

# Atualidades

## ADEQUAÇÃO DAS FUNÇÕES LEGAIS DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS À REALIDADE BRASILEIRA

MARIA ISABEL DE ALMEIDA ALVARENGA

*1. Introdução. 2. Antecedentes históricos da criação da Comissão de Valores Mobiliários. 3. Conteúdo da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. 4. Críticas à Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. 5. O Projeto de Lei n. 1.564/96, do Ministro Antonio Kandir. 6. Conclusão. 7. Bibliografia.*

### 1. Introdução

Passados quase vinte anos de vigência da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários), impende que se faça uma breve avaliação da adequação dos institutos atinentes à companhia aberta e ao mercado de capitais à atual realidade econômica vivida por nosso País.

A discussão torna-se extremamente oportuna na medida em que há pelo menos duas propostas de reforma da mencionada legislação de grande repercussão.

Destaque-se, em primeiro lugar, o Projeto de Lei n. 1.564/96 do então Deputado Federal e hoje Ministro do Planejamento Antonio Kandir, que visa à promoção de alterações tanto na Lei n. 6.404/76 como na Lei n. 6.385/76, com o declarado objetivo de "incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais".<sup>1</sup>

1. Cumpre transcrever trecho da Síntese do Projeto de Lei do Ministro Antonio Kandir, que expõe as razões de ordem econômica que fundamen-

Merece menção, ainda, o anteprojeto de lei que trata da reformulação dos capítulos XV, XVI, XVIII e XX da Lei n. 6.404/76, elaborado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), submetido à Audiência Pública através de ato de seu Presidente, datado de 23 de agosto de 1996. Trata-se, porém, de proposta de reforma mais direcionada e concentrada, primordialmente, na reforma de dispositivos relacionados a aspectos contábeis da legislação sobre sociedades por ações. Não há, ao contrário,

tam sua proposta de alteração da legislação atinente às companhias abertas e mercado de capitais:

"A lei que regulamenta as sociedades anônimas e a lei que disciplina o mercado de valores mobiliários e a Comissão de Valores Mobiliários foram editadas há 20 anos, quando o Brasil ainda vivia em regime de economia fechada e o Estado era o grande articulador do financiamento à indústria e à infraestrutura, quer através de recursos fiscais, quer por meio de recursos externos obtidos junto ao sistema bancário internacional.

"Hoje o cenário alterou-se por completo. No plano interno, a economia se abriu e teve início o processo de desestatização. No plano internacional, a poupança está concentrada não mais no sistema bancário, mas nas mãos de grandes fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos de investimento,

qualquer proposta de alteração da Lei n. 6.385/76.

Não há como negar, assim, a existência de um sentimento entre a comunidade econômica e jurídica<sup>2</sup> de que são necessários ajustes na legislação a fim de tornar mais efetivo o funcionamento do mercado de capitais, ante a nova realidade econômica com que nos deparamos.

Dentro desse contexto, surge como imperativa uma análise sumária da adequação das normas que conferem atribuições à CVM, contidas principalmente na Lei n. 6.385/76, especialmente quanto a seu poder disciplinar. Trata-se, antes de tudo, de uma avaliação do papel que vem sendo por ela desempenhado até este momento e de sugestões de mudanças para que assuma a condição de guardião do mercado de capitais brasileiro.

## 2. Antecedentes históricos da criação da Comissão de Valores Mobiliários

Após o final da Segunda Guerra Mundial, o desenvolvimento econômico tornou-se preocupação constante de governos, eli-

protagonistas de um mercado de capitais cada vez mais importante para o financiamento da economia e das empresas.

“É hora portanto de começar a ajustar a legislação à realidade.

“O objetivo último do projeto de lei que agora apresento é justamente incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais. De modo específico, a iniciativa trata de criar condições adequadas à capitalização das empresas brasileiras, à efetiva democratização do capital e a processos de reorganização societária necessários à reestruturação produtiva do país, numa quadra histórica marcada pela globalização produtiva e financeira e por níveis de concorrência sem precedentes.”

2. Citem-se, a esse propósito, os artigos de Arnoldo Wald (“Dez Anos de Vigência da Lei das Sociedades Anônimas”, *RDM* 62, pp. 5-11; “O Mercado de Capitais no Brasil”, *RDM* 71, pp. 47-49), Waldirio Bulgarelli (“O Anteprojeto da CVM para a Reforma da Lei de Sociedades por Ações Brasileira”, *RDM* 86, pp. 58-62) e Nelson Eizirik (“A Urgente Reforma da Lei 6.385/76”, *RDM* 98, pp. 58-62).

tes e organismos internacionais. Embora existindo teorias várias acerca dos fatores do progresso e das causas do subdesenvolvimento, estabeleceu-se a idéia de que algumas medidas seriam básicas para a promoção do desenvolvimento: “o aumento dos investimentos (em capital técnico e humano) como principal instrumento para fazer crescer a renda nacional; a importância dos investimentos na infra-estrutura econômica e da eliminação de pontos de estrangulamento; a utilidade da técnica do planejamento como meio de otimizar os investimentos; e a necessidade de incluir a promoção do desenvolvimento entre as funções do Estado”.<sup>3</sup>

O aumento de investimentos, medida fundamental para a promoção do desenvolvimento econômico, depende necessariamente da formação de poupança e do aperfeiçoamento e expansão dos mercados de capitais, que possibilitará que os recursos sejam alocados junto aos agentes investidores.

Dentro desse contexto de visualização da importância fundamental da expansão do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico do País surgido no pós-guerra, o Governo Federal, especialmente após 1964, passou a adotar uma série de medidas destinadas a implementar esse modelo econômico desenvolvimentista.

Assim, foi promulgada a Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, que “disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento”. No entender de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (este último autor do anteprojeto de lei que deu origem à Lei n. 4.728/65), “as principais providências da lei podem ser agrupadas em cinco categorias: (a) definição de um quadro institucional que induzisse à criação de sistema de distribuição de títulos no mercado de capitais; (b) criação de condições para a formação de

3. Lamy Filho, Alfredo, e Pedreira, José Luiz Bulhões, in *A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*, vol. 1, Rio de Janeiro, Renovar, 1995, pp. 117-118.

mercados de obrigações privadas a prazos médio e longo; (c) regulamentação e policiamento das operações nos mercados de capitais segundo o modelo que havia sido adotado nos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da "Securities and Exchange Commission"; (d) algumas inovações, consideradas mais urgentes, na legislação sobre debêntures e sociedades por ações; e (e) modificações na legislação do imposto sobre a renda, especialmente para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados nos mercados de capitais".<sup>4</sup>

Especificamente no que tange à regulamentação e policiamento das operações (item (c) acima), e com o objetivo de proteger os investidores, foram atribuídas funções normativas ao Conselho Monetário Nacional e fiscalizadoras ao Banco Central do Brasil, que também ficava incumbido do prévio registro de distribuição de emissão no mercado.

