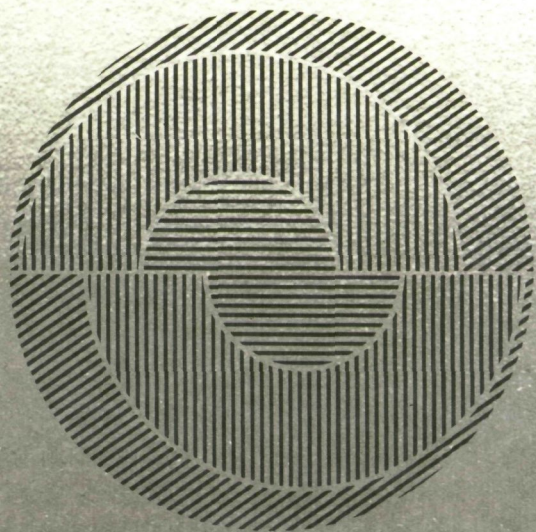


REVISTA DE INFORMAÇÃO LEGISLATIVA



SENADO FEDERAL • SUBSECRETARIA DE EDIÇÕES TÉCNICAS
OUTUBRO A DEZEMBRO 1990
ANO 27 • NÚMERO 108

Auto-regulação e mercado de opções

ARNOLDO WALD

Advogado no Rio de Janeiro e Professor
Catedrático de Direito Civil da UERJ

1. Embora caiba à CVM exercer amplamente as suas competências no mercado de capitais, a sua atuação em relação às operações de Bolsas, e, especialmente, no tocante às opções, sofrem restrições decorrentes do próprio texto da lei e de sua regulamentação.

2. Efetivamente, o art. 17 da Lei n.º 6.385 assegura às Bolsas autonomia administrativa, financeira e patrimonial, estabelecendo que, sobre as mesmas, a CVM exercerá, tão-somente, a sua supervisão. Consta ainda, no mesmo artigo, parágrafo único, que *incumbe às Bolsas de Valores, como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizar os respectivos membros e as operações nelas realizadas*, sendo responsáveis por essa fiscalização de acordo com a doutrina e a jurisprudência.

3. Sendo a CVM competente para fiscalizar o mercado, o art. 8.º, no seu § 1.º, da Lei n.º 6.385, esclarece que essa atuação não exclui a competência das Bolsas de Valores em relação aos seus membros e aos valores nelas negociados (art. 8.º, § 1.º), havendo pois uma delimitação da competência da CVM e das Bolsas.

4. A auto-regulação, assegurada pela lei, tem assim, como limites, além da competência recursal da CVM, em relação às decisões das Bolsas de Valores, uma competência residual complementar exercida nos casos da ocorrência de situações anormais, às quais se refere expressamente o art. 9.º, § 1.º da Lei n.º 6.385, que concede poderes à CVM para intervir no mercado. Essa intervenção pressupõe uma situação anormal, como tal definida pelo Conselho Monetário Nacional, e que pode justificar a suspensão da negociação de determinado título ou a decretação do recesso em certa Bolsa de Valores, a suspensão ou cancelamento de registros previstos pela lei, a divulgação de informações ou recomendação e a proibição de prática de atos específicos pelos participantes do mercado.

5. Verifica-se, que, na própria lei, as posições da CVM e das Bolsas de Valores são definidas de tal modo que a primeira possa exercer sobre as demais uma *supervisão, que não se confunde com a subordinação hierárquica*, mas envolve poderes específicos de regulamentação, de revisão de certos atos e excepcionalmente, de intervenção sob forma legalmente determinada, nos casos específicos de ocorrência de situações anormais.

6. Os casos anormais foram definidos pela Resolução n.º 702 do Conselho Monetário Nacional e as normas legais contidas na Lei n.º 6.385 foram regulamentadas, no tocante à divisão de competência entre a CVM e as Bolsas, em vários artigos da Resolução n.º 922, do Conselho Monetário Nacional (arts. 2.º, 5.º, 6.º), e em diversas Instruções da própria CVM, que também são *vinculatórias para o seu Colegiado e para o seu Presidente e que examinaremos em seguida*.

