravelmente menor, evidente que normas ordinárias que dispõem sobre fraude ou outros ilícitos nem sempre são adequadas para inibir práticas matreiras nem suficientes para induzir as honestas. Também no que concerne à formação do preço dos valores mobiliários, é vital que se discipline o mercado porque a alocação eficiente dos recursos pode gerar imperfeições indesejáveis.

O marco regulatório parte do entendimento de que valores mobiliários são criados e podem ser emitidos sem limites quantitativos, quase sem custo, uma vez que representam participação em empreendimento. Oferecidos ao público podem ser utilizados como espécie de moeda quando negociados nos mercados secundários. E, mais importante, há uma grande complexidade em relação à precificação desses bens o que torna fácil que pessoas inescrupulosas se aproveitem da boa-fé, da ingenuidade dos investidores, obtendo vantagens. A isso se soma o fato de que avanços tecnológicos facilitam a movimentação de recursos entre países, o que requer a edição de regras apropriadas, porque a competição entre os países na captação de recursos para investimento em risco, deve obedecer a critérios que criem confiança nos investidores. Essa a razão principal, creio, que tem levado à uniformização de regras nos vários ordenamentos nacionais, aproximando os sistemas da *common law* e os da *civil law* em muitos pontos.

A par disso, as inovações negociais criadas pelos particulares no exercício da autonomia privada aumentam a complexidade dos problemas que requerem rápidas e eficientes respostas do legislador, por isso as agências ou autoridades independentes aparecem como o mecanismo adequado para a intervenção do Estado no setor.

No Brasil tentou-se desenvolver o mercado de valores mobiliários com a promulgação da Lei n. 4.728, de 14 de julho

de 1965, que é considerada a primeira lei de mercado de capitais do país. Atribuiu-se ao Banco Central do Brasil, criado em dezembro de 1964, competência normativa e fiscalizadora para os mercados financeiros, o de títulos e valores mobiliários e o de câmbio. Definiu-se o sistema de distribuição de valores mobiliários, que era integrado pelas Bolsas de Valores, sociedades corretoras-membros, instituições financeiras autorizadas, a operar no mercado e sociedades, cujo objeto fosse a intermediação na distribuição de produtos nesse mercado (art. 5^o).

Competência para autorizar a constituição, organização e funcionamento das Bolsas é do Conselho Monetário Nacional. Os resultados dessa política foram medíocres. O problema é que o estímulo para a participação no mercado de capitais estava fundado na renúncia fiscal e não na tomada de riscos. Depois, como a fiscalização das operações era residual, pequena, o resultado foi que, no início dos anos 1970, depois de breve período de euforia com a queda do preço de ações, inadimplência no mercado de debêntures, escândalos e outros acidentes, houve quebra de confiança dos investidores que se afastaram do mercado. Nova tentativa que passa pela reformulação tanto da lei das anônimas quanto pela edição de nova disciplina para o mercado de valores mobiliários, resulta nas Leis ns. 6.385 e 6.404, ambas de 1976. A primeira cria a CVM e, com isso, se opera a divisão de competências entre esta autarquia e o BCB.

De ressaltar que até a promulgação da Constituição de 1988, o poder normativo da CVM tinha, em construção doutrinária de delegação de poderes do Executivo para a autarquia, seu fundamento. A mudança constitucional que restringe essa delegação, pode causar problemas uma vez que muitas instruções normativas têm conteúdo de lei. Contudo, a velocidade com que operações são esquematizadas (engenharia financeira é denominação usual) requer que a CVM tenha poderes para organizar e disciplinar o mercado.

Se o escopo é fomentar o investimento direto na atividade produtiva, os resultados têm sido medíocres. Muitos operadores de mercado alegam que isso se deve à pouca proteção dos acionistas externos ao controle, à existência de ações preferenciais sem direito de voto distribuídas no mercado em grande quantidade; porém, decisões de política macroeconômica que interferem nas decisões de investir (altas taxas de juros), não parecem preocupar os legisladores. Em 1997 aprovou-se alteração da lei das companhias que retiraram dos acionistas externos ao controle o direito de alienarem suas ações pelo preço pago ao controlador. O prejuízo que isso impôs aos investidores levou a nova reforma das leis em 2001, tanto a do anonimato quanto a do mercado.