Assim, com essas medidas, a partir de 1965 o País assistiu ao gradativo crescimento do mercado de capitais. As medidas legislativas adotadas tiveram, em um primeiro momento, grande efetividade e promoveram, de fato, o esperado fortalecimento do mercado brasileiro de ações.<sup>5</sup>

4. Ob. cit., p. 123.

5. Os reflexos do desenvolvimento do mercado de ações brasileiro pode ser sentido em seus números, como revela estudo elaborado por Miguel Delmar Barbosa de Oliveira: "Embora os incentivos fiscais, na primeira etapa, tenham sido importantes para o desenvolvimento do mercado de ações, a criação dos fundos fiscais 157 foi o fator mais decisivo da sua evolução. O volume de recursos, canalizados por eles ao mercado de ações, representou, já de início, um grande impulso: CR\$ 65 milhões em 1968 e CR\$ 88 milhões em 1969. Para se ter uma idéia da magnitude e da importância desses recursos, basta dizer que o volume de negócios com ações nas Bolsas de Valores brasileiras atingiu um ano antes — em 1967 — apenas CR\$ 331 milhões.

"Com todos esses estímulos, o número de sociedades anônimas que se registraram no Banco Central como de capital aberto aumentou acentuadamente, a partir de 1968. Da mesma forma, evolui o número de companhias com ações registradas e nego-

Entretanto, no primeiro semestre de 1971, em razão principalmente da euforia ocasionada pelo chamado "milagre econômico",<sup>6</sup> as Bolsas de Valores apresentaram um "boom" especulativo, caracterizado por "elevação continuada e sem precedentes dos preços e do volume de transações até 15 de junho, quando teve início um longo período de queda das cotações e do volume dos negócios".<sup>7</sup>

Os fatos ocorridos contribuíram para criar no País a consciência da necessidade de reformas das leis de mercado de capitais e de sociedades por ações, especialmente para maior proteção do investidor e do acionista minoritário. Ficou patente, ademais, a ineficiência do Banco Central do Brasil no exercício da função de regulação e policiamento dos mercados, difundindo-se a idéia de substituí-lo por um órgão específico, encarregado de disciplinar o mercado acionário.<sup>8</sup>

ciadas nas principais Bolsas de Valores" (in *Introdução ao Mercado de Ações*, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1980, pp. 99-100). E, em seguida, o autor transcreve tabela demonstrativa da evolução do número de sociedades anônimas de capital aberto registradas no Banco Central do Brasil. Enquanto em 1968 havia somente 289, em 1971 o número de companhias abertas já era 493.

6. Miguel Delmar Barbosa de Oliveira descreve o clima de euforia reinante no início da década de 70: "O excelente desempenho da economia nacional, a partir de 1968, com taxas oscilando em torno de 10% ao ano se fez acompanhar da confiança na sustentação do crescimento econômico, na política econômica e na ação do Governo. Estávamos vivendo o "milagre brasileiro". O Tesouro Nacional superava suas dificuldades financeiras, a taxa de inflação declinava, as exportações e as reservas monetárias cresciam rapidamente, o País recuperando a confiança nos meios financeiros internacionais. Estes fatos descortinavam para os investidores novas oportunidades de ganhos com investimentos em ações" (ob. cit., pp. 100-101).

7. Ob. cit., p. 127. Uma descrição minuciosa do mecanismo que gerou o *boom* de 1971 pode ser encontrado no estudo de Miguel Delmar Barbosa de Oliveira (ob. cit., pp. 100-101).

8. Aliás, o despreparo demonstrado pelo Banco Central do Brasil no episódio de 1971 foi alvo de duras críticas por parte do Prof. Rubens Requião, um dos maiores expoentes do Direito Comercial no

O quadro econômico também demandava reformas legislativas. Embora houvesse clara opção do Governo Federal pelo modelo desenvolvimentista, havia necessidade de medidas que corrigissem as distorções que dificultavam o pleno sucesso da economia brasileira. Um desses ajustes dizia respeito à necessidade de fortalecimento da empresa privada nacional.

É que, naquele momento, havia, nitidamente, uma grande concentração das poupanças nacionais no patrimônio do Estado, que era, também, encarregado de promover volumosos investimentos na infraestrutura e em setores da economia em que se verificasse a omissão da iniciativa privada. Paralelamente a isso, o empresário privado não tinha condições de realizar projetos de grande escala (reservados, como já dito, ao Estado e às empresas estrangeiras ou multinacionais). Verificava-se, em suma, um processo de *estatização da economia*.

Uma das causas desse processo era, justamente, a ausência de um mercado primário de ações eficiente, que permitisse ao empresário nacional buscar capital de res-

co que lhe possibilitasse participar dos grandes projetos de investimento. Daí por que a percepção da necessidade de fortalecimento do mercado primário de ações.

Nesse contexto, como ensinam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, "a reforma da Lei das S.A. é uma pré-condição para a existência desse mercado primário, pois busca restaurar o verdadeiro significado da grande instituição e possibilitar a plenitude do seu funcionamento como instrumento insubstituível para conseguir a associação de milhares de investidores na formação do capital de risco exigido pela grande empresa".<sup>9</sup>

Ressalte-se, ademais, que em razão do *boom* ocorrido em 1971, o incipiente mercado brasileiro de ações entrou em crise: "o estado depressivo se estendeu por vários anos. Pelo menos até 1976. Nesse período, houve uma série de medidas por parte do Governo no sentido de sua recuperação, visando, principalmente, atrair investidores institucionais para as Bolsas de Valores. Nenhuma delas, no entanto, foi capaz de reanimar efetivamente o mercado. Nenhum sintoma de recuperação duradoura se fez sentir. Enquanto isso, outros segmentos do setor financeiro expandiram-se rapidamente. Com o recrudescimento do processo inflacionário, a partir de 1974, as dificuldades aumentaram mais ainda, agravadas pelo fato de algumas medidas, obviamente necessárias, estarem constantemente sendo adiadas, colocando em dúvida se o apoio governamental era efetivo".<sup>10</sup>

Nesse cenário, em agosto de 1974 foi constituído grupo encarregado de elaborar o Anteprojeto da lei de sociedades por ações, composto pelos advogados José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, que consideraram pré-condição essencial ao sucesso de sua missão a criação de um órgão especial de vigilância do mercado de

Brasil: "A euforia do *boom* bolsista de 1971 veio, com efeito, demonstrar o despreparo da poupança popular e do órgão público, em face dos intrincados problemas suscitados pelo mercado. A ineficiência do Banco Central do Brasil nesse setor, como órgão regulador e disciplinador, foi clamorosa. Sua impassividade e incompreensão para o drama nacional que então se desenrolou permitiram e estimularam despudorada pilhagem da poupança de milhões de brasileiros inermes, a que não escapou nem mesmo a ingenuidade e inexperiência da classe proletária. O Banco Central do Brasil, naquele episódio, ao contrário de sua função legal, incentivou a especulação, permitindo o derrame, na fogueira do mercado bolsista, de novos títulos de empresas economicamente medíocres, às quais concedeu celeremente a condição de sociedade de capital aberto. Envaidecido e embriagado pelo sucesso da recomposição do mercado de capitais, o então Ministro de Fazenda cruzava os braços, em face da manipulação criminoso do mercado, sob o desdenhoso argumento de que os lances do jogo bruto eram a norma do mercado livre..." ("Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, pp. 101-102).