7. Embora haja divergência na doutrina, os autores costumam considerar as Bolsas de Valores como verdadeiros serviços públicos exercidos por entidades privadas aos quais foi delegado o poder de polícia sobre os seus membros e as operações realizadas em seus recintos.

8. Assim escreve o Professor FÁBIO KONDER COMPARATO que:

“O art. 17 da Lei n.º 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 atribui 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 título cotados, em aplicação do princípio legal de *full disclosure* (i.e.: n.º 6.404, de 1976, art. 157, § 4.º)”. (FÁBIO KONDER COMPARATO. Parecer sobre a Competência da BOVESPA, in *Revista de Direito Mercantil*, n.º 60, pág. 50.)

9. A jurisprudência, inclusive do Supremo Tribunal Federal, também reconhece que o *dever de fiscalização de operações realizadas no pregão e a conseqüente responsabilidade, tanto no plano disciplinar quanto na área civil, incumbem às Bolsas de Valores, conforme se verifica pelo acórdão do RE n.º 86.771, julgado pelo Excelso Pretório em 16-11-1978*. No referido feito, o eminente relator, Ministro ANTONIO NEDER, salientou no seu voto, que foi acompanhado, por unanimidade pelo plenário do mais alto tribunal do país, que:

“..... a Lei n.º 4.728/65 define as Bolsas de Valores como sendo organizações privadas que exercem função

pública, embora não falta quem as defina como sendo entidades públicas, pormenor que não interessa a este julgamento, porque, entidade pública ou privada a *Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, ela é uma pessoa jurídica instituída para, dentre outras atribuições, fiscalizar qualquer corretora que foi admitida como seu membro e quaisquer sociedades que negociem seus títulos no campo bolsista."

10. Por sua vez, o saudoso Ministro CUNHA PEIXOTO, eminente professor de Direito Comercial, salientou que:

"A responsabilidade das Bolsas de Valores através do Fundo de Garantia, é, pois, objetiva, independe de culpa ou dolo. Na verdade, se a principal função das Bolsas de Valores não fosse a de preservar os padrões éticos de comportamento dos corretores, não teria sentido a própria existência das Bolsas. Na Argentina, idêntica é a situação." (Acórdão já citado.)

11. Cabendo, assim, às Bolsas a responsabilidade pela fiscalização das operações realizadas no seu recinto, podem e devem aplicar as sanções cabíveis no caso de qualquer irregularidade ou ilegalidade e, especialmente, nas hipóteses de manipulação, cabendo recurso de suas decisões para a CVM, nos termos da Instrução CVM n.º 5 e da Resolução n.º 39 agora substituída pela de n.º 922. No caso de recurso, a CVM apreciará a decisão, como órgão de segunda instância, existindo ampla recorribilidade, para a CVM, de todas as decisões disciplinadoras das Bolsas. (JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, Sobre o Poder Disciplinar da CVM, in *Revista de Direito Mercantil*, n.º 43, pág. 73.)

12. A supervisão que a CVM exerce sobre as Bolsas de Valores tem sido definida como uma tutela genérica, parecida com a exercida pelo Ministro da Fazenda sobre a CVM, pela União Federal em relação aos Estados-Membros ou por estes em relação aos Municípios, compatibilizando-se com a autonomia do órgão ou da entidade tuteladora ou sujeita à supervisão.

13. Como bem ensina PONTES DE MIRANDA, a supervisão não importa em ingerência no órgão tutelado, mas em inspeção e vigilância em relação à sua conduta, tão-somente em setores específicos e nos casos e formas legalmente previstos (*Tratado de Direito Privado*, vol. LII, Rio, Borsoi, 1966, pág. 22).

14. A autonomia, significando a submissão à própria lei (auto-próprio + nomos-regra), se concilia perfeitamente com os conceitos de auto-regulação e de supervisão da CVM. Esta pode ser definida, mediante aplicação analógica do art. 26 do Decreto-Lei n.º 200, como sendo a competência do órgão regulador para fixar metas e estabelecer uma política geral, funcionando como órgão revisor, sem prejuízo da manutenção da eficiência e da autonomia administrativa e operacional da entidade supervisionada, que tem responsabilidade básica e própria.

