

REVISTA DE
DIREITO
MERCANTIL
industrial, econômico
e financeiro

125

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
do Departamento de Direito Comercial
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano XLI (Nova Série)
janeiro-março/2002

 **MALHEIROS
EDITORES**

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

industrial, econômico e financeiro

Nova Série — Ano XLI — n. 125 — janeiro-março de 2002

FUNDADORES

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)

PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

SUPERVISOR GERAL: PROF. WALDIRIO BULGARELLI

COMITÊ DE REDAÇÃO: MAURO RODRIGUES PENTEADO,

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA,

RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTIN, MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

publicação trimestral de

MALHEIROS EDITORES LTDA.

Rua Paes de Araújo, 29, conjunto 171

CEP 04531-940

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 3078-7205

Fax: (011) 3168-5495

Assinaturas e comercialização:

CATAVENTO DISTRIBUIDORA DE

LIVROS S.A.

Rua Conselheiro Ramalho, 928

CEP 01325-000

São Paulo, SP - Brasil

Tel. (011) 289-0811

Fax: (011) 251-3756

Diretor Responsável: Álvaro Malheiros

Diretora: Suzana Fleury Malheiros

Supervisão Gráfica: Vânia Lúcia Amato

Composição: *scripta*

SUMÁRIO

DOCTRINA

LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE NA PRÁTICA CONTRATUAL BRASILEIRA — PERMITE-SE NO BRASIL A RACIONALIZAÇÃO DOS RISCOS DO NEGÓCIO EMPRESARIAL? — NILSON LAUTENSCHLEGER JR.	7
---	---

ATUALIDADES

AS CÉDULAS DE CRÉDITO BANCÁRIO E OS LIMITES LEGAIS DOS JUROS — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA	25
A EMPRESA: NOVO INSTITUTO JURÍDICO — JORGE LOBO	29
A RECEPÇÃO DO “DROP DOWN” NO DIREITO BRASILEIRO — HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA E ZANON DE PAULA BARROS	41
A FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA E O NOVO CÓDIGO CIVIL — FERNANDO NETTO BOITEUX	48
O CONTRATO DE “JOINT VENTURE” NA MATÉRIA ANTITRUSTE — JOSÉ CARLOS DA SILVA NOGUEIRA	58
A PRIVACIDADE E OS SIGILOS TELEFÔNICO, PROFISSIONAL E BANCÁRIO — LEANDRO BITTENCOURT ADIERS	62
O NOVO MERCADO E AS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: EXAME DE LEGALIDADE FRENTE AOS PODERES DAS BOLSAS DE VALORES — EDUARDO ALFRED TALEB BOULOS E FERNANDO SZTERLING	96
RESPONSABILIDADE DOS SIGNATÁRIOS DE ACORDO DE VOTO NO REGIME DA LEI N. 10.303/01 — FELIPE DE FREITAS RAMOS	114

ESPAÇO DISCENTE

A SPE — SOCIEDADE DE PROPÓSITO ESPECÍFICO — LEONARDO GUIMARÃES	129
---	-----

JURISPRUDÊNCIA COMENTADA**ACIONISTA CONTROLADOR – IMPEDIMENTO AO DIREITO DE VOTO**

— ERASMO VALLADÃO A. E NOVAES FRANÇA 139

DECADÊNCIA DO CRÉDITO TRIBUTÁRIO

— ZANON DE PAULA BARROS 173

PARECERES**IMPUTAÇÃO DE DECLARAÇÃO FALSA (§ 3º, ART. 23 DA LEI 4.131/62)
E DA VEDAÇÃO À COMPENSAÇÃO PRIVADA DE CRÉDITOS
(ART. 10 DO DECRETO-LEI 9.025/46)**

— SÉRGIO I. ESKENAZI PERNIDJI e MÔNICA CASTRO DE MELLO BITY 185

COLABORAM NESTE NÚMERO

EDUARDO ALFRED TALEB BOULOS
Advogado em São Paulo

ERASMO VALLADÃO A. E NOVAES FRANÇA
Professor-Doutor de Direito Comercial da
Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

FELIPE DE FREITAS RAMOS
Advogado no Rio de Janeiro

FERNANDO NETTO BOITEUX
Doutor em Direito Comercial pela Univer-
sidade de São Paulo. Professor-Doutor de
Direito Comercial da Fundação Armando
Álvares Penteadó – FAAP

FERNANDO SZTERLING
Advogado em São Paulo

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA
Mestre e Doutor em Direito pela Faculdade
de Direito da Universidade de São Paulo.
Professor de Direito Comercial nos Cursos
de Graduação e Pós-Graduação da USP e
da FAAP. Consultor Jurídico de Empresas

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA
Professor de Direito Comercial da PUC/RJ.
Advogado

JORGE LOBO
Livre-Docente em Direito Comercial pela
UERJ. Advogado

JOSÉ CARLOS DA SILVA NOGUEIRA
Mestre em Direito Econômico Internacio-
nal pela Universidade de San Francisco,
Califórnia. Advogado

MÔNICA CASTRO DE MELLO BITY
Advogada no Rio de Janeiro

SÉRGIO I. ESKENAZI PERNIDJI
Advogado no Rio de Janeiro

LEANDRO BITTENCOURT ADIERS
Advogado no Rio Grande do Sul

LEONARDO GUIMARÃES
Mestrando em Direito Comercial na Facul-
dade de Direito da UFMG. Advogado

NILSON LAUTENSCHLEGER JR.
Mestre em Direito Comercial pela Ludwig-
Maximilians-Universität München, Alema-
nha. Doutorando na mesma Universidade.
Advogado em São Paulo

ZANON DE PAULA BARROS
Advogado em São Paulo

Atualidades

O NOVO MERCADO E AS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: EXAME DE LEGALIDADE FRENTE AOS PODERES DAS BOLSAS DE VALORES

EDUARDO ALFRED TALEB BOULOS
e FERNANDO SZTERLING

1. Introdução: o Novo Mercado e as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. 2. História e natureza jurídica das Bolsas de Valores. 3. Regulação do mercado de capitais. 4. Poder regulamentar e poder disciplinar das Bolsas de Valores: a) Poder regulamentar e poder disciplinar; b) Princípio da legalidade; c) O poder regulamentar das Bolsas de Valores; d) O poder disciplinar das Bolsas de Valores. 5. Fundamento contratual dos poderes da BOVESPA. 6. Legalidade da imposição de sanções e da alteração aos regulamentos. 7. Resumo conclusivo.

1. Introdução: o Novo Mercado e as Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa

O mercado de capitais brasileiro vem passando por uma crise de grandes proporções, que pode ser constatada pelo confronto entre o desempenho recente da Bolsa de Valores de São Paulo — BOVESPA e o seu desempenho em anos anteriores. A título exemplificativo, pode-se mencionar que o número de companhias listadas na BOVESPA, que atingiu 550, em 1996, hoje oscila em torno de 440, tendo assim regredido ao nível dos anos 80; o volume negociado caiu de mais de US\$ 191 bilhões em 1997, para, aproximadamente, US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001; o indicador de giro de mercado, que sinaliza a liquidez na BOVESPA, ultrapassou 0,90 no final de 1997, ao passo que encerrou 2001

por volta de 0,30;¹ enfim, o Índice BOVESPA encerrou o ano de 2001 com uma queda de 11,02%.²

Vários fatores estruturais do nosso ordenamento jurídico contribuem para esses dados desalentadores. Primeiramente, deve-se ressaltar a fraca proteção legal dos acionistas minoritários, agravada pela reduzida eficácia das normas protetivas dos seus direitos, evidenciada pela recente sucessão de abusos que se seguiram à transferência do controle de várias companhias, não coartadas a tempo pelo Poder Judiciário e pela Comissão de Valores Mobiliários.

1. Estimativa do volume de negociação dividido pelo valor de mercado do último dia do mês das companhias listadas na BOVESPA.

2. Os dados mencionados ao longo do texto, referentes ao mercado de capitais, podem ser consultados na página da BOVESPA na Internet: <http://www.bovespa.com.br>.

rios — CVM.³ Acrescente-se, ainda, que a reforma sofrida em 1997 pela “Lei das Sociedades por Ações” (Lei 6.404, de 15.12.1976), fragilizou ainda mais os direitos dos acionistas minoritários, no intuito de maximizar os ganhos do Estado com a alienação do controle das sociedades de economia mista no programa de privatizações do governo federal.

O fraco desempenho da BOVESPA também se explica por fatores conjunturais, como a diminuição da atividade econômica em quase todo o globo; a crise argentina; a crise energética brasileira; a aceleração da transferência dos negócios sobre valores de companhias brasileiras para Bolsas estrangeiras (sobretudo a New York Stock Exchange, mediante o lançamento de American Depository Receipts); a cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras — CPMF nas operações do mercado de capitais;⁴ e, finalmente, a intensificação do processo de fechamento de capital das companhias, causada pela expectativa de que esse processo seria dificultado, como de fato foi, pela recente reforma da Lei das Sociedades por Ações, aprovada pela Lei 10.303, de 31.10.2001.

Os principais méritos da Lei 10.303/2001 foram restabelecer alguns dos direitos dos acionistas minoritários, que haviam sido tolhidos pela reforma de 1997, bem como lhes conferir alguns novos direitos.