9. Ob. cit., p. 143.

10. Miguel Delmar Barbosa de Oliveira, ob. cit., pp. 101-102.

capitais. Daí porque a decisão de ser simultaneamente elaborado outro Anteprojeto de lei — de criação da CVM. Assim, em novembro de 1974 foi entregue ao Ministro da Fazenda o Anteprojeto sobre mercados de valores mobiliários e criação da CVM.

Seguiu-se, então, a fase de discussão do Anteprojeto de lei de criação da CVM, em que se verificou violenta oposição por parte do Banco Central do Brasil, que, surpreendentemente, não aceitava a perda de parte de suas atribuições para a CVM. Em face dessa reação, o Ministério da Fazenda elaborou novo anteprojeto, a pretexto de conciliar os vários interesses envolvidos.<sup>11</sup>

Em decorrência de ter se originado de pelo menos três anteprojetos distintos e de não ter merecido atenção mais acurada do Congresso Nacional, o projeto de lei definitivo, que acabou dando origem à Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (promulgada praticamente simultaneamente à Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976), apresenta graves falhas estruturais, que serão melhor examinadas no item “4” *infra*.

Impõe-se, destarte, uma breve análise do conteúdo da Lei n. 6.385/76, para posteriormente serem verificadas suas principais deficiências, que ensejariam uma revisão legislativa da matéria.

11. O Prof. Rubens Requião bem sintetiza o jogo de interesses travado por ocasião da elaboração do Anteprojeto de lei sobre mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários:

“A tese dos juristas, autores do anteprojeto primitivo, com efeito, propugnava por uma CVM constituída e agindo com independência e autonomia, com amplos poderes de controle e fiscalização sobre todos os setores do mercado de ações. A outra corrente, formada sobretudo pelo Banco Central do Brasil, acusava um pretenso caráter estanque que teria sido imprimido ao novo órgão, o que lhe tiraria uma visão global do mercado financeiro e de capitais. Não aceitava o Banco Central do Brasil, segundo se divulgou, reduzir suas funções disciplinares sobre todas as instituições do sistema, recusando abrir mão para a CVM da supervisão dos papéis de risco” (“Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)”, *RDM* 20, p. 103).

### 3. *Conteúdo da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976*

A Lei n. 6.385/76, criou a CVM, “entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda” (art. 5º). Sua atuação limita-se às companhias abertas, que são, justamente, aquelas que recorrem ao mercado de valores mobiliários. A esse respeito, inclusive, o artigo 8º, III e V.

Uma análise dos dispositivos da Lei n. 6.385/76 revela que à Comissão de Valores Mobiliários são atribuídas funções fiscalizadoras e disciplinares, normativas, registrárias, consultivas e de fomento, que serão a seguir sumariadas.

#### 3.1 *Função fiscalizadora e disciplinar da CVM*<sup>12</sup>

Consiste a função disciplinar da CVM no poder de “apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado” (artigo 9º, V), concretizado pela permissão, conferida pelo legislador, para que a CVM aplique aos autores dos referidos atos ilegais e das práticas não eqüitativas as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal (art. 9º, IV).

Resulta claro, assim, que, ao lado da responsabilidade civil e penal dos infratores, há também a previsão de sanções disciplinares, a serem aplicadas pela CVM por meio de procedimento administrativo e independentemente de prévio controle judicial.

No que tange à função fiscalizadora da CVM, destaca-se sua competência para “fiscalizar permanentemente as atividades

12. A respeito da função disciplinar da CVM, ver artigo de José Alexandre Tavares Guerreiro, “Sobre o Poder Disciplinar da CVM”, in *RDM* 43, pp. 64-78.

e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1<sup>o</sup>, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” (art. 8<sup>o</sup>, III).

### 3.2. Função normativa da CVM<sup>13</sup>

Nos termos do artigo 8<sup>o</sup>, I, compete à CVM “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta lei e na lei de sociedades por ações”. Trata-se, portanto, de poder regulamentar restrito e específico, que não pode ultrapassar os limites legais, sob pena de configurar-se vício de incompetência.

Ainda no que tange à função normativa da CVM, há que se destacar que, em regra, as normas por ela editadas não se prestam a uma regulação substantiva do mercado, mas, principalmente, à adoção do *disclosure*. É o que ensina Nelson Eizirik: “a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores. Não se verificam, a não ser excepcionalmente, casos de regulação ‘substantiva’, em que o Estado escolhe discricionariamente os participantes do mercado, fixa preço para as emissões públicas de ações ou interfere nas cotizações, ou mesmo julga o mérito de determinados títulos, impedindo eventualmente sua distribuição pública por considerá-los de má qualidade. Com efeito, a regulação ‘substantiva’ pode ser fonte de graves imperfeições, particularmente quando há poucas possibilidades de controles políticos,

por parte do Poder Legislativo e do público em geral, sobre a atuação das agências reguladoras governamentais, como ocorre entre nós”. Assim, a Lei n. 6.385/76 “fixou inicialmente determinadas diretrizes para o processo de divulgação de informações, nos quais fica explícita a noção de que o processo de *disclosure* é um dos elementos fundamentais na regulação do mercado de capitais. Entre tais princípios, podemos destacar o primeiro deles, que estabelece: a) o sistema de divulgação visa equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização de informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros.”<sup>14</sup>

Destaque-se, por fim, que, ao lado da função normativa da CVM, a regulação do mercado de capitais também se dá através da auto-regulação, definida por Nelson Eizirik como sendo “a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizado 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”<sup>15</sup>.

Assim sendo, enquanto a CVM é a entidade reguladora governamental, as Bolsas de Valores são as entidades auto-reguladoras do mercado de valores mobiliários, havendo, necessariamente, uma estreita relação entre elas.<sup>16</sup>

14. “Regulação e Auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários”, in *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, pp. 127-128.