15. A doutrina e alguns dos antigos Diretores da CVM têm condenado a excessiva intervenção da autarquia no mercado de opções, alegando que o princípio da auto-regulação estava sendo violado e ensejando o risco de ser transformada “a regulação exercida pela entidade governamental em administração do mercado, o que, evidentemente, não é desejável”.

16. A CVM inspirou-se na sua congênere norte-americana, a SEC, da qual foi um dos primeiros presidentes WILLIAM O. DOUGLAS que, posteriormente, viria ser Presidente da Corte Suprema e que definiu a filosofia da auto-regulação ao afirmar que não mais concebia as Bolsas como “clubes privados”, pois o atendimento ao interesse público tornava essa concepção arcaica. Assim mesmo, entendia que as Bolsas deveriam assumir a regulação e fiscalização do mercado, atribuindo-se ao Estado um papel de supervisão ou uma função subsidiária. Concluía o eminente jurista americano que pretendia

“Deixar que as Bolsas tomem o comando, ficando o governo com um papel residual.” (LOUIS LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, 1983, págs. 685/686.)

17. Posteriormente, na ocasião da elaboração do chamado MALONEY ACT, o Congresso americano, encaminhado o mercado de balcão, também optou por uma menor presença da SEC, a CVM norte-americana, e uma maior delegação de poderes à entidade auto-reguladora, salientado, na ocasião, que:

“A Comissão acredita que há dois programas alternativos capazes de enfrentar este problema de regulamentação adequada do mercado de balcão. O primeiro envolve uma expansão significativa da organização da Comissão de Valores Mobiliários; a multiplicação de representações; um grande aumento nos gastos dos fundos públicos; ampliação do problema de esquivar-se aos males da burocracia; e uma regulamentação minuciosa, detalhada e rígida da condução legal dos negócios. Isto pode muito bem significar uma expansão do processo atual de registro de *brokers* e *dealers* na SEC para incluir a condenação não apenas dos desonestos como ainda daqueles pouco dispostos ou incapazes de ajustarem-se a padrões rígidos de responsabilidade financeira, conduta profissional e eficiência técnica. O segundo destes programas alternativos, que a comissão acredita ser claramente preferível ao primeiro, está detalhado no S. 3255. Este programa baseia-se na regulamentação cooperativa, em que as tarefas serão amplamente desempenhadas por organizações representativas de bancos de investimento, *dealers* e *brokers* em que o governo exerce uma supervisão adequada do interesse público e ainda poderes suplementares de regulamentação direta. À luz do conceito de uma Bolsa de Valores de fato bem organizada e bem conduzida, nos termos da supervisão instituída pelo Securities Exchange Act de

1934, pode-se aferir as possibilidades de um programa dessa ordem.”

18. Nos vários países, nos quais a auto-regulação foi adotada, sempre se entendeu que devia importar em garantir o autopolicimento pelas Bolsas de Valores das operações nelas realizadas, cabendo ao órgão supervisor avaliar, tão-somente, o comportamento das próprias Bolsas, conhecendo ainda, em grau de recurso, das decisões em relação aos quais não houve conformidade dos interessados, como acontece no Direito Brasileiro, em relação às hipóteses previstas nos incisos, XI, XII, XIV, XVII, XVIII e XIX do art. 18 da Resolução n.º 922/84.

19. Examinando as peculiaridades da auto-regulação, em seminário realizado no Rio de Janeiro em 1979, W. L. SOMMERVILLE escreveu que:

... Assim como um tribunal de apelação deve considerar apenas a legalidade de uma decisão administrativa, ao invés da justeza de decisão política adotada, da mesma forma uma comissão reguladora deve restringir seus poderes de revisão e não interferir indevidamente com a jurisdição inicial da organização auto-reguladora. Essa filosofia de preservação da autonomia reguladora para valorizar a sua eficácia pode ser encontrada, nos EUA, na seção 21 (f) da Lei de Bolsas de Valores e Títulos (Securities Exchange Act.) (Seminário Internacional de Auto-Regulação de 5/6 de março de 1979, organizado pela CVM/CNBV e CODIMEC, p. 34) (grifamos).

20. Dentro da mesma orientação, a idéia básica dominante é a da criação de um duplo grau de fiscalização: as Bolsas fiscalizam as corretoras e as operações das mesmas e a Comissão de Valores fiscaliza as Bolsas.