Uma das mudanças tem que ver com o alargamento do conceito de valor mobiliário que termina por aproximar-se da de *security* do direito norte-americano.

5. Definição de “*security*”

Qualquer interesse ou instrumento comumente assim denominado, entre os quais contratos de investimento, que os Tribunais norte-americanos consideram compreender investimentos em dinheiro quando feitos como expectativa de ganhos desde que o empreendimento seja comum ou coletivo, a participação em planos de previdência complementar privada, a oferta de participação em condomínios quando se venda unidades para promover a implantação de um empreendimento, quando o resultado decorre de esforços de outros que não o investidor e quando haja risco de perda do valor investido. Resumidamente pode-se dizer que se trata de investimento coletivo, sendo os recursos provenientes de muitas pessoas e administrados por terceiros.

Até 2001 o conceito de valor mobiliário constante da Lei n. 6.385/1976 fora ampliado por conta das questões decorrentes do pedido de concordada da Fazenda Reunidas Boi Gordo que oferecia aos inte-

ressados investimento na engorda de bois de modo muito similar ao que nos Estados Unidos são os contratos de investimento coletivo. Aproveitando a brecha da lei nada obstante a enumeração nela prevista não fosse taxativa, do fato de não estar prevista a captação de recursos por sociedades limitadas e de que sempre se pensara em valores mobiliários como instrumentos de investimento em capital ou empréstimo (debêntures), mas não como esquema de parceria, envolveu-se grande número de incautos no empreendimento que, tal como as pirâmides ou correntes da felicidade, ruiu. Foi então baixada uma instrução pela CVM que enquadrou esse tipo de negócio entre os valores mobiliários.

Mas isso parecia insuficiente porque os agentes que participam do mercado de capitais são bastante criativos, inovadores. O mercado financeiro, sobretudo, ao perceber que a intermediação, sua área de atuação específica perdia terreno, começa, no exterior, por volta dos anos 1980, a operar de outra forma e a participar em operações de engenharia financeira; essas operações geram novo conjunto de instrumentos ou produtos financeiros, entre os quais a securitização de créditos, os *swaps*, derivativos de ou sobre valores mobiliários ou *equity*. Novos derivativos são criados e negócios antigos, como futuros, contratos a termo, e opções, ganham novas funções. Muitas dessas operações, estruturadas ou organizadas e conjugadas, são equiparáveis a investimentos.

O crescimento do emprego de derivativos tem que ver com a tomada de decisões em regime de incerteza. Economistas denominam “estado da natureza” ao conjunto de eventos que pode afetar os efeitos de uma decisão ou estratégia, exatamente o foco que leva a pensar em derivativos, proteger-se contra os efeitos causados pelos “estados da natureza”, pelas incertezas que, em momento futuro ao da tomada da decisão, afetarão os *outcomes* visados.

Se, sob a óptica da teoria econômica tradicional a especulação é mecanismo efi-

ciente de alocação de recursos porque transfere riscos e aperfeiçoa a formação de preços em mercados. Mas, sem alguma disciplina, os mercados tendem a apresentar falhas, daí ser usual que as legislações se voltem para sua disciplina seja para desenhar comportamentos ou para proibir e/ou punir certas condutas.

Nos mercados de valores mobiliários e derivativos isso é muito evidente. Bastaria lembrar a questão de *insider trading*, uso de informação privilegiada, a manipulação da cotação de valores mobiliários e, por vezes, uma interpretação marota de textos legais ou recurso a eventuais lacunas legislativas. A cooperação das Bolsas de Valores no fiscalizar as operações realizadas em seus pregões contribui. Entretanto, operações realizadas em balcão, não submetidas às regras das Bolsas, por serem expressivas em valor e por muitas vezes terem aptidão para influenciar na formação do preço dos ativos subjacentes, passam a atrair a atenção das agências — lembre-se que os mercados interagem entre si.