15. *Idem*, *ibidem*.

16. Sobre a relação entre a CVM e as Bolsas de Valores, ver Nelson Eizirik, *ob. cit.*, pp. 137-142.

13. A respeito da função normativa da CVM, ver artigo de Bolívar B. M. Rocha, “O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O Caso da Comissão de Valores Mobiliários”, in *RDM* 64, pp. 47-69.

### 3.3 Função registrária da CVM

A função registrária da CVM é prevista no artigo 8º, II, pelo qual compete à CVM “administrar os registros instituídos por esta Lei”. Há duas modalidades de registro: o registro da sociedade e o registro da emissão.

O registro da sociedade implica sua caracterização como companhia aberta, a teor do artigo 4º da Lei nº 6.404/76 e do artigo 22 da Lei n. 6.385/76. A companhia pode ser registrada para negociação em bolsa ou para negociação no mercado de balcão, conforme determina o artigo 21 da Lei n. 6.385/76.

O registro da emissão pública de valores mobiliários, por sua vez, é condição obrigatória para sua distribuição no mercado, consoante dispõe o artigo 19.

### 3.4 Função consultiva da CVM

O artigo 13 dispõe que “a Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor”. Segundo José Edwaldo Tavares Borba, “a função consultiva é exercida junto aos agentes do mercado e investidores, através dos chamados pareceres de orientação, os quais devem limitar-se às questões concernentes às matérias de competência da própria CVM, abrangendo apenas problemas de mercado ou sujeitos a sua regulamentação”.<sup>17</sup>

### 3.5 Função de fomento da CVM

Por fim, não se pode deixar de mencionar a função de fomento atribuída à CVM, em conjunto com o Conselho Monetário

Nacional, principalmente para o fim de “estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários” e “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” (artigo 4º, I e II).

## 4. Críticas à Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976

Como já aventado no item “2” acima, grande parte das deficiências verificadas na Lei n. 6.385/76 deve-se a sua tumultuada origem, que provocou falhas estruturais de certa gravidade.<sup>18</sup> A seguir, procuraremos expor quais as principais críticas já feitas à Lei n. 6.385/76 pelos estudiosos do tema, que devem necessariamente ser levadas em consideração quando da elaboração de anteprojetos visando sua reforma.

### 4.1 Excessiva vinculação da CVM ao Banco Central do Brasil

Antes mesmo de sua promulgação, a Lei n. 6.385/76, foi alvo de ressalvas por vários juristas de expressão, que criticaram o Projeto de lei que lhe deu origem. O ponto fundamental das oposições à lei era, como já aventado, a vinculação da CVM ao Banco Central do Brasil, ocasionada,

18. A análise é de Nelson Eizirik, para quem as falhas “podem ser verificadas no tratamento defeituoso ou incompleto de alguns institutos jurídicos fundamentais na disciplina do mercado de capitais, como são: o conceito de valores mobiliários; a definição da emissão pública de valores mobiliários; o poder regulamentar da CVM; o poder de polícia da CVM, especialmente no que se refere aos princípios que devem nortear a responsabilidade disciplinar dos participantes do mercado; as penalidades a serem aplicadas pela CVM; o âmbito da auto-regulação exercida pelas Bolsas de Valores e demais entidades do mercado, etc.” (“A Urgente Reforma da Lei 6.385/76”, *RDM* 98, p. 58).

17. In *Direito Societário*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1995, p. 134.

principalmente, pela precária definição das competências atribuídas a cada um dos órgãos.

Com efeito, dispõe o art. 3º, § único, da Lei n. 6.385/76 que, "ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do *mercado financeiro e de capitais* continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil". Paralelamente a isso, o artigo 8º, III, determina que compete à CVM "fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do *mercado de valores mobiliários*". Como bem ressaltou Rubens Requião, a redação da lei dá margem a conflito de competências entre os dois órgãos, uma vez que "o *mercado de valores mobiliários*, na verdade, faz parte, é um segmento preponderante do mercado de capitais". E conclui: "melhor andaria o legislador se atribuísse à competência do Banco Central do Brasil a área do *mercado financeiro*, nele compreendido todo o mecanismo e atividade das instituições financeiras e da execução da política monetária e da creditícia, deixando para a CVM a competência para fiscalizar e disciplinar o *mercado de capitais*, neste compreendidas sobretudo a emissão e a negociação dos valores mobiliários".<sup>19</sup>

Também José Baptista Neto criticava o regime de atribuição de competências, que tornaria "ainda mais difícil discernir o que competirá à CVM e o que continuará da competência do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil", tumulto esse que "diluirá e enfraquecerá a autoridade, precisamente num setor em que ela deverá ser dotada de máxima eficiência, mormente se considerarmos que está em jogo não somente o desenvolvimento do mercado de capitais, através da confiança que deverá despertar no público, como também a proteção à economia popular, pois é desejável que grande parte dos ha-

bitantes deste país, das mais diversas profissões, possam tomar parte no capital das empresas, mediante subscrição ou compra de ações, sem correrem outro risco além do inerente à natureza do investimento livremente escolhido. Isso dependerá, evidentemente, da existência de autoridade especializada, vigilante e atuante, sem os obstáculos de uma legislação confusa".<sup>20</sup>

Além disso, alegava-se que diversos outros artigos da Lei n. 6.385/76 deixam entrever uma indesejada *relação de sujeição* da CVM ao Banco Central do Brasil. Exemplo disso é a redação original do artigo 10, que dispunha: "a Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios para a execução dos serviços de sua competência em qualquer parte do território nacional, observadas as normas da legislação em vigor".<sup>21</sup> Segundo Rubens Requião, "o preceito abre as portas para a imposição da supremacia do Banco Central do Brasil", uma vez que, conforme noticiado na imprensa nacional, seria resultante "de uma composição com o Banco Central, na solução do conflito surgido, pois ele permite que, mediante convênio, o Banco Central promova a fiscalização do mercado, como pretendia desde o início dos debates em torno do projeto da CVM" (*O Estado de S. Paulo*, ed. de 26.6.76, p. 25).<sup>22</sup>

Outro indício da subordinação pretendida pela lei seria o artigo 3º, IV, que dispõe que "compete ao Conselho Monetário Nacional definir as atividades da CVM que devem ser exercidas em coordenação com

20. "O Projeto de Lei que institui a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, pp. 111-112.

21. A Lei n. 6.422, de 8 de junho de 1977, deu nova redação ao art. 10, qual seja: "Os contratos e convênios celebrados pela Comissão de Valores Mobiliários, para a execução de serviços de sua competência, em qualquer parte do território nacional, reger-se-ão pelas normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional".