3. Essa tem sido apontada como uma das principais causas da fraqueza do nosso mercado de capitais, na esteira dos demais países de tradição civilística francesa. Leia-se, nesse sentido, entre vários outros artigos: Rafael la Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, “Legal determinants of external finance”, in *NBER Working Paper Series*, n. 5.879, jan. 1997; Bernard Black, “Strengthening Brazil’s Securities Markets”, *RDM* 120/55, São Paulo, out.-dez. 2000; Eduardo Brenner, “Por que crescem as Bolsas no mundo”, *Revista Bovespa*, São Paulo, pp. 40-44, mai.-jun. 2001.

4. Sobre os efeitos deletérios desta última sobre o mercado de capitais brasileiro, leia-se Sérgio Dávila, “Malan promete de novo Bolsa sem CPMF”, *Folha de S.Paulo*, 7.9.2001, Caderno Dinheiro, p. B5.

É verdade, entretanto, que o conjunto de direitos conferidos aos minoritários pela Lei das Sociedades por Ações ainda está aquém do que seria adequado ao efetivo fortalecimento do nosso mercado de capitais.

Em meio a esses esforços para reanimar nosso mercado de capitais, a reação mais incisiva⁵ foi empreendida pela BOVESPA, ao expedir uma série de diplomas normativos que concedem novos direitos aos acionistas minoritários e adotam um nível de transparência na divulgação de informações que é qualitativa e quantitativamente mais apurado do que o da legislação atual. A normativa da BOVESPA, em conjunto com as modificações trazidas pela Lei 10.303/2001, promove um significativo avanço nos direitos dos minoritários e nas práticas de divulgação de informações aos investidores, que pode efetivamente elevar o valor de mercado das companhias abertas e reanimar o mercado de capitais brasileiros nos próximos anos.

Os diplomas expedidos pela BOVESPA são o Regulamento de Listagem do Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, aprovados pelo Conselho de Administração da BOVESPA, através das Resoluções de ns. 264/2000 e 265/2000.

A primeira resolução cria um segmento especial de negociação de valores mobiliários na BOVESPA, o “Novo Mercado”, submetendo as companhias que venham a ele aderir a regras bastante rigorosas. A título exemplificativo: é proibida a emissão de ações preferenciais; pelo menos 25%

5. Não pode ser esquecida a iniciativa pioneira da Associação Nacional dos Bancos de Investimento — ANBID, que congrega os principais bancos de investimento atuantes no mercado de capitais nacional, ao criar o seu código de auto-regulação. Esse código impõe exigências mais rigorosas que as previstas em lei e na regulação expedida pela CVM para as emissões de valores mobiliários intermediadas por seus associados. As emissões que seguem os critérios do código portam um selo de qualidade já reconhecido pelo mercado. As penalidades pelo não cumprimento das exigências do código são advertências privadas e públicas e expulsão da ANBID.

(vinte e cinco por cento) das ações não devem ser de propriedade do controlador; estendem-se a todos os acionistas os benefícios auferidos pelo acionista controlador ao alienar o controle, através da realização de oferta pública aos minoritários, o denominado *tag along*; as demonstrações financeiras devem obedecer às normas de contabilidade americanas (US GAAP) ou internacionais (IAS GAAP); o acionista controlador deve realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; os acionistas minoritários têm direito de eleger a maioria dos membros do conselho fiscal.

A última resolução, por sua vez, prevê dois níveis de adoção de práticas de governança corporativa. Essa resolução prevê procedimentos a serem adotados por aquelas companhias que, apesar de ainda não estarem dispostas a ingressar no Novo Mercado, desejam melhorar as relações com investidores e, conseqüentemente, valorizar suas ações. No denominado "Nível 1", as companhias comprometem-se com práticas voltadas à melhoria na prestação de informações e à manutenção da dispersão acionária. No "Nível 2", mais próximo do Novo Mercado, devem ser adicionalmente adotadas outras práticas, dentre as quais destacam-se a já explicada imposição de *tag along*, em caso de alienação do controle, e o dever do acionista controlador de realizar uma oferta de compra de todas as ações dos demais acionistas pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou de descontinuidade das práticas de governança corporativa.

Vale ainda ressaltar que os conflitos surgidos no âmbito das companhias listadas no Novo Mercado e das companhias que venham a aderir ao Nível 2 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa serão submetidos a uma câmara de arbitragem especializada, o que tende a conferir eficácia às normas propostas.

Os valores mobiliários emitidos por companhias no Novo Mercado ou aderentes aos níveis de governança corporativa certamente serão mais atraentes aos investidores, de modo a trazer benefícios aos seus emissores, consistentes em um maior valor de mercado da companhia, associado a um menor custo de captação de recursos, além de maior liquidez aos papéis. Aliás, são essas expectativas que têm sido o maior estímulo à adesão aos regulamentos. Prova disso é que, contrastando com a queda do Índice BOVESPA observada no último ano (-11,02%), o IGC — Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, que reflete a cotação das empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e no Novo Mercado, elevou-se em 1,09%.

O governo, reconhecendo a importância desse projeto da BOVESPA, já estendeu apoio através de regulação expedida pelo Conselho Monetário Nacional — CMN, que ampliou os limites de investimento das entidades fechadas de previdência privada nas companhias abertas que tenham aderido às novas regras expedidas pela BOVESPA,⁶ além de conceder financiamentos por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES, condicionados à adesão ao Novo Mercado.

A importância e os aspectos inovadores da iniciativa da BOVESPA tornam necessária uma detida análise jurídica. Nesse sentido, o presente artigo propõe-se a analisar a legalidade das normativas em apreço, tendo em vista os limites dos poderes da BOVESPA para expedir os regulamentos mencionados, alterá-los e, com base neles, impor sanções às companhias abertas, seus controladores, administradores e membros do conselho fiscal. O esclarecimento desses pontos exige que se compreenda a natureza jurídica da relação existente entre a BOVESPA, de um lado, e as pessoas

6. Resolução 2.829, de 30.3.2001, do CMN.

sujeitas à imposição de sanções, de outro lado.

Nesse sentido, serão efetuadas no presente artigo breves considerações preliminares sobre a natureza jurídica, história e função das Bolsas de Valores no Brasil, o que permitirá compreender a finalidade dos poderes atribuídos a essas instituições pela legislação vigente. Depois, serão traçadas as principais linhas da regulação do mercado de capitais, em meio à qual se insere a normativa em exame. O próximo passo é analisar a competência da BOVESPA para expedir tal normativa. Serão então examinados o poder regulamentar e o poder disciplinar das Bolsas de Valores, esclarecendo-se a sua plena compatibilidade com o princípio constitucional da legalidade, o seu conteúdo e os seus limites. Logo após, será demonstrada a natureza também contratual das relações estabelecidas entre a BOVESPA e os destinatários dos regulamentos em exame, bem como as suas repercussões sobre a imposição de sanções e alterações aos regulamentos. Enfim, serão expostas, em resumo, as conclusões atingidas no decorrer deste estudo.

2. *História e natureza jurídica das Bolsas de Valores*

A normativa que será examinada no decorrer deste artigo insere-se no quadro mais amplo do Direito do Mercado de Capitais, que não pode ser bem compreendido sem que se tenha em vista a conjunção de forças privadas e estatais na regulação da matéria, em que desempenham papel central as Bolsas de Valores.

Em sua evolução histórica, as Bolsas de Valores sempre foram associações profissionais de corretores e comerciantes, regidas pelo Direito Privado, tendo por objeto a realização de negócios com títulos e mercadorias em geral.⁷ O mesmo se

observou no Brasil, onde as Bolsas têm suas origens ligadas à atuação dos corretores do Rio de Janeiro no século XIX, então capital do Império.

Apesar de sua natureza privada, as Bolsas de Valores sempre desempenharam, em todo o mundo, uma função de interesse público, consistente em criar um mercado de financiamento para as empresas. Assim, foi crescendo, ao longo dos anos, a intervenção estatal nas Bolsas, destacadamente quanto à sua organização e aos negócios nelas realizados. É o que se observa no Brasil, onde as Bolsas hoje se situam a meio caminho entre a autonomia privada e o forte intervencionismo estatal.

Tais observações são fundamentais para a compreensão da legislação que hoje disciplina as Bolsas de Valores, cujo diploma central é o regulamento anexo à Resolução 2.690 do CMN, de 28.1.2000.⁸ Nos termos do art. 1º desse regulamento, as Bolsas de Valores podem ser estruturadas sob a forma de associações civis ou sociedades anônimas, devendo ter por objeto manter condições adequadas à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por elas próprias, de acordo com elevados padrões éticos de negociação.

Várias passagens do mencionado regulamento denunciam a origem contratual associativa das Bolsas de Valores. O exemplo mais contundente, nesse ponto, é a "auto-regulação" das Bolsas de Valores,

local, mas também a reunião dos comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio".

8. Esta resolução do CMN deverá ser substituída por uma instrução da CVM, de acordo com os poderes recentemente atribuídos a ela (que passa a ter maior independência e competência sobre todos os derivativos, inclusive os lastreados em mercadorias, antes sob a jurisdição do Banco Central) pela reforma legislativa de 31.10.2001, implementada pela Lei 10.303, pela Medida Provisória 8 e pelo Decreto 3.995, todos dessa mesma data. A CVM já declarou informalmente que não deverá realizar qualquer alteração substancial no texto da resolução.