21. No Brasil, a Lei n.º 6.385 não previu a existência do mercado de opções, que lhe é posterior. A regulamentação das opções veio a surgir com as Instruções n.ºs 14/80 e 36/84, que adotaram o princípio da auto-regulação. Art. 9.º da Instrução CVM n.º 14, de 17-10-1980, tem a seguinte redação:

“Art. 9.º — Cabe à Bolsa de Valores criar um sistema de controle em relação às operações com opções que possibilite, a qualquer momento, a imediata verificação do cumprimento das determinações desta Instrução, bem como de normas e regulamentos complementares que vierem a ser editados.” (Legislação sobre Mercado, 1986, p. 726.)

22. Por sua vez, os artigos 10 e 15 da mesma Instrução, esclarecem que:

“Art. 10 — Deve a Bolsa de Valores dispor de um sistema de divulgação de informações que permita aos participantes do

mercado acompanhar a evolução dos negócios com opções realizados em seu recinto.

.....

Art. 15 — Para admitir operações com opções em seu recinto de negociação, a Bolsa de Valores deverá submeter, previamente, à aprovação da CVM, normas e regulamentos referentes a tais operações.

Parágrafo único — Posteriores alterações nas normas e regulamentos editados pela Bolsa de Valores devem ser imediatamente comunicados à CVM, acompanhadas da devida justificação.”

23. Verifica-se que a auto-regulação das Bolsas foi implantada em 1980 para as opções, reservando-se a CVM, tão-somente, a apreciação das normas e regulamentos do referido mercado, mas não a fiscalização do estabelecimento de limites para a concentração, conforme defluído pelo art. 15 acima transcrito.

24. Na ocasião, a CVM baixou a Nota Explicativa n.º 20/80, na qual salientou o modo pelo qual a auto-regulação devia ser aplicada em relação às opções, conforme se verifica pelo seguinte texto:

“De acordo com esses pressupostos, a Instrução CVM n.º 014/80, ora apresentada, define regras gerais e didáticas, cabendo às Bolsas de Valores o detalhamento das normas e regulamentos a serem observados nas operações com opções em seus recintos de negociações, devendo, entretanto, submetê-las previamente à CVM para aprovação.

Adicionalmente, cabe ressaltar que *fica sob a responsabilidade das Bolsas de Valores a administração do mercado de opções*, devendo as eventuais alterações dos atos e regulamentos, inicialmente estabelecidos pelas bolsas, serem justificados posteriormente à CVM, *que acompanhará o exercício desse poder auto-regulador.*”

25. Posteriormente, a auto-regulação foi mantida na Instrução n.º 36/84, de 8-8-1984, que tratou dos limites nos seus arts. 8.º e 9.º, reconhecendo que as Bolsas tinham a faculdade de estabelecê-los, em condições normais, e a obrigação de fazê-lo nos casos de ameaça ao bom funcionamento do mercado. A Instrução determinou o seguinte:

“Art. 8.º — As Bolsas de Valores que operarem nos mercados a futuro, a termo e de opções deverão manter sistema de controle que lhes permita verificar diariamente o grau de concentração dos investidores nas diversas ações operadas nesses mercados.

§ 1.º — *As Bolsas de Valores poderão estabelecer limites de participação de Investidores nos mercados a futuro, a termo e de opções, devendo necessariamente fazê-lo sempre que se verificar grau de concentração que coloque em risco o funcionamento regular e ordenado do mercado de valores mobiliários.*”

26. Finalmente, ao ser elaborada a Instrução n.º 77, as áreas técnicas e jurídicas da CVM elaboraram parecer-conjunto CVM/SDM/GJ2/n.º 1/88, publicado na *Revista*, da autarquia, n.º 20, pág. 32, no qual foi salientado que:

“Um dos princípios que procuramos preservar e até mesmo fortalecer foi o da auto-regulação, delimitando apenas as competências próprias das Bolsas de Valores e esclarecendo quais as decisões que necessitam de prévia manifestação do Órgão regulador.

Neste sentido, *a Instrução, aperfeiçoando os mecanismos necessários ao controle da concentração nos mercados futuros, estabeleceu a obrigatoriedade de as Bolsas constituírem um comitê cujas atribuições são, basicamente, as de prevenir e corrigir processos que possam colocar em risco o funcionamento regular e ordenado do mercado.*

.....