22. "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, pp 103-104.

19. "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, p. 104.

o Banco Central do Brasil". Mais uma vez é Rubens Requião quem assinala o verdadeiro propósito do dispositivo: "o preceito que recomenda à CVM exercer as suas atribuições em coordenação com o Banco Central do Brasil revela, subliminarmente, a preocupação das autoridades sobre a atuação conflitante dos dois órgãos pondo a CVM em posição subordinada. E o que se deve desejar é que tanto a CVM como o Banco Central do Brasil exerçam suas atividades coordenadas entre si, e não apenas a Comissão em relação ao Banco.<sup>23</sup>

Assim, uma das críticas centrais à Lei n. 6.385/76 dizia respeito à não definição clara de que a *Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil estão no mesmo nível hierárquico*, sendo ambos subordinados ao Conselho Monetário Nacional.<sup>24</sup>

Resta examinar se essas críticas, traçadas quando da promulgação da Lei n.

23. "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, p. 105.

24. José Baptista Neto, ao sugerir mudanças no texto do anteprojeto de lei que originou a Lei n. 6.385/76, opina que "ainda no que tange à competência, entendemos que deverá ficar bem claro o seguinte: (...) b) o Banco Central do Brasil e a CVM serão entidades autárquicas situadas no mesmo plano hierárquico. atuando em áreas diferentes que deverão ser delimitadas com a clareza necessária, a fim de se evitarem os prejudiciais conflitos de jurisdição" ("O Projeto de Lei que institui a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, pp. 111-112).

O Prof. Rubens Requião partilha de igual entendimento: "Tais preceitos, como se vê, estabelecem os propósitos não confessados pelos autores do projeto definitivo de que a CVM agirá na esteira do Banco Central do Brasil. O correto seria colocar ambas as agências estatais em plano de igualdade, como executores das decisões do Conselho Monetário Nacional, cada qual no campo reservado à sua atuação e influência. O Conselho Monetário Nacional, na execução da política do Governo concernente ao mercado financeiro e ao mercado de capitais, é que deve zelar para que os dois órgãos a ele subordinados ajam coordenada e harmoniosamente entre si" ("Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, p. 105).

6.385/76, revelaram-se procedentes após sua efetiva entrada em vigor, ou se, ao contrário, mostraram-se desprovidas de fundamento.

A análise feita por alguns juristas após alguns anos de vigência da Lei n. 6.385/76 demonstra que a questão do conflito de competências entre o Banco Central do Brasil e a CVM continuou dificultando o desempenho da última.

Em artigo datado de 1988, Arnaldo Wald faz um balanço da situação do mercado de capitais no Brasil e conclui que, no momento em que o Governo Federal se decidia por modernizar o País e inseri-lo na competição internacional, necessário se tornava um reexame do nosso mercado de capitais, que estava imbuído de um problema crucial: "acresce que há, no Brasil, entre o sistema financeiro e o de mercado de capitais uma superposição e uma interpenetração, que se justificam por motivos históricos, de tal modo que ambos constituem, na realidade, verdadeiros irmãos siameses, e que não é possível reorganizar o sistema bancário, afastando simplesmente o mercado de capitais, para que ele venha a compor um sistema complementar com as companhias de *leasing* e de seguros". E complementa, fornecendo o que acredita ser a solução para tal distração: "impõe-se, assim, inicialmente, redefinir adequadamente o papel das instituições financeiras e do mercado de capitais, para distinguir as suas áreas próprias de atuação e os instrumentos que podem utilizar para substituir as atuais aplicações de curtíssimo prazo por uma verdadeira política de investimentos a médio e longo prazo. É possível que, diante das circunstâncias, seja até necessário tomar algumas medidas transitórias, como a criação de instrumentos que apresentem uma simbiose entre os títulos de renda fixa e as ações, por algum tempo, garantias mínimas de rentabilidade, sem prejuízo da participação no risco". Ademais, "no plano normativo institucional e já agora aproveitando mais amplamente as experiências estrangeiras mais recentes, uma clara defini-

ção das competências do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários e da Secretaria de Previdência Privada e a adequada delimitação entre a regulação e a auto-regulação facilitarão o bom funcionamento do Mercado".<sup>25</sup> Em conclusão, sugere, entre outras medidas para o aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro, a exata delimitação dos mercados financeiro e de capitais, bem como a revisão da legislação sobre sociedades anônimas e a CVM e das normas sobre o sistema de distribuição, compatibilizando-as com as do sistema financeiro.

Por fim, não se pode deixar de mencionar a sugestão de Nelson Eizirik para reforma da Lei n. 6.385/76. Para ele, a nova lei deveria corrigir as falhas da Lei n. 6.385/76, entre elas "as zonas cinzentas entre CVM e Banco Central, que ocasionam situações de dupla e muitas vezes contraditória regulação, deixando claro a nova lei que compete à CVM a prática de todos os atos de normatização, fiscalização, registro, deferimento de autorizações, etc., com relação a todas as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários".<sup>26</sup>

Pode-se concluir, assim, que a má definição das atribuições da CVM e do Banco Central do Brasil é problema ocasionado pela própria origem da Lei n. 6.385/76, que, infelizmente, não foi corrigido até este momento, e que continua a gerar dúvidas acerca da competência da CVM para a prática de diversos atos.

#### 4.2 Composição da Administração da CVM

Também julgamos da maior relevância a crítica atinente à composição da administração da CVM (que, nos termos do

artigo 6º, é integrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais). Para Rubens Requião, "seria conveniente e mais seguro a lei estabelecer a participação na administração da Comissão, que deliberará como órgão colegiado, de um ou dois diretores indicados pelas associações de classes representativas que operam no mercado de capitais. A tradição nacional tem colhido bons resultados com a participação da iniciativa privada em órgãos oficiais, dando-lhe mais vivacidade, eficiência e legitimidade. A escolha seria feita pelo Presidente da República, em lista sêxtupla organizada por entidades de classe que na lei foram nomeadas".<sup>27</sup>

Nelson Eizirik também sugere mudanças na forma de escolha dos componentes da administração da CVM, como maneira de tornar mais eficazes as normas editadas pela autarquia.<sup>28</sup> Para ele, a receita seria "dar efetiva autonomia política à CVM, ou seja, estabelecer que os membros do seu Colegiado sejam indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Congresso e, principalmente, tenham um mandato, não possam ser demissíveis *ad nutum*".<sup>29</sup>

#### 4.3 Elevação do nível ético do mercado de capitais — Mudanças na função fiscalizadora e disciplinar da CVM

Em 1986, após dez anos de vigência tanto da Lei n. 6.404/76 como da Lei n. 6.385/76, começou-se a sentir a inadequação dos institutos legais atinentes à companhia aberta e ao mercado de capitais, em

27. "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM* 20, p. 105.