7. Nesse sentido, o art. 32 do Código Comercial de 1850 denomina as Bolsas como "praças do comércio", conceituando-as como sendo "não só o

isto é, o exercício de poder regulamentar e de poder disciplinar pelas Bolsas sobre os seus próprios membros e sobre as operações nelas realizadas, que será melhor analisado nos próximos tópicos.⁹

Não obstante, é a função de interesse público desempenhada pelas Bolsas de Valores que compõe a espinha dorsal do seu regime jurídico, deixando em segundo plano a origem contratual associativa dessas entidades. Nesse sentido, a Lei 6.385, de 7.12.1976, dispõe que as Bolsas de Valores integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, na posição de órgãos auxiliares da CVM, atuando sob a supervisão dessa autarquia.¹⁰ É o interesse público no bom desempenho das funções exercidas pelas Bolsas de Valores que justifica os diversos preceitos legais que interferem na constituição, organização e funcionamento dessas entidades.¹¹ Tal tendência

9. A expressão auto-regulação é definida por Nelson Laks Eizirik nos seguintes termos: "Por auto-regulação entende-se basicamente a normatização e fiscalização, por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos. Assim, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação, nos negócios dos participantes do mercado, estes se autopolicianam 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" ("Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários", *RDM* 48/52, São Paulo, out.-dez. 1982).

10. É o que se infere do art. 15 da Lei 6.385/1976, *verbis*: "O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: (...) IV — as Bolsas de Valores". Por sua vez, o art. 17, § 1º da Lei 6.385/1976 enuncia que: "§ 1º. As Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbem, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas".

11. No relato de Ary Oswaldo Mattos Filho, se "olharmos esta evolução em suas grandes linhas, veremos os Corretores, que eram livres no exercício de suas profissões, passarem a necessitar, ato seguinte, da patente; o seu número passa a ser objeto de

intervencionista transparece em vários dispositivos do citado regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000. Por exemplo, esse regulamento exige prévia autorização da CVM para a constituição de Bolsas de Valores (art. 2º) e impõe aos administradores das Bolsas o dever de exercerem suas funções tendo em vista o bem público e a função social das Bolsas (art. 12, parágrafo único). Esse conjunto de considerações conduziu a doutrina dominante a reconhecer que as Bolsas de Valores são entidades privadas que exercem autêntico serviço público.¹²

Vê-se, assim, que a história e natureza das Bolsas, acima expostas em breves linhas, repercutiram na regulação do mercado de capitais, onde se insere a normativa expedida pela BOVESPA. Cabe, agora,

regulação; a legislação destina lugar específico para a intermediação de fundos públicos; e, finalmente, a Bolsa é tida como órgão auxiliar do governo" ("A natureza jurídica das Bolsas de Valores", in *Revista da Comissão de Valores Mobiliários* 7/22-23, v. 3; *apud* Arnoldo Wald e Nelson Eizirik, "O regime jurídico das Bolsas de Valores e sua autonomia frente ao Estado", *RDM* 61/13-14, São Paulo, jan.-mar. 1986).

12. A natureza de serviço público das funções exercidas pelas Bolsas de Valores foi analisada por Fábio Konder Comparato, nos seguintes termos: "Em meu entender, as Bolsas de Valores fazem parte dessa classe especial de pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei — e não apenas por concessão da autoridade administrativa — do exercício de um serviço público. O art. 17 da Lei 6.385 é, nesse particular, decisivo, ao caracterizar as Bolsas de Valores como 'órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários'. O auxílio só pode ser, obviamente, para o desempenho das tarefas de serviço público que a própria lei atribuiu à CVM, entre as quais avulta o exercício do poder de polícia no mercado de capitais. Esse poder de polícia, as Bolsas o exercem, não apenas no recinto do pregão e durante a sua realização, mas também fora dele, fiscalizando as atividades das sociedades corretoras associadas e exigindo esclarecimentos públicos às companhias abertas emissoras de títulos cotados, em aplicação do princípio legal do *full disclosure* (Lei 6.404/1976, art. 157, § 4º)" ("Natureza jurídica das Bolsas de Valores e delimitação do seu objeto", *RDM* 60/50, São Paulo, out.-dez. 1985). Celso Antônio Bandeira de Mello se pronuncia no mesmo sentido ("Natureza jurídica das Bolsas de Valores", *Revista de Direito Público* 81/217-222, São Paulo, jan.-mar. 1987).

verificar se essa normativa se adequa aos princípios que, no direito pátrio, orientam a regulação do mercado de capitais. É o que se passa a examinar.

3. Regulação do mercado de capitais

O tema regulação é muito discutido na doutrina jurídica estadunidense, onde é associado à pesada atuação normativa exercida por determinados órgãos administrativos, as *agências*, sobre a atividade econômica.¹³ Calixto Salomão Filho, em monografia jurídica pioneira sobre o assunto, desenvolve uma noção ampla de regulação, como sendo “toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício de poder de polícia”.¹⁴ Nesse sentido, a regulação estatal, na matéria em exame, é exercida pelo CMN e pela CVM.

Entretanto, no caso específico do mercado de capitais, não se pode esquecer a

13. Desse modo, a regulação destoa flagrantemente da tradição jurídica da *Common Law*, sendo a observância desse contraste uma das melhores formas de se entender o que seja regulação. No Direito Estadunidense, a disciplina normativa de uma determinada matéria resulta da incidência simultânea desses dois regimes jurídicos. Leia-se, nesse sentido, a opinião de Richard A. Posner: “The essential (and related) characteristics of the common law method of regulating are two: (1) the method relies minimally on public officials — judges and other court personnel — and mainly on private citizens — victims and their lawyers, (2) incentives to obey are created by the threat of having to compensate victims for the harm done them by a violation of the rules. Direct or administrative regulation, in contrast, relies much more heavily on public officials (the staff of the regulatory agency) and tries to prevent injuries from occurring in the first place rather than to compensate victims of injuries. Under the common law of nuisance, the polluter may be compelled in a lawsuit to pay compensation to the people injured by the pollution; under the federal clean air and clean water acts, public agencies create and administer standards designed to prevent the emission of pollutants in harmful quantities” (*Economic Analysis of Law*, 5ª ed., Estados Unidos, Aspen Law & Business, 1998).

14. Calixto Salomão Filho, *Regulação da Atividade Econômica: Princípios e Fundamentos Jurídicos*, São Paulo, Malheiros Editores, 2001, p. 15.

auto-regulação promovida pelas Bolsas de Valores, que é historicamente anterior à regulação estatal da matéria. Aliás, o atual modelo normativo de forte ingerência estatal no mercado de capitais, que hoje caracteriza a maior parte dos países do mundo, somente se firmou a partir da crise de 1929, que ocasionou a promulgação da legislação federal estadunidense, na forma do *Securities Act* de 1933 e do *Exchange Act* de 1934, notoriamente intervencionistas. É exatamente o que ocorreu no Brasil, onde o mercado de capitais passou a ser mais fortemente regulado pelo Estado somente em 1965, com a Lei 4.728, que criou o CMN, cujas funções foram parcialmente delegadas à CVM em 1976, esta última criada pela Lei 6.385 desse mesmo ano.

Uma vez indicadas as fontes da regulação do mercado de capitais, importa analisar o seu conteúdo. As normas reguladoras do mercado de capitais, como não poderia deixar de ser, subordinam-se a um mesmo conjunto de princípios, pouco importando qual seja o órgão expedidor. Os princípios que orientam a regulação do mercado de capitais são, essencialmente, os previstos no art. 4º da Lei 6.385/1976. Dentre eles, ocupa posição central o princípio da eficiência do mercado, expressamente consagrado nos incisos II e III desse artigo.

O princípio da eficiência pode ser entendido como um princípio jurídico de natureza programática cuja finalidade maior é aproximar o mercado de capitais da concorrência perfeita. Em atendimento a esse princípio, o CMN, a CVM e as Bolsas de Valores, como órgãos reguladores, devem prover o mercado de capitais com os meios físicos, os mecanismos e o arcabouço normativo que tornem a cotação dos valores mobiliários o mais próxima possível do efetivo valor das companhias emissoras, bem como que reduzam os custos das transações entre os investidores.¹⁵

15. Uma exposição mais completa sobre a busca da eficiência do mercado de capitais encontra-se

O meio encontrado para a implementação desses objetivos no mercado de capitais é a ampla divulgação de informações sobre as companhias e os valores por elas emitidos, conhecida como *full and fair disclosure*, que implica assegurar aos investidores, de forma uniforme, o mesmo nível de conhecimento. De tão importante a função desempenhada pela *disclosure*, ela foi erigida como princípio central dos mercados de capitais em todo o mundo. A reforma do mercado de capitais brasileiro, realizada em 1976, foi toda estruturada em torno desse princípio, interpretado como essencial à eficiência do mercado, e expressamente previsto no art. 4º, inc. VI da Lei 6.385/1976.¹⁶

Facilmente se percebe que a normativa expedida pela BOVESPA implementa os mencionados princípios, na medida em que busca conferir maior eficiência ao mercado de capitais, mediante o emprego de mecanismos que, em boa parte, impõem maior transparência às companhias e fortalecem os direitos dos investidores, protegendo-os de abusos e facilitando o seu acesso à informação.

É ainda preciso dizer que as regras previstas nos regulamentos em exame se inspiram na moderna doutrina de *corporate governance*. Por *corporate governance*, ou “governança corporativa”,¹⁷ entende-se o

no artigo de Nelson Eizirik, “Regulação e autorregulação”, cit., pp. 125 e 126.