6. Derivativos: conceito

Derivativos são ativos cujo valor deriva ou decorre do valor de outro ativo ou de uma posição jurídica patrimonial, sujeita a risco. Combinando incerteza com propensão ou aversão a risco, tem-se o caldo necessário para o surgimento dos derivativos que refletem a busca por proteção contra a volatilidade que pode afetar o valor das posições ou dos bens; derivativos são negócios que permitem que os particulares transfiram o risco a que são avessos para quem tenha propensão ou disposição para suportá-los. Assim, é evidente que qualquer posição jurídica suscetível de avaliação econômica e sujeita a risco pode encontrar algum mecanismo de defesa.

Mercados de derivativos têm origem na área agrícola, visando a dar a produtores e consumidores industriais de *commodities* (produtos agropecuários) meios de se protegerem da oscilação de preços. Para

isso organizam a Bolsa de *Commodities* em Chicago, a qual desenha normas para dar maior credibilidade às negociações ali celebradas, e impõe aos participantes, ofereçam garantias adequadas a critério da bolsa de que adimplirão suas obrigações. A partir dos contratos a termo, em virtude de interesses dos participantes, cria-se novo esquema de adimplemento do negócio, que é a liquidação, por diferença, dando origem aos contratos futuros ou a futuro, compra e venda para entrega/recebimento futuro, em que há intervenção da bolsa como contraparte.

As operações são sempre ajustadas em bolsa, permitindo-se que os contratantes deixem de entregar o bem vendido ou de receber o comprado, isto é, que facultam às partes optar pela execução do contrato, no termo final, com a entrega do bem e pagamento do preço, ou, alternativamente, executá-lo mediante liquidação por diferença. Trata-se de contratos absolutamente padronizados e, portanto, fungíveis.

Liquidar por diferença, na verdade, é o mecanismo que resulta da fungibilidade dos contratos pelo que, se uma pessoa está comprada ou vendida e não precisa mais da proteção contra variação do preço do bem subjacente, basta negociar posição inversa com o que se têm mesmas partes, reciprocamente credora e devedora, a bolsa uma delas e o mesmo agente econômico na outra ponta nos dois contratos, o que permite, a qualquer momento, pensar em compensar as obrigações até o limite da menor, após o que a parte devedora paga à outra, a título de extinção da obrigação o saldo devedor.

Na vigência do Código Civil de 1916, o art. 1.479 equiparava esse negócio ao jogo ou aposta de que resultava ser a obrigação natural, sem coercitividade, tornando as operações no país razoavelmente arriscadas; para minimizar o risco, os contratos negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo continham uma obrigação alternativa: entregar o bem ou pagar a diferença.

O novo Código Civil, na esteira das legislações atuais, alterou a tal concepção dos contratos diferenciais e, no art. 816, dispõe que não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste. Ainda não resolve de vez o problema dos contratos diferenciais e, pior, não resolve problemas criados por outros derivativos que haja previsão de liquidação por diferença. Mais sério, parece, é que se contratos negociados em bolsa não serão equiparados a jogo ou aposta, a mesma regra não se estende a contratos celebrados com instituições financeiras e/ou com sua intermediação entre particulares.

A legislação brasileira precisa ser repensada no que concerne a derivativos, notadamente diante da regra do art. 421 do Código Civil, o que dispõe sobre a função social do contrato e que baliza a liberdade de contratar. É importante saber explicar qual a função social de um contrato que prevê a transferência de riscos, que protege certas posições patrimoniais da volatilidade de preços. Nesse sentido Miguel Reale considera que o contrato é manifestação da livre iniciativa, mas que, quando há interesses transindividuais em jogo, não pode ser ajustado pelas partes. A transferência de riscos contempla interesses individuais, mas pode produzir efeitos externos aos contratantes, possivelmente no plano social, o que pode criar óbices para o reconhecimento de algumas operações, elevando os custos de transação.