28. Sobre a questão da eficácia das normas da CVM, ver item "4.4".

29. "A Urgente Reforma da Lei 6.385/76", *RDM* 98, p. 60.

25. "O Mercado de Capitais no Brasil", *RDM* 71, pp. 47-49.

26. "A Urgente Reforma da Lei 6.385/76", *RDM* 98, p. 62.

face da experiência prática e ante a nova realidade econômica que se verificava. Um dos pontos que foram objeto de avaliação foi, justamente, a CVM, especificamente no que tange à sua função disciplinadora. Assim se pronunciou Arnaldo Wald a esse respeito: “quando se examina a Jurisprudência tanto administrativa, quanto judiciária, que se constituiu num decênio em torno da lei societária, não deixa de haver um certo sentimento de frustração. No tocante à CVM, encontramos um conjunto sistemático de normas e um grande número de decisões em inquéritos administrativos, que representam uma importante contribuição moralizadora ao direito societário, mas, por outro lado, vimos, recentemente, posta em discussão a própria competência da autarquia e a validade da delegação que lhe foi atribuída”.<sup>30</sup> Em suma, já se sentia, àquela época, que, embora a CVM estivesse exercendo sua função fiscalizadora, havia necessidade de que a lei aclarasse ainda mais quais suas reais atribuições, a fim de que sua atuação não pudesse ser contestada.

Em artigo posterior, Arnaldo Wald continuou a necessidade de reformas no aspecto ético do mercado: “a maior dimensão qualitativa está vinculada à seriedade e ao fortalecimento do mercado como um todo, abrangendo a qualidade e a transparência que deve ter, com a fixação de normas éticas adequadas e devidamente cumpridas, a repressão administrativa, penal e civil eficiente das irregularidades e das ilícitudes, as garantias de liquidez e o aprimoramento dos mecanismos de funcionamento e o fortalecimento econômico e financeiro das instituições que dele participam”. Sugeriu, pois, “a elaboração de normas jurídicas e éticas para evitar e reprimir as fraudes no mercado de capitais”.<sup>31</sup>

30. “Dez Anos de Vigência da Lei das Sociedades Anônimas”, *RDM* 62, p. 6.

31. “O Mercado de Capitais no Brasil”, *RDM* 71, pp. 48-49.

Outra análise merece apreciação. Luiz Leonardo Cantidiano, em obra atual, examina, de forma muito apropriada, os impactos que as reformas na ordem econômica promovidas pelo Governo Federal terão no mercado de capitais.<sup>32</sup>

Diante deste novo cenário econômico, Luiz Leonardo Cantidiano destaca com precisão qual deverá ser o novo papel desempenhado pela CVM: “deve ser destacado que é fundamental, para a estabilida-

32. De acordo com a análise de Luiz Leonardo Cantidiano, com a estabilidade econômica é natural que haja um incremento nos projetos de investimentos industriais e comerciais, a fim de que as empresas nacionais supram o atraso tecnológico com que se defrontam e aumentem a produção de bens e serviços. Paralelamente a isso, deverá haver aumento dos recursos disponíveis por parte da população.

Nesse contexto, o pleno desenvolvimento e fortalecimento do mercado de capitais será imperativo, a fim de que harmonize as duas consequências acima mencionadas, e permita que os recursos para o financiamento do crescimento e da modernização dos negócios empresariais decorra da captação de capitais de risco junto ao público poupador.

Segundo o autor, as medidas até hoje adotadas para promover o crescimento do mercado de capitais não foram bem-sucedidas: “Parece-nos que o grande entrave ao crescimento sustentado do mercado de valores mobiliários é decorrente daquela postura equivocada do governo de, através de artifícios (como foram o incentivo fiscal e a aplicação compulsória, por certos investidores, em papéis de emissão de companhias qualificadas para receber tais recursos), pretender implantar um mercado acionário no país; ademais disso, também impactou negativamente o desenvolvimento sadio do mercado a exagerada postura, longamente adotada pelos órgãos governamentais, de fechar o mercado à participação estrangeira, cerceando e dificultando o fluxo (de vinda e de retorno) do capital externo, postura esta que só recentemente foi alterada, com a flexibilização (ainda incompleta) das amarras que desestimulavam, quando não impediam, a participação de investidores externos em nosso mercado e/ou a aplicação da poupança brasileira em outros mercados” (“A Privatização e o Mercado de Capitais”, in *Direito Societário & Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 174-175).

Em seguida, o autor faz uma observação acerca da contribuição que o Programa Nacional de Desestatização (PND) pode ter dado, e ainda pode vir a dar, para o crescimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. Demonstra, assim, que a legislação editada a respeito do PND tinha como um

de do mercado acionário, assim como para o sucesso de um programa de privatização que pretenda alcançar uma valorização crescente do patrimônio público, assim como uma ampla democratização dos bens de capital, através da dispersão, entre o grande público poupador, de ações de emissão de empresas que atuam em diferentes setores da atividade econômica, a existência de uma agência estatal forte, técnica e financeiramente independente, que possa ter um quadro de técnicos de alto nível profissional e indiscutível qualidade ética, contribuindo para que as operações de mercado sejam realizadas dentro de padrões exemplares, tudo com vistas à busca da eficiência do próprio mercado, com o que estará preservado o interesse maior, que é o de vê-lo cumprir adequadamente sua função econômica. Dentro dessa linha, é chegada a hora de se fazer uma verdadeira cru-

de seus propósitos possibilitar o desenvolvimento do mercado de capitais, razão pela qual consignava que, sempre que possível, "a alienação das participações acionárias detidas pelo Tesouro federal seria realizada através de público leilão, em bolsas de valores; mais que isso, procurou-se fazer com que, antes da oferta de venda das ações de emissão das empresas a serem transferidas para o setor privado, as companhias emissoras daqueles títulos de participação viessem a requerer, junto à CVM, o necessário registro de companhias abertas". Havia, ainda, a intenção de que fosse criada uma cultura, junto às classes empresariais, aos políticos e à população, de participação crescente de todos os agentes econômicos no mercado de capitais. Por essa razão, "as autoridades encarregadas de comandar o programa de privatização, em absoluta sintonia com a CVM, deliberaram fazer com que, sempre que possível, as ações ofertadas à venda fossem da espécie ordinária com direito de voto pleno; pretendia-se, com tal postura, fazer com que fosse disseminada, junto ao público investidor, o controle das empresas a serem transferidas para o setor privado, com o que certamente seria diluído, ao longo do tempo, o comando político das empresas brasileiras" (ob. cit., p. 176).