16. A importância fulcral que esse princípio foi chamado a desempenhar na reforma do mercado de capitais brasileiro e as críticas a ele endereçadas foram analisadas por Luís Gastão Paes de Barros Leães, em sua obra *Mercado de Capitais e “Insider Trading”*, São Paulo, Ed. RT, 1982, especialmente, pp. 126 a 135. Acrescenta-se que a ênfase na ampla divulgação de informações está de acordo com o fundamento jurídico da regulação institucional, propugnada por Calixto Salomão Filho, consistente em proceduralizar a atividade econômica, difundindo o conhecimento econômico entre os vários agentes, de modo a garantir a correção e a lealdade na interação entre eles e a sua igualdade material, em termos concorrenciais (*Regulação*, cit., pp. 29 e 30).

17. A expressão “governança corporativa” já se incorporou à linguagem dos profissionais do mer-

cedo de capitais, em tradução à locução inglesa *corporate governance*, razão pela qual será por vezes empregada no decorrer deste estudo. Porém, vale ressaltar que, enquanto o termo “governança” é admitido pelos léxicos mais conceituados, sendo sinônimo de governo, já o termo “corporativo”, por sua vez, é empregado nessa expressão com significado destoante do bom vernáculo. Explica-se: o termo inglês *corporate* remete às *corporations*, forma societária cujo similar mais próximo em nosso direito são as sociedades anônimas; já o termo português “corporativo” designa algo próprio de corporação, entendida esta como associação de pessoas que têm regras, direitos, deveres, privilégios comuns, ou como indivíduos que, coletivamente, administram ou dirigem certos negócios de interesse público. Leia-se, nesse sentido, os verbetes *governança, corporativo e corporação* do *Dicionário Contemporâneo da Língua Portuguesa*, de Caldas Aulete (4º ed., Rio de Janeiro, Editora Delta, 1958), e do *Novo Dicionário da Língua Portuguesa*, de Aurélio Buarque de Holanda Ferreira (2º ed. rev. aum., São Paulo, Nova Fronteira, 1996).

18. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *Cadbury Report*, cláusula 2.5. Disponível: <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm>, consultado em 11.9.2001.

19. É vastíssima a literatura sobre “Corporate Governance”, destacando-se, especialmente, as consolidações de regras e princípios efetuadas em vários países: nos Estados Unidos, os *Principles of Corporate Governance — Analysis and Recommendations*, do American Law Institute, divulgados em 1994, que se tornaram a referência básica na matéria; na Inglaterra, além do *Cadbury Report*, citado na nota anterior, também o *Greenbury Report*, data- do de 1995; na França, o relatório *Le Conseil d’Admi-*

A pressão pela adoção de práticas mais rigorosas de governança corporativa nos vários mercados de capitais do mundo provém principalmente dos investidores institucionais, hoje reconhecidamente os motores desses mercados, que mais e mais condicionam seus investimentos à observância dessas práticas. Por outro lado, é evidente que as práticas de governança corporativa a serem adotadas variam de um país para o outro, em função das peculiaridades de cada mercado.

É exatamente isso que ocorre com a normativa em exame. Em grande parte, ela perfilha as propostas mais tradicionais da doutrina da *corporate governance*, ao aperfeiçoar a divulgação de informações das companhias e ao interferir nos mandatos do conselho de administração e na composição do conselho fiscal. Mas a normativa vai além das propostas usuais dessa doutrina e passa a atacar limitações próprias do nosso mercado, ao estimular a dispersão acionária e impor a resolução dos conflitos via arbitragem,²⁰ neste último caso visando garantir eficácia às normas propostas pela BO-

nistration des Sociétés Cotées, também chamado *Rapport Vienot*, elaborado pelo Conseil National de Patronat Français e pela Association Française des Entreprises Privées, de 1995. Na doutrina, merecem ser citados os seguintes textos: Monica Colombera, "Le regole di *corporate governance* nel Regno Unito: il *Cadbury Committee* e il *Greenbury Committee*", *Rivista delle Società*, Milão, ano 41, fasc. 1^a, p. 443, jan.-fev. 1996; Melvin Aron Eisenberg, "An overview of the Principles of Corporate Governance", *The Business Lawyer*, v. 48, n. 4, pp. 1.271 e ss.; Yves Guyon, "La *corporate governance* en droit français", *Rivista delle Società*, Milão, fasc. 1, jan.-fev. 1999; Klaus J. Hopt *et al.*, *Comparative Corporate Governance — The State of the Art and Emerging Research*, Oxford University Press; João Soares da Silva, "Responsabilidade civil dos administradores de sociedades: os deveres gerais e os princípios da *Corporate Governance* — *The State of the Art and Emerging Research*", *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, ano 57, pp. 605-628, abr. 1997; André Tunc, "Les *Principles of Corporate Governance*", *Revue de Droit des Affaires Internationales*, n. 8, pp. 957-968, 1995.

20. Vale lembrar que a resolução dos conflitos por via arbitral só é obrigatória para as companhias que aderirem ao Nível 2 de Governança Corporativa ou ao Novo Mercado.

VESPA e contornar as conhecidas dificuldades que o Poder Judiciário enfrenta ao julgar matérias relacionadas ao mercado de capitais. É verdade, no entanto, que uma importante falha da regulação em análise, claramente uma questão de governança corporativa, é a ausência de uma disciplina mais rigorosa do conflito de interesses, a qual seria necessária em função da interpretação restritiva geralmente aplicada à legislação vigente.²¹

Assim, repita-se, é evidente a conformidade da normativa em exame aos princípios jurídicos que regem o nosso Direito do Mercado de Capitais, notadamente por sua aptidão para elevar a eficiência desse mercado.

Conforme anteriormente proposto, analisaremos agora os fundamentos que permitem à BOVESPA expedir uma normativa de tamanha envergadura. Os poderes que a legislação vigente outorga às Bolsas de Valores são bastante significativos e constituem o primeiro fundamento para a BOVESPA expedir os regulamentos em exame e dar-lhes execução. Para tanto, será preciso analisar e determinar a sua capacidade normativa e disciplinar, conforme traçadas pela Lei 6.385/1976.

Um segundo fundamento encontra-se nos contratos celebrados entre a BOVESPA e as companhias abertas, seus acionistas controladores, administradores e conselheiros.

21. Com efeito, nossos tribunais somente aplicam o impedimento de voto nos casos em que o conflito de interesses se materializa de forma incontroversa. Essa interpretação, aliada à dificuldade de prova do conflito, torna a tutela contra ele tardia e normalmente pouco eficaz. Nossos tribunais têm perdido a oportunidade de adotar uma interpretação ampliada e formalista da regulação de conflito de interesses, conforme a melhor interpretação do art. 115 da Lei das Sociedades por Ações, segundo a qual bastaria a mera potencialidade do conflito de interesses para caracterizá-lo e, conseqüentemente, impedir o voto do acionista. Neste sentido, v. Calixto Salomão Filho, "Conflito de interesses: a oportunidade perdida", in Jorge Lobo (coord.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro, Forense, 2002, pp. 345-365.

ros fiscais, que se submetem aos termos desses regulamentos. Esse fundamento, ao contrário do anterior, constitui clara expressão de auto-regulação no mercado de capitais.²² Ambos fundamentos serão estudados nos próximos tópicos.

4. Poder regulamentar e poder disciplinar das Bolsas de Valores

a) Poder regulamentar e poder disciplinar

Conforme já se referiu acima, as Bolsas de Valores são órgãos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, auxiliares da CVM. Como auxiliares da CVM, a legislação outorga-lhes alguns dos poderes por esta exercidos, ainda que em âmbito mais limitado e sob a supervisão dessa autarquia. Nesse sentido, o art. 8º da Lei 6.385/1976, após descrever o poder regulamentar e o poder de polícia exercidos pela CVM sobre o mercado de capitais, expressamente ressalva, em seu § 1º, que o disposto naquele artigo não exclui a competência das Bolsas com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. De modo que, assim como a CVM, também as Bolsas de Valores exercem poder regulamentar e poder de polícia (ou "poder disciplinar"), nos termos da legislação, com vistas ao bom desempenho de suas importantes funções.

Importante, agora, analisar a natureza desses poderes, exercidos pelas Bolsas de Valores. Tradicionalmente, entende-se por poder regulamentar a competência para a

22. De fato, apesar de o proponente inicial dos regulamentos ser a BOVESPA, que age por decisão de seus associados (as sociedades corretoras), os destinatários das normas são as companhias, seus controladores e administradores e membros do conselho fiscal, os quais claramente, no momento da adesão (voluntária) aos regulamentos, passam a se auto-regular. Isso fica ainda mais evidente quando analisamos as formas de alteração dos regulamentos, feito mais abaixo. As companhias decidem conjuntamente com a BOVESPA sobre as alterações, em cristalina auto-regulação.

expedição de normas vinculantes, sem forma de lei, conferida a determinados órgãos não pertencentes ao Poder Legislativo.²³ Poder disciplinar, por sua vez, deve ser entendido como a competência para empregar os meios necessários a dar efetividade à legislação vigente e às normas expedidas pelas próprias Bolsas, no uso de seu poder regulamentar.²⁴ O poder disciplinar tem natureza jurídica bastante semelhante, senão idêntica, ao poder de polícia exercido pelos órgãos da Administração Pública.²⁵

Não obstante a diferença conceitual entre esses dois poderes (regulamentar e de polícia), reconhecida pela unanimidade da doutrina moderna, fato é que o bom exercício de um deles implica a competência para o exercício do outro, sendo fenômeno

23. Fala-se em poder "regulamentar", pois uma das primeiras hipóteses de exercício de poder normativo por órgãos não pertencentes ao Poder Legislativo foi, justamente, a competência do Presidente da República para expedir regulamentos visando a boa execução das leis, hoje prevista no art. 84, inc. IV da Constituição. Leia-se, a respeito, Caio Tácito, Parecer sobre o "Poder Regulamentar do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários", *Revista da CVM* 12/27-34, v. 4, Rio de Janeiro, abr.-jun. 1986, e, também, Víctor Nunes Leal, "Lei e regulamento", in *Problemas de Direito Público*, Rio de Janeiro, Forense, 1960, pp. 57 a 91.