Talvez se possa pensar na função social do mercado de derivativos que serve para dar indicação da tendência de preços futuros, ou mesmo gerar informações de interesse para a comunidade pelo que devem ser protegidos os contratos dele decorrentes. Isso inclui os contratos futuros, as opções, os contratos a termo, e os *swaps*. Nenhum deles tem como emitente direto sociedades anônimas, que é a situação típica dos valores mobiliários anteriormente

referidos. Um derivativo de *equity* é um contrato cujo valor em dinheiro aumenta ou diminui conforme varia o preço do valor mobiliário ou o índice de mercados ao qual esteja atrelado. Pode aparecer como opção, um *warrant*, isto é, um documento de garantia, um *swap*, ou qualquer híbrido que se possa conceber.

É que os negócios mais antigos, os contratos a termo, em que as partes — comprador e vendedor —, ajustam entre si a transferência da propriedade do bem a certo preço e em data futura, o futuro em que a operação de venda e compra pode ser levada a termo, com a entrega da coisa, ou liquidado antecipadamente por diferença, passa a servir como instrumentos não só para a proteção contra riscos mas, também, como forma de investimento.

Esse o campo em que os derivativos prosperam. Abandona-se a concepção de que futuros devem ter como bem subjacente mercadorias, produtos agrícolas, para abrir espaço para a negociação de “produtos financeiros” — câmbio e juros, índices entre outros. Um dos problemas que emerge nesse mercado é a constante inovação imposta pelas necessidades dos operadores econômicos. Reduzir riscos, um dos fundamentos para sua transferência tem uma contrapartida que é aumentar a especulação que pode causar risco sistêmico, ou seja, abalar todo o mercado ou os mercados.

Há consenso no sentido de que, nada obstante permitam a atuação de especuladores, mesmo porque, em muitos casos, a liquidez do mercado é devida à sua participação, é preciso evitar que a especulação gere efeitos indesejáveis. Sob esse aspecto o ensinamento de Ronald Coase vem bem a calhar: os custos de transação criados pela inexistência de normas claras, desenhadas pelo Estado, seriam enormes, o que prejudicaria a todos. Dificilmente as partes chegariam a resultados ótimos na distribuição de riscos sem regulação. Dado que a busca de proteção contra riscos propicia a atuação do especulador — profissional que visa lucro aceitando o risco de ou-

tros — mediante arbitragem entre preços do ativo o que produz informação, não interessa impedir sua participação no mercado; de outro, como a assimetria informacional entre o especulador profissional e outros agentes de mercado tende a ser grande, alguma forma de controle sobre sua atuação precisa existir.

A especulação promove a eficiência alocativa, aumenta o bem-estar, melhora a estimação do preço no mercado, o que favorece a presença do especulador, mas também se percebe as acentuadas diferenças entre as expectativas individuais dos agentes no mercado, o que induz supor que a especulação pode não ser menos benéfica do que se apregoa, uma vez que a grande assimetria informacional distorce os benefícios gerados pela arbitragem.

Stephen Choi, Professor da Universidade de Stanford, na Califórnia, propõe que o foco da regulação do mercado de valores mobiliários seja transferido das sociedades emissoras para os investidores que seriam classificados em diferentes grupos para fins de admissão de participação direta ou por intermédio de profissionais ou fundos de valores mobiliários.

Portanto, é preciso determinar que tutela será estendida aos diferentes participantes do mercado, sendo certo que sem que se promova a liquidez — portanto, os especuladores devem ser admitidos — e a disseminação da informação que aparece nas mudanças de preço, não há competição e o mercado perde sentido.