No tocante à legislação específica do mercado norte-americano de opções de ações, a SEC — Securities and Exchange Commission não fixa limites para o mercado, mas exige que as bolsas adotem suas próprias regras e as façam cumprir, constituindo falta grave a omissão das bolsas nesse sentido.

.....

Constata-se, portanto, que a sistemática da Instrução CVM n.º 77/88 não discrepa do modelo utilizado em outros mercados, nos quais *fica a encargo das bolsas a fixação dos limites de participação e aplicação de medidas de desconcentração, observadas as restrições porventura definidas pelo Órgão regulador.*” (Revista citada, n.º 20, pág. 32.)

27. Assim, na Instrução n.º 77 foi mantida a auto-regulação, definindo-se mais adequadamente as competências, deveres e direitos tanto das Bolsas, como da CVM, e tornando obrigatória a fixação de limites e sujeitando as conseqüentes modificações dos regimentos das Bolsas à prévia aprovação da CVM.

28. Se obedecida e cumprida pelas Bolsas, que por disposição expressa de lei são autônomas, *ter-se-ia evitado a crise acontecida em 8 de junho do corrente ano.* Na realidade, essa Instrução CVM n.º 77 ofereceu às Bolsas de Valores *todos os meios necessários e suficientes para combater a concentração nas operações.*

29. Apreciando a posição da CVM, a empresa de Consultoria *Lopes Filho* escreveu, na época, no seu boletim especializado:

“Salto Qualitativo

A Comissão de Valores Mobiliários acaba de divulgar a Instrução n.º 77 que passa a orientar e regular genericamente os mercados futuro e de opções.

O macro objetivo de ter-se elaborado tal Instrução deve-se à necessidade de evitar a concentração excessiva nesses segmentos, particularmente no de opções. A Instrução n.º 77, teve no seu bojo a caracterização da auto-regulação e da crença numa economia de mercado. Nossos Constituintes diriam que é um primor de democracia. A CVM deixa para as Bolsas toda a responsabilidade de fixar parâmetros de concentração por comitente, corretora, DTVM e BI, além de querer regras estáveis para as séries de opções abertas com negociação (com isso preserva os aplicadores de mudanças bruscas de legislação).

Exige ainda que os limites estejam perfeitamente bem definidos, cabendo aos Conselhos das Bolsas aprovarem por maioria de 2/3 dos presentes, as decisões tomadas.

.....

A postura do Presidente ARNOLDO WALD e de seu Colegiado deve ser louvada e tida como exemplo para nossos próprios governantes em matéria de se escolher o caminho da prudência com opção (sem trocadilho).” (Informe Semanal n.º 20/88.)

30. A Instrução n.º 77 produziu importantes efeitos, cabendo, salientar que, segundo depoimento do Presidente da Bolsa do Rio de Janeiro na Comissão de Fiscalização e Controle da Câmara dos Deputados, a *Bolsa do Rio de Janeiro determinou 85 vezes, entre agosto e dezembro de 1988, que fossem desfeitas operações que violavam a Instrução n.º 77, ocorrendo o mesmo fato 49 vezes durante os seis primeiros meses de 1989, ou seja no total de 134 vezes em menos de um ano.*

31. Acresce que, sempre foi entendimento da CVM e, especialmente, do seu corpo técnico, que o poder de supervisão da CVM não deve comprometer a autonomia das Bolsas, devendo a autarquia “agir através das Bolsas, prestigiando-as e acompanhando-as em sua atuação, interferindo apenas quando tiverem sido esgotados os meios razoáveis para a correção de uma atuação insatisfatória” (Mem.º GJ 2/51/88, de 2-5-88, pág. 6).

32. Conseqüentemente, de acordo com a lei e a regulamentação tanto da CVM, como das Bolsas de Valores, a estas cabia a fiscalização da eventual excessiva concentração no mercado, respondendo perante a CVM se, neste sentido, não tiverem a adequada atuação. O princípio da auto-regulação significa pois a conciliação básica da autonomia das Bolsas com a sua responsabilidade, pois não há liberdade sem responsabilidade.