24. Verifique-se, nesse sentido, o § 1º do art. 17 da Lei 6.385/1976, acima transcrito (nota 10). O art. 18, inc. I, alínea d do citado diploma dispõe no mesmo sentido, ao enunciar que compete à CVM propor ao CMN a aprovação de normas gerais sobre "exercício do poder disciplinar pelas Bolsas, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão". O regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000 dispõe em detalhes sobre esse poder disciplinar das Bolsas de Valores (arts. 62 a 67).

25. Segundo Celso Antônio Bandeira de Mello, o poder administrativo de polícia é "a atividade da Administração Pública, expressa em atos normativos ou concretos, de condicionar, com fundamento em sua supremacia geral e na forma da lei, a liberdade e a propriedade dos indivíduos, mediante ação ora fiscalizadora, ora preventiva, ora repressiva, impondo coercitivamente aos particulares um dever de abstenção (*non facere*) a fim de conformar-lhes os comportamentos aos interesses sociais consagrados no sistema normativo" (*Curso de Direito Administrativo*, 12ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 2000, p. 675).

bastante usual que a legislação atribua ambos ao mesmo órgão. A celeridade com que se alteram os fatos em determinadas matérias sugere que o órgão encarregado do poder de polícia tenha também o poder, maior ou menor, para alterar as normas vigentes e adaptá-las à nova realidade.

b) Princípio da legalidade

Antes de se aprofundar a análise do conteúdo desses poderes exercidos pelas Bolsas de Valores, é necessário superar uma questão preliminar: a suposta violação pelas Bolsas, ao exercerem os referidos poderes, do princípio da legalidade, hoje consagrado no art. 5º, inc. II da Constituição Federal.

A questão é antiga e já preocupou estudiosos do Direito e cortes no mundo todo, encontrando-se hoje praticamente superada, o que não impede alguns de a trazerem à tona de tempos em tempos, razão pela qual faremos somente breves comentários a respeito. A moderna doutrina constitucional e administrativista é quase que absolutamente unânime em interpretar o princípio da legalidade de modo relativo, ao afirmar que ele não exclui a competência de órgãos não pertencentes ao Poder Legislativo para editar atos normativos de força vinculante, ainda que sem a forma de lei, desde que respeitadas os princípios e restrições legais.²⁶ A razão é simples e cristalina: a velocidade e a especificidade técnica de determinadas matérias, sobretudo na esfera econômico-financeira, demandam a produção e a efetivação de novas normas com uma rapidez que o Poder Legislativo não pode proporcionar.

26. Vale lembrar que os que negam a possibilidade da criação de obrigações em sede infra-legal se esquecem da notória constatação de que é impossível à lei prever tudo, devendo ela indicar princípios e objetivos, cuja materialização fica a cargo de normas infra-legais. Leia-se, nesse sentido, Bolívar Moura Rocha, "O poder normativo de órgãos da administração: o caso da Comissão de Valores Mobiliários", *RDM* 64/47 e ss., São Paulo, out.-dez. 1986.

De fato, o uso exclusivo de lei para disciplinar determinada matéria só é necessário em caso de exigência expressa do texto constitucional. É o caso, por exemplo, da criação de crimes e suas penas (art. 5º, inc. XXXIX); da criação de tributos (art. 150, inc. I); e das condições de exploração direta da atividade econômica pelo Estado (art. 173, *caput*). Trata-se, nesses casos, do princípio da reserva legal, que não se confunde com o princípio da legalidade.²⁷

A normatização do mercado de capitais, de acordo com a Constituição, não está sujeita ao princípio da reserva legal e, portanto, não está sujeita à regulação pormenorizada na forma de lei, bastando que esteja de acordo com os princípios ditados pela legislação para que o princípio da legalidade seja devidamente atendido. Esse é o entendimento sufragado pela jurisprudência, ao se pronunciar sobre os poderes exercidos pelas Bolsas,²⁸ pela CVM e pelo CMN.

27. Essa distinção é feita pela doutrina dominante, como se depreende do ensinamento de José Afonso da Silva: "Mas o princípio da legalidade vincula-se a uma reserva genérica ao Poder Legislativo, que não exclui atuação secundária de outros poderes. (...) A doutrina não raro confunde ou não distingue suficientemente o *princípio da legalidade* e o da *reserva de lei*. O primeiro significa a submissão e o respeito à lei, ou a atuação dentro da esfera estabelecida pelo legislador. O segundo consiste em estatuir que a regulamentação de determinadas matérias há de fazer-se necessariamente por lei formal. Embora às vezes se diga que o princípio da legalidade se revela como um caso de *reserva relativa*, ainda assim é de reconhecer-se diferença entre ambos, pois que o legislador, no caso de reserva de lei, deve ditar uma disciplina mais específica do que é necessário para satisfazer o princípio da legalidade" (*Curso de Direito Constitucional Positivo*, 10ª ed., São Paulo, Malheiros Editores, 1995, pp. 401-402). Leia-se, no mesmo sentido, Celso Ribeiro Bastos, Ives Gandra Martins, *Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988*, v. 2, 1ª ed., São Paulo, Saraiva, 1989, p. 28.

28. O Supremo Tribunal Federal, ao julgar o recurso extraordinário de autos n. 77.219, em 9.8.1983, envolvendo as Bolsas de Valores, reconheceu que "algumas das suas atividades podem ser consideradas como exercidas em função delegada da Administração Pública". Ainda, o Tribunal de Justi-

Ainda com relação ao princípio da reserva legal, suscita-se por vezes outra discussão que também entendemos de há muito superada. Questiona-se a legalidade da previsão de sanções em sede extralegal. Na matéria em exame, a questão atinge a possibilidade de imposição de sanções pelas Bolsas no uso de seu poder disciplinar. A base da discussão é o mandamento constitucional, segundo o qual "não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal" (art. 5º, inc. XXXIX). A boa interpretação é a de que a pena a que alude esse dispositivo é, exclusivamente, aquela imposta como sanção pela prática de um crime, e não outras penas, como as administrativas. A proposição de sanções não criminais não está sujeita à necessidade de expressa cominação legal, não atingindo, destarte, as sanções impostas pelas Bolsas de Valores.²⁹

ça do Estado do Rio de Janeiro enunciou, ao julgar a apelação cível de autos n. 1996.001.07251, que "dada a natureza jurídica que as eleva à condição de órgãos auxiliares das autoridades governamentais, as Bolsas de Valores, no exercício de seu poder/dever de auto-regulação, ou poder disciplinar, e visando assegurar a eficiência e a licitude dos padrões de funcionamento do mercado acionário, o que se fundamenta no art. 89 da Resolução 922, de 15.5.1984, do Banco Central do Brasil, e no parágrafo único do art. 17 da Lei 6.385, de 7.12.1976, têm competência para expedir atos normalizadores das operações realizadas em seus pregões, aos quais se submetem, obrigatoriamente, as corretoras associadas, como também para fiscalizar a atuação destas, aí se inserindo, por igual, a de cancelar negócio efetivado ou suspender a liquidação do mesmo, todas as vezes que a operação bursátil que o representa tenha descumprido tais normas ou expresse prática que ponha em risco o equilíbrio do próprio mercado". Ainda, ao julgar a apelação cível de autos n. 1988.001.03773, a mesma corte enunciou o seguinte: "Poder de Polícia. Bolsa de Valores. Cancelamento de operação decorrente de erro operacional de Corretora. Admissibilidade. Ação improcedente. Recurso improvido".