Essas medidas, entre outras, tiveram um resultado prático, que consistiram em uma maior pulverização de ações junto ao grande público, com o conseqüente crescimento do público investidor; aumento de oferta de ações; alteração do perfil do investidor institucional brasileiro, que passou a adotar uma postura mais ativa, integrando o controle compartilhado de importantes empresas.

zada, em cada trincheira alcançável, para sensibilizar a classe política, bem como as autoridades federais, sobre a importância que tem, em nosso processo de crescimento econômico, a *Comissão de Valores Mobiliários* que, apesar de todas as dificuldades, vem cumprindo satisfatoriamente o seu papel, graças à dedicação de um quadro de competentes e dedicados técnicos".<sup>33</sup>

Em resumo, diante das mudanças ocorridas na economia brasileira nos últimos anos, especialmente quanto ao incremento do mercado de capitais brasileiro ocasionado pelo PND, há necessidade de elevar-se a qualidade ética das operações de mercado, sendo imperativa, nesse contexto, uma revisita aos dispositivos da Lei n. 6.385/76. Esta questão está, ainda, intimamente ligada a outra crítica feita à Lei n. 6.385/76, atinente à eficácia do sistema de regulação do mercado de valores mobiliários, que será objeto de exame no item "4.4" abaixo.

#### 4.4 Eficácia do sistema de regulação do mercado de capitais

De profundo interesse, por fim, o artigo de Nelson Eizirik acerca da urgente necessidade de reforma da Lei n. 6.385/76. Segundo ele, o principal problema que se verifica em relação ao mercado de capitais brasileiro diz respeito à ineficácia das normas que o regem. Essa ineficácia se deve, em primeiro lugar, a total falta de condições materiais por parte da CVM, que "não está hoje equipada para atender às demandas dos que participam no mercado. A regulação é excessiva; há elevado número de normas, mas muito pouco fiscalização, por absoluta falta de condições materiais do órgão".<sup>34</sup>

Também assinala Nelson Eizirik que a legislação que regula o mercado de capitais não é eficaz por não ter acompanhado

33. Ob. cit., pp. 181-182.

34. "A Urgente Reforma da Lei 6.385/76", RDM 98, p. 60.

a evolução do próprio mercado. Assim, em 1976, o mercado era incipiente, sendo fundamental que a lei tivesse caráter mais pedagógico e preventivo do que punitivo, na medida em que os principais aplicadores em ações eram investidores individuais, pessoas físicas. Hoje, ao contrário, o mercado é dominado por investidores profissionais, altamente técnicos, razão pela qual podem-se reforçar os mecanismos de punição dos infratores de normas.

As soluções para enfrentar esses problemas estruturais do mercado de capitais seriam, na opinião do autor, “conferir à CVM poderes para tornar eficazes as normas; e diminuir o número excessivo de normas, adequando-as à realidade de um mercado mais técnico, mais profissional, em suma, desburocratizando o mercado e acabando com suas feições corporativas, com os cartórios estabelecidos em lei”.<sup>35</sup>

No que tange especificamente ao primeiro aspecto (atribuição de poderes à CVM) o autor oferece algumas sugestões: (i) dar autonomia política à CVM (ver item “4.2” acima); (ii) dar autonomia administrativa à CVM; (iii) dar autonomia financeira à CVM; (iv) prever a possibilidade de serem aplicadas multas mais elevadas, proporcionais à gravidade dos delitos; (v) conferir à CVM a legitimidade processual (hoje atribuída ao Ministério Público) para propor judicialmente ação civil pública (acautelatória e indenizatória) nas hipóteses de ilícitos no mercado de valores mobiliários; e (vi) criar a possibilidade de realização de acordo com o indiciado em inquérito administrativo, caso este se obrigue a cessar a prática de ato ilícito.

Quanto à desburocratização do mercado, com a diminuição do número de normas, Nelson Eizirik sugere (i) o incentivo à auto-regulação das Bolsas de Valores e das entidades do mercado de balcão, das associações que congregam as companhias

abertas, os auditores independentes, os analistas de valores mobiliários, etc.; (ii) “o fim de cartórios estabelecidos, como são os casos do *underwriting* compulsório na oferta pública de valores mobiliários, intermediação obrigatória nos negócios de Bolsa, gestão de investimentos coletivos por instituições financeiras, etc.”;<sup>36</sup> e (iii) a permissão de oferta pública de determinados valores mobiliários sem a necessidade de registro da CVM.

### 5. O Projeto de Lei n. 1.564/96, do Ministro Antonio Kandir

Como já dito na introdução deste trabalho, em decorrência principalmente das modificações apresentadas pela economia brasileira, houve, recentemente, uma efervescência das discussões sobre a necessidade de reforma da legislação sobre sociedades anônimas e mercado de capitais, havendo, inclusive, projetos de lei de grande repercussão, como o do Ministro Antonio Kandir.

Um dos pontos de interesse do projeto em questão diz respeito a modificações no texto da Lei n. 6.385/76, especialmente no que se refere à função fiscalizadora e disciplinar da CVM, a fim de “adaptar os mecanismos punitivos à nova realidade do mercado de capitais, de modo a conferir maior eficácia à atuação administrativa da CVM”.<sup>37</sup>

Julgamos pertinente, aqui, reproduzir trecho da Justificação do Projeto de Lei do Ministro Antonio Kandir, que bem sintetiza as principais modificações propostas à Lei n. 6.385/76:

“(…) para dar início à tarefa mais ampla de reformular o conjunto dos mecanismos punitivos, este projeto propõe algumas modificações. Dentre elas, cabe destacar

36. “A Urgente Reforma da Lei 6.385/76”, *RDM* 98, p. 61.

37. Justificação do Projeto de Lei do Ministro Antonio Kandir.

35. “A Urgente Reforma da Lei 6.385/76”, *RDM* 98, p. 60.

desde logo a elevação de penas pecuniárias e a ampliação da abrangência de punições de inabilitação temporária, de modo a tornar passíveis de inabilitação temporária tanto controladores como operadores.

“Mais importante, no entanto, é a inovação que permite à CVM fazer acordos com parte envolvida em operações ilegais, de modo a que a autarquia possa reunir provas necessárias à comprovação do ilícito. Com a sofisticação crescente do mercado de capitais, a ausência desse meio de obtenção de provas resulta com frequência na impunibilidade de fato de um número apreciável de operações, com conseqüente demoralização da autoridade fiscalizadora e perda de credibilidade do mercado junto ao público mais amplo, fator inibidor do seu crescimento.