7. Efeitos do mercado de derivativos sobre o mercado de valores mobiliários

Opções e futuros sobre índices de ações são típicos exemplos da interdependência de informações e da importância da regulação. O crescimento dessas operações reflete tendência em direção a maior institucionalização dos mercados e de operações que combinem uma cesta de negócios (casadas) o que modifica a natureza das estratégias de investimento. Por-

tanto, em vista dos efeitos que os derivativos podem produzir, convém que haja disciplina para “controle de danos” porque a interligação entre mercados transmite os efeitos de um para outros.

A quem cabe regular o mercado de derivativos. Há no Brasil, no que concerne ao mercado de capitais, além do CMN, que não tem função executiva, dois órgãos: BCB e CVM; ao primeiro está reservada a disciplina do mercado financeiro, ao segundo a disciplina do mercado de valores mobiliários, ou melhor, do mercado de investimentos coletivos. Tradicionalmente BCB e CVM atuam em conjunto quando haja interseção entre suas áreas de competência e isoladamente quando elas são estanques.

Seguindo a doutrina que se forma depois dos efeitos sobre as cotações de *securities* nos USA em 1997, de que, do ponto de vista econômico, o que se considerava serem mercados separados — ações, futuro de índices e opções sobre ações —, se demonstrou ser um só mercado porque, em situações ordinárias, eles se movem de forma entrelaçada quase que em uníssono. Uma explicação para a movimentação uniforme dos mercados é que os maiores operadores estão presentes em todos eles, e as instituições financeiras tanto agem por conta própria quanto em nome e por conta de terceiros.

Isso é verdade também no Brasil, portanto, seria de supor, que derivativos ligados a operações financeiras — juros e câmbio —, a competência regulatória caberia ao BCB. Mas, em 2001, a CVM trouxe para seu âmbito de fiscalização esse mercado e, na minha visão, este é um problema institucional.

8. As novas competências da CVM

Criada em 1976 a CVM resulta de uma divisão da competência normativa do Banco Central do Brasil, visando a facilitar o disciplinamento do mercado de valores mobiliários que, no espectro regulatório de

atribuições do Banco Central não era prioritário.

As Leis ns. 10.303, de 31 de outubro de 2001, e 10.411, de 26 de fevereiro de 2001, alteraram a competência da CVM prevista quando da sua criação. São também competência da CVM a negociação e intermediação no mercado de derivativos; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros. Porém, mais expressiva é a alteração do art. 2º da Lei n. 6.385/1976. É que o artigo relaciona quais valores mobiliários estão sujeitos à norma e, agora, além dos conhecidos — ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons e outros documentos emitidos por companhias abertas, cotas de fundos de investimento (investimento coletivo) — estão ali nomeados os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários, o que considera perfeito se vingar a visão de que as inter-relações entre eles são de tal forma estreitas que os movimentos de preços podem ser afetados em qualquer dos “mercados”.

Também me parece muito oportuna a inclusão do inciso IX ao referido art. 2º da Lei n. 6.385/1976, que abrange inúmeras formas de investimento coletivo como parcerias, partilha de resultados quando o esforço para obtê-los é de terceiro, como é o caso típico do incidente do “boi-gordo”, de venda de cotas para compra de leitos hospitalares e outras invenções. Como não há limite para o que se possa idear, prudente que a CVM, ou se não ela, alguma agência independente, tenha competência para disciplinar, fiscalizar e punir operações que possam lesar o público.

O problema está no inciso VIII ao art. 2º: “*outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes*”. Se a idéia era dar à CVM poderes para, se e quando considerar conveniente, intervir em negócios ofertados ao público, de outro deixa aberto um flanco imenso para eventuais interpelações por não ter agido se e quando alguém se sentir prejudicado com

o resultado de alguma operação livre e voluntariamente contratada.