29. Os doutrinadores que escreveram sobre esse dispositivo referem-se, exclusivamente, à matéria penal, como se depreende das observações de Celso Ribeiro Bastos: "Por este (dispositivo) entende-se que só a lei pode ser fonte geradora do ilícito penal. Excluem-se destarte quaisquer outros atos de idêntica hierarquia ou, *a fortiori*, de hierarquia inferior" (*Comentários à Constituição do Brasil: promulgada em*

Depreende-se do exposto que o exercício de poder regulamentar e do poder de polícia pelas Bolsas de Valores não representa qualquer violação ao princípio da legalidade, mas, ao contrário, conforma-se a ele. Passa-se, agora, a analisar o conteúdo e os limites desses poderes, à luz das normas disciplinadoras da matéria.

c) O poder regulamentar das Bolsas de Valores

O poder regulamentar das Bolsas é previsto em termos bastante minuciosos pelo regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000,³⁰ segundo o qual compete às Bolsas de Valores, dentre outras funções, criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores (art. 1º, inc. IV); impor padrões éticos de comportamento para os seus membros e as companhias emissoras (art. 1º, inc. VI); elaborar os seus estatutos sociais e regimentos internos (art. 4º); traçar a política geral

5 de outubro de 1988, São Paulo, Saraiva, 1988-1989, p. 211). E Pontes de Miranda, ao analisar dispositivo de teor idêntico que constava da Constituição de 1967, limitou seu alcance às penas de caráter criminal, observando que: "As multas moratórias, *fiscais* ou não, e as condenações nas custas e outras semelhantes não entram na classe das *leis penais* (...)" (*Comentários à Constituição de 1967*, t. V, São Paulo, Ed. RT, 1968, pp. 228-229). Outrossim, José Alexandre Tavares Guerreiro reconhece, expressamente, que o princípio da reserva legal não atinge o poder disciplinar exercido pela CVM, conclusão essa que também se deve aplicar ao poder disciplinar das Bolsas de Valores, nos seguintes termos: "A doutrina tradicional em matéria de direito disciplinar reconhece e proclama que, bem ao contrário dos delitos previstos em lei penal, as infrações da espécie executam o princípio da reserva legal. Nesse campo, portanto, como adverte Caio Tácito, não há a exigência da definição legal da falta, que se caracteriza, *in genere*, como violação dos deveres funcionais, a serem explicitados em atos regulamentares ou administrativos" ("Comentário", *RDA* 37/347) ("Sobre o poder disciplinar da CVM", *RDM* 43/70-71, São Paulo, jul.-set. 1981). Em relação à jurisprudência, v. nota 28, acima.

30. V. nota 8, acima.

a ser seguida em suas atividades (art. 18, inc. I); fixar, periodicamente, os valores das contribuições a serem cobradas dos emissores de títulos e valores mobiliários negociados em recinto ou sistema mantido pela bolsa (art. 18, inc. XVI); e regulamentar o acesso de pessoas a seus pregões (art. 30, parágrafo único).

No entanto, o dispositivo de maior importância na análise do poder regulamentar das Bolsas é o art. 21, § 4º da Lei 6.385/1976, que atribuiu a cada Bolsa de Valores o poder de estabelecer requisitos próprios para a admissão de valores à negociação no seu recinto, mediante prévia aprovação da CVM, autorização essa que foi concedida genericamente por essa autarquia.³¹ Trata-se de modalidade típica de poder regulamentar, que permite inclusive às Bolsas criar novos mercados de valores mobiliários, ou novos segmentos dentro dos mercados já existentes. Essa autorização da CVM constitui o fundamento legal para a edição pela BOVESPA dos regulamentos em exame, os quais, como dito, impõem requisitos adicionais para a negociação de valores mobiliários emitidos pelas companhias que a eles aderem.

d) O poder disciplinar das Bolsas de Valores

O poder disciplinar, como se explicou mais acima, implica a fiscalização do cumprimento das normas da legislação vigente e daquelas expedidas pelas Bolsas de Valores, bem como a punição por eventuais violações. Assim, esse poder se manifesta na forma de: (i) atos de fiscalização, através dos quais se supervisiona o cumprimento dos atos normativos, em prevenção contra eventuais descumprimentos; e (ii) atos de efetividade e aplicação das leis e atos normativos, com alcance específico.

31. A Instrução CVM 312, de 13.8.1999, enuncia em seu art. 2º que a "Bolsa de Valores pode estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seu recinto ou sistema".

As várias hipóteses de exercício desse poder disciplinar pelas Bolsas de Valores encontram-se dispersas pela legislação. Quando, por exemplo, as Bolsas exigem das companhias as informações e os documentos necessários à comprovação do preenchimento dos requisitos de admissão a negociação dos valores mobiliários por elas emitidos, praticam ato de fiscalização. Por sua vez, é ato de aplicação normativa a suspensão da negociação dos valores mobiliários de determinada companhia (art. 62, inc. III do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000) e a imposição de sanções, entre elas multa e suspensão, pelo descumprimento de leis e atos normativos de competência das Bolsas (art. 65 do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000).

Quanto aos sujeitos do poder disciplinar das Bolsas, pode-se depreender da Lei 6.385/1976 (arts. 17, § 1º e 18, inc. I, alínea *d*), que incumbe a elas fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas, bem como exercer poder disciplinar sobre aqueles. Regulamentando tais dispositivos, o art. 64 do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000 dispõe expressamente que são sujeitos ao poder disciplinar das Bolsas os integrantes do seu conselho de administração, as sociedades-membros, e os administradores e prepostos das sociedades-membros, da própria bolsa e do sistema de registro de operações. Nessas hipóteses, o poder disciplinar das Bolsas de Valores tem natureza originária, por recair sobre os seus próprios órgãos e associados.

Questão fulcral em nossa análise é saber se o mencionado art. 64, que regula a Lei 6.385/1976, esgota os sujeitos do poder disciplinar das Bolsas, de modo a restringi-lo a essa modalidade originária. A ser assim, as Bolsas de Valores só poderiam exercer poder disciplinar sobre as companhias abertas naquelas hipóteses expressamente previstas na lei, que se referem exclusivamente à negociação dos valores mobiliários emitidos por essas companhias, quais sejam, admitir tais valores à negocia-

ção (art. 21, § 4º da Lei 6.385/1976), cancelar essa admissão (poder esse que está implícito no de a conceder) e suspender a sua negociação, a título de medida cautelar (art. 62, inc. III do regulamento anexo à Resolução CMN 2.690/2000).³²

Posição contrária pode ser defendida tomando-se a competência das Bolsas para fiscalizar as operações nelas realizadas, prevista no art. 8º, § 1º da Lei 6.385/1976, como fundamento para o exercício de amplo poder disciplinar sobre as companhias abertas. Como estas não são nem associados, nem órgãos das Bolsas, tratar-se-ia de autêntico poder disciplinar delegado.³³

Ao se defender essa posição pode-se argumentar que, tendo a lei concedido às Bolsas poder regulamentar quanto aos requisitos de admissão de valores mobiliários a negociação, concedeu, também, ainda que implicitamente, o poder de polícia, sob pena de se inviabilizar o bom exercício do poder regulamentar, questão já comentada acima. Ora, como dar real efetividade ao poder de estabelecer requisitos para a admissão de valores mobiliários à negociação, sem ter poder disciplinar sobre os sujeitos que emitem os valores a serem negociados? Assim, seria óbvio, então, que as Bolsas possuiriam autêntico poder disciplinar delegado sobre as companhias.³⁴ Ain-

da por essa linha, o poder disciplinar das Bolsas não se restringiria às companhias emissoras, mas atingiria também os seus administradores, por serem eles órgãos da própria companhia, não havendo (ou, melhor, não devendo haver) divergência de interesses entre eles e as companhias por eles administradas. Destarte, incumbiria a eles suportar os mesmos deveres e obrigações impostos à sociedade. O mesmo se aplicaria aos conselheiros fiscais das companhias, por terem eles os mesmos deveres e responsabilidades dos administradores (art. 165 da Lei 6.404/1976). Quanto aos acionistas, já seria mais difícil sustentar que essa interpretação extensiva do poder disciplinar das Bolsas os alcançasse, pois estes não constituem órgãos das companhias e tampouco possuem identidade de interesses com as mesmas.

Ainda que se pudesse afirmar que o poder disciplinar das Bolsas alcançasse os acionistas, a segunda posição, ampliativa dos sujeitos a esse poder, não seria razoável. Vejamos. Se o próprio exercício do poder regulamentar das Bolsas está sujeito a prévio controle da CVM, nos termos do art. 21, § 4º da Lei 6.385/1976, como acima mencionado (item "c" deste capítulo), seria contraditório imaginar que o poder disciplinar das Bolsas não estivesse também limitado.³⁵ Como visto, estes dois poderes são profundamente correlacionados. A evolução do Direito em todo o mundo sempre foi no sentido de se concentrar o exercício do *ius puniendi* (que inclui o poder de polícia) no Estado, retirando-o dos jurisdicionados e submetendo-o a claros limites. Não seria razoável imaginar que o Estado, em um movimento claramente con-

32. Esse é o entendimento de Nelson Laks Eizirik, em *Regulação e Auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários*, cit., pp. 53 e 54.

33. Essa é a opinião de José Alexandre Tavares Guerreiro sobre o tema: "Da dúvida sobre a possível extensão do poder disciplinar das Bolsas de Valores a outros participantes do mercado, como seria o caso, *v.g.*, das companhias abertas, de seus administradores, de seus acionistas controladores ou não-controladores, e de investidores em geral. A dúvida se afastaria, porém, levando-se em conta a autorização legal que habilita as Bolsas a fiscalizar as operações nelas realizadas" ("Sobre o poder disciplinar da CVM", cit., p. 73).

34. Importante ressaltar que, no âmbito da normativa em exame, esse problema somente se colocaria no caso de as normas inicialmente impostas viessem a ser alteradas contra a vontade dos seus destinatários. Isso porque a adesão inicial aos regulamentos em exame requer a celebração de contratos

com a BOVESPA e, portanto, consentimento em ser sancionado pelo descumprimento desses regulamentos, como se verá mais adiante.