“Nos termos deste projeto de lei, a CVM fica autorizada a suspender o processo administrativo, se o acusado, além de comprometer-se a cessar a prática considerada ilícita e consentir na aplicação da penalidade, dispuser-se a prestar informações relativas à materialidade do ilícito, bem como às demais pessoas envolvidas no mesmo (fica estabelecido que os termos do acordo terão de ser publicados posteriormente no *Diário Oficial da União*).

“O arrendimento eficaz seria considerado atenuante para aplicação das penalidades previstas para o processo administrativo e o compromisso de cessar a prática considerada ilícita e consentir na aplicação da penalidade prevista não importaria em confissão ou reconhecimento da ilicitude de fato da conduta analisada. A ressalva visa eliminar receio de que o referido compromisso seja tomado como elemento de convicção em procedimentos conduzidos na esfera judicial, mas não significa, quase desnecessário acrescentar, que o arrendimento eficaz dispense os processos civil e penal e desobrigue o indiciado do cumprimento de penas eventualmente daí decorrentes”.<sup>38</sup>

Outra alteração incluída no Projeto diz respeito à elevação do valor das multas aplicáveis pela CVM, incluindo, por exemplo, dentre os critérios para cálculo do valor da multa, a vantagem econômica obtida com a prática do delito, com o objetivo de “frente a somas vultosas envolvidas em ilícitos no mercado financeiro, tornar efetivamente inibitórias as multas aplicáveis pela CVM”.<sup>39</sup>

Em suma, constata-se que as reformas à Lei n. 6.385/76 propostas pelo Ministro Antonio Kandir restringem-se a incrementar os poderes fiscalizadores da CVM, com o intuito de garantir um mais elevado padrão ético nas condutas havidas no mercado de capitais (item “4.3” acima). Entretanto, diversas outras críticas da comunidade jurídica à Lei n. 6.385/76 não foram observadas. Há que se ressaltar, entretanto, que o Projeto de Lei n. 1.564/96 é mais ambicioso que o anteprojeto de lei elaborado pela CVM, que se resume a aspectos contábeis da companhia previstos na Lei n. 6.404/76.

## 6. Conclusão

Diante de tudo que foi exposto, conclui-se que, em face da atual realidade brasileira, há necessidade de uma reforma mais ampla à Lei n. 6.385/76 do que a pretendida pelo Projeto de Lei n. 1.564/96 do Ministro Antonio Kandir.

Com efeito, a proposta de alteração de artigos isolados da Lei n. 6.385/76 é demasiadamente tímida e não tem o condão de corrigir as graves falhas estruturais da lei ocasionadas por um problema em sua origem. Limita-se a enfrentar um dos problemas verificados na legislação, relativo à função disciplinar da CVM e à elevação do nível ético do mercado de capitais. Nesse ponto, as sugestões de alteração são louváveis.

38. Justificação do Projeto de Lei do Ministro Antonio Kandir.

39. Síntese do Projeto de Lei do Ministro Antonio Kandir.

veis, embora possa ser questionado o interesse do indiciado em inquérito administrativo junto à CVM de celebrar acordo, na medida em que não se impedirá a aplicação de penalidade, mas somente poderá ser considerada atenuante.

Essas alterações, entretanto, são meramente provisórias, pois enquanto não houver uma ampla reforma da Lei n. 6.385/76, com a correção de todas as falhas apontadas no item "4" deste estudo, dificilmente a CVM poderá atuar de forma independente, ativa e eficiente como se espera do órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, especialmente ante às recentes modificações havidas na economia brasileira.

Não houve, como seria de se esperar, atendimento aos anseios da comunidade jurídica brasileira, que propõe medidas mais efetivas para reformulação do papel da CVM do que simplesmente foi proposto no Projeto de Lei em questão.

Ademais, há que se considerar que qualquer reforma da Lei n. 6.385/76 deveria, necessariamente, vir acompanhada de uma mudança nas condições materiais da CVM, pois de nada adianta conferir-lhe mais atribuições e mais amplos poderes se ela não tiver meios para concretizá-los. Tal situação somente traria maior descrédito ao mercado de capitais brasileiro, justamente em um momento em que se procura dar-lhe maior confiabilidade.

O mais grave é que o Substitutivo ao Projeto de Lei n. 1.564/96, de autoria do Deputado Federal Luiz Carlos Hauly, sequer propõe qualquer alteração na Lei n. 6.385/76, havendo o risco concreto, pois, de que a tão esperada reforma da lei não ocorra por ora.

Em conclusão, o que se espera é que, nesse momento em que se fala de modificação na legislação sobre sociedade anônima e mercado de capitais, os legisladores submetam a matéria a uma ampla discus-

são pública, atentando para a necessidade de uma reformulação geral da Lei n. 6.385/76, conforme preconizado pelo empresário e pela comunidade jurídica.

## 7. Bibliografia

Baptista Neto, José. "O Projeto de Lei que Institui a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)", *RDM*, nova série, 20:111-114.

Borba, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1995.

Bulgarelli, Waldirio. "O Anteprojeto da CVM para a Reforma da Lei de Sociedades por Ações Brasileira", *RDM*, nova série, 86:58-62.

Cantidiano, Luiz Leonardo. "A Privatização e o Mercado de Capitais", *Direito Societário & Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 169-182.

Eizirik, Nelson. "Tendências da Regulação do Mercado de Capitais nos Estados Unidos", *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, pp.143-171.

\_\_\_\_\_. "Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários", *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, pp.123-142.

\_\_\_\_\_. "Os Instrumentos de Modernização do Mercado de Capitais em 1991 e o Fortalecimento das Empresas", *RDM*, nova série, 82:5-12.

\_\_\_\_\_. "A Urgente Reforma da Lei 6.385/76", *RDM*, nova série, 98:58-62.

Guerreiro, José Alexandre Tavares. "Sobre o Poder Disciplinar da CVM", *RDM*, nova série, 43:64-78.

Lamy Filho, Alfredo, e Pedreira, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*, Rio de Janeiro, Renovar, 1995.

Loss, Louis. "O Papel do Governo na Proteção dos Investidores", *RDM*, nova série, 58:71-87.

Oliveira, Miguel Delmar Barbosa de. *Introdução ao Mercado de Ações*, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1980.

Requião, Rubens. "Considerações sobre o Projeto de Criação da Comissão de Valores Mobiliários", *RDM*, nova série, 20:101-109.

Rocha, Bolívar B. M. "O Poder Normativo de Órgãos de Administração — O Caso da Comissão de Valores Mobiliários", *RDM*, nova série, 64:47-69.

Wald, Arnoldo. "Dez Anos de Vigência da Lei de Sociedades Anônimas", *RDM*, nova série, 62:5-11.

\_\_\_\_\_. "O Mercado de Capitais no Brasil", *RDM*, nova série, 71:47-49.