Mais importante, porém, é que depois de aumentar a competência normativa da CVM, como acima apontado, voltando a atenção para outros dispositivos encontra-se o seguinte: art. 4º a CVM e o CMN, devem exercer suas atribuições para: I — estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários — derivativos inclusive; IV — proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: (...) c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; VI — assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII — assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Se é certo que o mercado de derivativos — e para evitar disputas, exclua-se o que tem como bem subjacente valor mobiliário —, visa exatamente a transferir riscos, evidente que a expectativa de resultados, que tem ligação com a assimetria de informações, fica sem sentido em face do inciso VI do art. 4º, uma vez que é exatamente essa a função preconizada para o recurso a derivativos — permitir a especulação com informações. Quando se trata de práticas comerciais equitativas em mercados de valores mobiliários, supõe-se que isto signifique a não manipulação de operações na negociação daqueles clássicos, tanto em bolsa quando em balcão. É que é mais difícil desfazer uma operação dessas, que é um investimento “permanente”, na ausência de mercados líquidos. Quando se pensa em futuros, por exemplo, os contratos têm prazo e, na pior das alternativas, no vencimento alguém ganha e alguém perde, mas o negócio se extingue.

Nas opções o titular pode exercê-la, ou não, depende do interesse ou da previsão de curto prazo. Mesmo nos *swaps*, em algum momento futuro o negócio se extingue. Dado que não são “eternos, permanentes”, são mais propícios à especulação e,

portanto, práticas comerciais equitativas parecem pouco adequadas a essa indústria.

9. Aspectos específicos da regulação de derivativos

Por sua complexidade, variabilidade e, por vezes, unicidade, a regulação de derivativos é problemática. A Instrução CVM 387, de 28.4.2003, traz importante capítulo na disciplina dos mercados ao dispor sobre regras de conduta. O art. 3^o impõe às bolsas regras importantes nas relações de corretoras e clientes, determina, no art. 9^o a organização de cadastro e documentação de identificação de clientes, normas relativas a operações realizadas por pessoas vinculadas e operadores especiais (art. 15).

Porém, como a CVM não tem competência para disciplinar o mercado financeiro e boa parte dos derivativos está atrelada a ele, sobretudo porque as operações são decididas e executadas fora de bolsa, e como cabe ao BCB, autoridade monetária, o controle da moeda e do crédito, e a higidez do sistema financeiro, não sei como a CVM exercerá a competência expandida — todo e qualquer derivativo, independente do ativo subjacente, sobre tais operações. Matéria de solvência ou de inadimplência nesses casos, apuração de condutas inadequadas creio, será de competência do BCB.

10. Conclusão

A importância da regulação do mercado de valores mobiliários tem que ver com a produção de informações de forma a torná-lo competitivo e a fomentar a liquidez

e eficiência. Para tanto os preços devem incorporar informações e as operações facilitarem a liquidez.

Falhas de mercado causadas pela ação de *insiders* devem ser coibidas, a manipulação de preços deve ser punida, e os custos de incorporar informações aos preços reduzindo custos de transação.

Sem correção das falhas de mercado, notadamente no secundário, o desenvolvimento do mercado primário fica comprometido. Se naquele se quer liquidez e eficiência, é preciso lembrar que as operações não carregam recursos para as sociedades, que dependem da emissão de novas ações para tanto. Contudo, se o investidor não contar com mecanismos de saída, não participará do mercado.

Pela dinamicidade e importância as regras devem passar pelo crivo de especialistas, pessoas que conheçam sua dinâmica, e que, sem engessarem as possibilidades de escolhas ofereçam segurança aos investidores. Esse o escopo básico da regulação do mercado de valores mobiliários.

Por isso, mesmo que se possa fazer ressalvas às novas competências atribuídas à CVM por conta da ampliação do conceito de valor mobiliário, interessa ressaltar que sem disciplina o mercado não funciona de forma satisfatória, não estimula a riqueza, a criação de nova riqueza, favorece o surgimento de riscos extraordinários que comprometem o escopo da legislação. Sem regulação que tutele o mercado, não adianta discutir direitos de minoritários e impor deveres aos controladores, todos agentes do mercado.