35. É verdade que a CVM conferiu às Bolsas essa autorização de exercício de poder regulamentar de forma genérica através da já citada Instrução 312/99. No entanto, essa autorização pode e deve ser revogada a qualquer tempo, ao menor sinal de comportamento contrário ao interesse público.

trário ao dominante, tivesse o intuito de delegar às Bolsas, associações privadas de corretores, um *ius puniendi* amplo.³⁶ Ademais, não seria com base em uma interpretação extensiva dos dispositivos legais relativos ao poder de polícia das Bolsas que se poderia admitir o exercício desse poder em relação a sujeitos não claramente submetidos a ele pela lei. Os preceitos restritivos de direitos (ou que impliquem possibilidade de restrição, como é o caso) devem ser interpretados restritivamente.³⁷ Justamente por isso, foi vetada a proposta de alteração da Lei 6.385/1976 que atribuiria esse poder de polícia amplo às Bolsas de Valores.³⁸

Prevalece, então, a primeira posição: as Bolsas somente podem atingir as companhias, seus administradores e acionistas através da limitação à negociação em seus

36. Cf. Celso Antônio Bandeira de Mello, "(d)everas, a restrição à atribuição de atos de polícia a particulares funda-se no corretíssimo entendimento de que não se lhes pode, ao menos em princípio, cometer o encargo de praticar atos que envolvem o exercício de misteres tipicamente públicos quando em causa liberdade e propriedade, porque ofenderiam o equilíbrio entre os particulares em geral, ensejando que uns oficialmente exercessem supremacia sobre outros" (Celso Antônio Bandeira de Mello, "Serviço público e poder de polícia: concessão e delegação", *Revista Trimestral de Direito Público* 20/27, São Paulo, 1997).

37. Carlos Maximiliano, *Hermenêutica e Aplicação do Direito*, 16ª ed., Rio de Janeiro. Forense, 1997, p. 248.

38. O Projeto de Lei 23, de 2001, que se tornou a Lei 10.303/2001, continha dispositivo que expressamente sujeitava ao poder disciplinar exercido pelas Bolsas as companhias abertas, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal. As principais razões do veto presidencial a esse dispositivo dizem que "o regime legal pátrio não aparenta se compatibilizar com a delegação de poder de polícia que se configuraria com a aceitação do dispositivo de que se cuida" e que "a Bolsa de Valores é pessoa jurídica de direito privado que, não obstante o interesse público que a envolve, e a sua característica legal de auxiliar desta Comissão, não desempenha atividades típicas de Estado, entre as quais se encontra o exercício de poder de polícia em sentido estrito, previsto no dispositivo acima enfocado, independentemente do tradicional poder disciplinar afeto às Bolsas relativamente aos seus membros".

recintos dos papéis emitidos pelas companhias. As limitações dessa posição, que se resumem na possível falta de eficácia dos regulamentos expedidos pelas Bolsas, com fundamento na impossibilidade de punição a infrações dos mesmos, são facilmente superadas pela disciplina contratual das relações entre as Bolsas e os destinatários das suas normas. É o que se analisará no próximo tópico.

5. *Fundamento contratual dos poderes da BOVESPA*

A submissão das companhias ao Regulamento de Listagem do Novo Mercado e ao Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa reveste-se de caráter estritamente voluntário. Assim, o ingresso de uma determinada companhia no Novo Mercado se dá pela celebração do "Contrato de Participação no Novo Mercado" com a BOVESPA; do mesmo modo, a classificação de uma companhia como sendo de "Nível 1" ou de "Nível 2 de Governança Corporativa" se verifica pela celebração do respectivo "Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa".³⁹

Juridicamente, tais atos têm natureza de contrato, pois são negócios que decorrem do acordo entre as declarações de vontade de dois sujeitos de direito, visando à criação, modificação ou extinção de relações jurídicas de natureza patrimonial entre eles. No caso, as partes do contrato são a companhia aberta, de um lado, e a BOVESPA, de outro. O conteúdo do contrato consiste nas cláusulas dos regulamentos.

Não basta, entretanto, a celebração dos contratos em apreço pelas companhias emissoras, para que estas passem a negociar seus valores mobiliários nos termos do No-

39. Leia-se, nesse sentido, a cláusula 3.1, alínea "iii" do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, a cláusula 3.1, alínea "i" e a cláusula 4.1, alínea "i" do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa.

vo Mercado ou das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Os regulamentos em exame também exigem que os acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal das companhias emissoras firmem termos de anuência aos seus preceitos. A razão é que os regulamentos lhes impõem uma série de deveres adicionais àqueles da legislação societária vigente. A celebração desses termos de anuência, evidentemente, também configura contrato, embora seus respectivos instrumentos sejam firmados apenas pelas referidas pessoas. Também aqui, há acordo de vontades entre dois sujeitos de direito: a BOVESPA, de um lado, que elabora as cláusulas dos termos de anuência e as submete à adesão dos acionistas controladores, administradores e conselheiros fiscais das companhias emissoras; e, de outro lado, estes mesmos acionistas controladores, administradores e conselheiros fiscais, que aderem às cláusulas dos mencionados regulamentos.

Esse caráter voluntário da adesão aos regulamentos, acrescido da nítida relação de coordenação entre os vários contratos firmados nesse sentido pelas companhias e seus acionistas controladores, administradores e conselheiros fiscais com a BOVESPA, conduz a hipótese em exame à categoria dos contratos plurilaterais normativos. De fato, encontram-se presentes todos os traços caracterizadores dos contratos plurilaterais: a vinculação das partes aos termos da normativa resulta de sua adesão voluntária; há pluralidade de partes (a BOVESPA, as várias companhias, seus acionistas controladores, administradores e conselheiros fiscais); é sempre possível a saída das partes ou a adesão de novos contratantes, sem que isso implique qualquer alteração ao contrato em si; e a adesão de cada uma das partes é distinta do contrato em seu conjunto, de modo que os vícios daquela não prejudicam a subsistência deste último. O caráter normativo do contrato, por sua vez, provém de seu objeto, que consiste na disciplina da conduta ulterior das par-

tes, como por exemplo: compromisso com a dispersão acionária; adoção de determinados critérios para a elaboração das futuras demonstrações financeiras; observância de regras especiais para a composição dos órgãos internos das companhias; e obrigação do acionista controlador de realizar oferta de compra de todas as ações em circulação em determinadas hipóteses.⁴⁰

Mas a característica mais marcante da regulamentação em exame é, indubitavelmente, a sua função econômica organizacional, consistente em disciplinar um segmento especial de negociação de valores mobiliários — função essa que é, justamente, a característica central dos contratos plurilaterais.⁴¹ Nesse sentido, todos os contratos firmados compartilham de uma “comunhão de escopo”, consistente no estabelecimento dessa organização, que visa disciplinar um feixe de relações jurídicas estabelecidas entre suas partes (relações internas) e entre elas e os investidores do mercado (relações externas). Por essas razões, a normativa em exame, a par de constituir um contrato plurilateral normativo, subsume-se nitidamente na categoria do “contrato-organização”.⁴²

Partindo-se do fundamento contratual, passa-se agora a analisar a legalidade, primeiramente, da aplicação de sanções pelo descumprimento dos deveres e obrigações impostos por esses regulamentos e, depois, do procedimento de alteração aos mesmos.

6. Legalidade da imposição de sanções e da alteração aos regulamentos

O Regulamento de Listagem no Novo Mercado e o Regulamento de Práticas Di-

40. Leia-se, nesse sentido, o clássico estudo de Tullio Ascarelli, “O contrato plurilateral”, in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 1969, pp. 255-312, especialmente, pp. 302-307.

41. Ascarelli, ob. cit., pp. 292-293.

42. Quanto à teoria do contrato-organização, veja-se: Calixto Salomão Filho, “Interesse social: concepção clássica e moderna”, in *O Novo Direito Societário*, São Paulo, Malheiros Editores, 1998, pp. 33 a 35.

ferenciadas de Governança Corporativa prevêem uma série de sanções pelo descumprimento dos deveres que prescrevem para as companhias emissoras, seus acionistas controladores, administradores e conselheiros fiscais. Essas sanções dividem-se em pecuniárias (ou seja, multa) e não pecuniárias. As primeiras são objeto, também, dos Regulamentos de Aplicação de Sanções Pecuniárias, aos quais se adere por força dos regulamentos em estudo.

As sanções não pecuniárias, por sua vez, consistem, entre outras, na divulgação em separado da cotação dos valores mobiliários da companhia, na suspensão de sua negociação e na rescisão (ou, para sermos mais rigorosos, resolução) do contrato celebrado entre a BOVESPA e a companhia.⁴³

O fundamento contratual dissipa quaisquer dúvidas a respeito da possibilidade da imposição de sanções aos destinatários das normas dos regulamentos. A lei confere aos jurisdicionados a mais ampla autonomia para estipularem sanções pelo descumprimento dos deveres entre eles avençados, conforme expressamente previsto no Código Civil, através das chamadas “cláusula penal” (arts. 916 a 927) e “cláusula resolutiva” (arts. 119, parágrafo único e 1.092, parágrafo único).

Merece exame, agora, a forma de alteração dos regulamentos. Esse procedimento é essencialmente o mesmo no Regulamento de Listagem do Novo Mercado e no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. A cláusula 14.2 do primeiro dispõe o seguinte:

“14.2 Modificações. Qualquer modificação relevante a este Regulamento somente poderá ser levada a efeito pela BOVESPA desde que, em Audiência Restrita⁴⁴ realiza-

da entre as Companhias que tenham aderido ao Novo Mercado, em prazo fixado pelo superintendente geral, o qual não será inferior a 15 (quinze) dias, não haja manifestação contrária, expressa, superior a 1/3 (um terço) dos participantes da referida Audiência Restrita.”

Assim, as alterações relevantes a ambos os regulamentos subordinam-se ao princípio da maioria, devendo ser aprovadas, expressa ou tacitamente, por um quórum extremamente qualificado, bastando um terço das companhias, mais uma, para votar qualquer proposta de alteração.

Sabendo-se que a adesão aos regulamentos tem natureza contratual, poder-se-ia alegar que a alteração das suas cláusulas exigiria o consenso de todos os contratantes. A ser assim, não bastaria a sua aprovação por maioria qualificada. Aqueles que discordassem da alteração efetuada poderiam impugná-la, sustentando que as cláusulas 14.2 dos regulamentos seriam nulas por envolverem condição potestativa (art. 115 do Código Civil).⁴⁵ Isso, entretanto, não é verdade.

O mecanismo de alteração proposto se coaduna com a natureza jurídica da regulamentação em exame, de contrato plurilateral normativo e, mais especificamente, de contrato-organização. De fato, a aplicabilidade do princípio da maioria aos contratos plurilaterais é, justamente, um dos mais no-

“significa o procedimento de consulta que se realizará previamente a qualquer modificação relevante do Regulamento de Listagem, com a finalidade de: (i) colher sugestões apresentadas pelas Companhias, seus Administradores e Acionista Controlador que tenham aderido ao referido Regulamento, relativas à matéria que a BOVESPA pretenda modificar; e (ii) deliberar acerca de tal modificação”.

45. No nosso Direito Privado, os contratos se regem pelo princípio da autonomia da vontade, só podendo ser alterados mediante consentimento expresso das partes contratantes, proferindo-se nova declaração de vontade que altere a anterior. A violação a esse princípio significa que uma das partes está se submetendo ao arbítrio da outra, o que caracteriza condição potestativa, nos termos do art. 115 do Código Civil, e acarreta a nulidade do negócio.

43. A rescisão do contrato também implica outras sanções, notadamente o dever do acionista controlador de realizar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas pelo seu valor econômico, no caso das companhias listadas no Novo Mercado e das companhias de Nível 2.

44. Nos termos da cláusula 2.1 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, Audiência Restrita

táveis atributos dessa modalidade de contrato, distinguindo-os dos tradicionais contratos de permuta, como a compra e venda, e que somente podem ser alterados mediante o consentimento unânime das partes. A aplicabilidade desse princípio assenta-se na comunhão de escopo que caracteriza os contratos plurilaterais, dando ensejo a "interesses comuns", pertinentes à própria organização como um todo, e distintos dos interesses individuais das partes. As deliberações por maioria são, então, legítimas, na medida em que atendam a esses interesses comuns.⁴⁶

No caso da regulamentação em estudo, tais interesses comuns são impostos pela legislação, consistindo, essencialmente, na implementação dos princípios jurídicos que regem o nosso mercado de capitais, dentre os quais se destaca o princípio da eficiência, implementado, principalmente, pela ampla divulgação de informações sobre as companhias e os valores por elas emitidos. A modificação dos mencionados regulamentos pela vontade da maioria se reveste, assim, de absoluta legalidade, na medida em que observe os citados princípios.⁴⁷

46. Ascarelli, ob. cit., pp. 291-292.

47. Vale ressaltar que a evolução do direito brasileiro sempre foi no sentido de consagrar o princípio da maioria em termos cada vez amplos no âmbito do Direito das Sociedades, que são, aliás, a modalidade mais conhecida de contrato plurilateral. No início, o art. 331 do Código Comercial simplesmente dispunha que seriam decididos pelo voto da maioria os negócios sociais; a redação desse dispositivo conduziu a doutrina a afirmar que ele não alcançaria as alterações do contrato social, as quais deveriam ser aprovadas pela unanimidade dos sócios (nesse sentido, leiam-se José Xavier Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. III, 4ª ed., Freitas Bastos, 1945, p. 140, e Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, t. XLIX, 2ª ed., Rio de Janeiro, Borsó, 1965, p. 122). Em 1882, a nossa primeira lei sobre as sociedades anônimas passou a prever a possibilidade de alteração do estatuto social pela maioria dos sócios reunidos em assembleia (Lei 3.150, de 4.11.1882, art. 15, § 4º c/c o art. 6º, item 1º). Depois, o art. 15 do Decreto 3.708, de 10.1.1919, estendeu o princípio da maioria à alteração do contrato social das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, alcançando a maioria

Ainda que assim não fosse, a alteração pelo mecanismo proposto tratar-se-ia, quando muito, de condição potestativa relativa, que é perfeitamente admitida em direito, pois não há submissão completa de uma das partes à vontade da outra. Com efeito, a alteração não é imposta pela BOVESPA unilateralmente, mas, sim, aprovada pela maioria qualificada das companhias, no interesse do mercado como um todo.

Nesse sentido, a doutrina dominante entende que a condição potestativa se torna perfeitamente lícita quando é subordinada a parâmetros objetivos, que reduzem a sujeição de uma parte ao arbítrio da outra, ao determinarem que tal sujeição ocorra de acordo com certas regras e dentro de determinados limites previamente acordados pelas partes, exatamente como ocorre no caso em exame. Essa circunstância elimina ou, pelo menos, relativiza o caráter potestativo da alteração das cláusulas, tornando-as plenamente admissíveis.⁴⁸ Note-se, de resto, que,

absoluta das sociedades existentes no país, que são organizadas de acordo com esse tipo societário. Então, o art. 38, inc. V da antiga Lei do Registro do Comércio (Lei 4.726, de 13.7.1965), permitiu ao contrato social prever a possibilidade de suas alterações pela maioria dos sócios, em quaisquer tipos de sociedades. Por último, o art. 35, inc. VI da atual Lei do Registro de Empresas (Lei 8.934, de 18.11.1994) estendeu o princípio da maioria à alteração do contrato social de todos os tipos de sociedades. Essa linha evolutiva do direito brasileiro demonstra a importância crucial do princípio da maioria para o bom funcionamento das organizações em geral, no sentido do entendimento propugnado no texto.

48. Esse é exatamente o entendimento de Clóvis Beviláqua, redator do anteprojeto de Código Civil, segundo o qual "não é também uma condição a que depender, exclusivamente, do arbítrio de uma das partes. Se, porém, o facto, apenas em parte, depende do arbítrio do agente, a condição é admissível" (*Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado*, ed. histórica, Rio de Janeiro, Rio, 1977, p. 369, grafia do original). Leia-se, também, a opinião de Vicente Ráo a respeito, ao comparar a condição potestativa absoluta com a potestativa relativa: "Se alguém declarar que se obriga sob a condição de cumprir a sua obrigação 'se quiser' (ou usando expressão equivalente), ou sob a condição de se verificar certo ato que só de seu mero arbítrio dependa, nulo será o ato jurídico por faltar, a quem

em cada contrato específico, a parte (seja ela a companhia, o acionista controlador ou outros) jamais ficará sujeita ao arbítrio exclusivo da contraparte (BOVESPA).

Por fim, pode-se dizer que bem faria a BOVESPA se observasse o procedimento previsto na cláusula 14.2 em quaisquer alterações que venham a ser efetuadas nos regulamentos, independentemente de qualquer juízo de relevância sobre elas, evitando, assim, futuros questionamentos sobre a validade de alterações efetuadas.

7. *Resumo conclusivo*

O advento do Novo Mercado e das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa é o principal evento da história recente do mercado de capitais brasileiro, não só pelo seu potencial de reanimar esse mercado, como também pela sua envergadura e pioneirismo.

Essa iniciativa da BOVESPA condiz com a natureza de associação privada das Bolsas de Valores, voltada, no entanto, a função de interesse público, e reforça significativamente a importância da auto-regulação no mercado de capitais brasileiro.

A normativa expedida pela BOVESPA encontra-se em consonância com os prin-

cípios jurídicos vigentes em nosso mercado de capitais, dentre os quais se destaca o princípio da eficiência (concorrência perfeita), implementado principalmente pelo princípio da *full and fair disclosure*, e aborda as principais limitações do nosso mercado de capitais, absorvendo, ainda, importantes proposições da doutrina de governança corporativa. É inegável que a normativa tende a elevar a eficiência do mercado.

Não obstante a BOVESPA possuir poder regulamentar para expedir a normativa em exame, nosso sistema jurídico não concede poder disciplinar suficiente às Bolsas para impor as sanções nela previstas às companhias listadas, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal. A imposição de sanções tem, assim, que se apoiar no fundamento contratual, encontrado nos contratos celebrados entre a BOVESPA e os sujeitos dessa normativa, que caracteriza um contrato plurilateral normativo, ou mais especificamente, de organização.

O fundamento contratual confere, ainda, legalidade ao procedimento de alteração dos regulamentos, cujos limites encontram-se nos princípios e leis que regem nosso mercado de capitais.

contraí, a vontade *atual* de se obrigar e, conseqüentemente, por ausência de vínculo de direito.

“Outrotanto, porém, não sucede quando a verificação ou não-verificação do evento é deixada à vontade de uma das partes em circunstâncias tais que permitam pressupor venha sua deliberação futura a ser determinada por motivos sérios dentro da ordem normal das coisas e não por mero arbítrio.

“Válidas também se consideram as condições nas quais a verificação do evento depende em parte do contraente e em parte do acaso ou da vontade de terceiro” (*Ato Jurídico: Noção, Pressupostos, Elementos Essenciais e Acidentais. O Problema do Conflito entre os Elementos Volitivos e a Declaração*, 4ª ed., São Paulo, Ed. RT, 1997, p. 278).