

VICTOR DALLA DÉA BARONE

REORIENTAÇÃO: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO DA CVM

Dissertação de mestrado

Orientador: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - USP

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2022

VICTOR DALLA DÉA BARONE

REORIENTAÇÃO: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO DA CVM

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito *stricto sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, na área de concentração Direito Comercial. Versão Corrigida.

Orientador: Professor Doutor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa.

SÃO PAULO

2022

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo

Barone, Victor Dalla Déa

REORIENTAÇÃO: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO DA
CVM ; Victor Dalla Déa Barone ; orientador Carlos
Pagano Botana Portugal Gouvêa -- São Paulo, 2022.
350 p.

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2022.

1. CVM. 2. Parecer de Orientação. 3. Boas práticas.
4. Indução de comportamentos. I. Portugal Gouvêa, Carlos
Pagano Botana , orient. II. Título.

TERMO DE APROVAÇÃO

VICTOR DALLA DÉA BARONE

REORIENTAÇÃO: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO DA CVM

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito, no Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, pela seguinte Banca Examinadora:

Orientador: Professor Dr. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Departamento de Direito Comercial

Membros: Prof. Dr.

Prof. Dr.

Prof. Dr.

São Paulo, de de 2022.

Aos meus avós.

AGRADECIMENTOS

Ao Carlos serei eternamente grato por acreditar nos meus projetos e no meu potencial, por me orientar e por conter meu estilo pouco ortodoxo e minhas ideias grandiloquentes.

Aos meus pais, Walter e Marcia; minha irmã, Sofia; meus avós, Wilson, Ivone e Dora; meus tios, Edgard, Oneide e Iara; minhas primas, Giuliana e Carolina; e a todos os meus familiares, agradeço imensamente pelo apoio e compreensão. Palavras não descrevem o quanto minha família foi essencial neste desafio, e sempre o será.

Aos meus chefes no Conselhinho e na ANBIMA, Soraya e Pedro, agradeço por terem me dado as ferramentas e o tempo necessários para conduzir esta pesquisa e por sempre me estimularem. Não poderia ter pedido um emprego melhor.

Ao Grupo Direito e Pobreza (GDP), agradeço pela dedicação e empenho de todos e pela realização do sonho de termos um impacto concreto no mundo lá fora. Muito daqui reflete o que fizemos lá e serei sempre grato por crescermos juntos. Agradeço especialmente ao meu coordenador Kastrup por ter embarcado nessa jornada comigo até o fim e tê-la tornado não apenas possível, mas também mais divertida.

Aos meus amigos agradeço por perdoarem minhas ausências e por não desistirem de mim. Saibam que valorizo cada um de vocês e estaremos juntos sempre. Vocês foram vitais também nessa etapa.

A tudo e a todos, por tudo e por todos.

A quem estiver lendo, meu mais sincero obrigado.

“Les événements m’ennuient.” Paul Valéry

RESUMO

Qual pode ser o papel do Parecer de Orientação dentro do arcabouço regulatório da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)? Este trabalho desenvolverá a hipótese de que o Parecer de Orientação pode ter um importante papel no arcabouço regulatório da CVM. O Parecer de Orientação é, em essência, uma opinião da autarquia destinada a orientar o mercado de modo não obrigatório, sendo assim aproximado de *soft law*. Sua previsão legal e sua natureza jurídica indicam que o Parecer de Orientação tem fundamento no poder sancionador e não no poder normativo da CVM. Por isso, o Parecer de Orientação permite que a CVM se manifeste para além das restrições legais impostas ao ser poder normativo, e que interaja com o mercado de formas que não pode por meio de nenhum outro instrumento regulatório à sua disposição. Há também notáveis vantagens em comparação com a orientação via jurisprudência. Portanto, o Parecer de Orientação permitirá que a CVM induza boas práticas no mercado, dialogando com os entes regulados que, de boa-fé, desejam agir em conformidade com as orientações da CVM. O mercado tem demonstrado tanto a capacidade de Pareceres de Orientação de influenciar agentes quanto o seu próprio interesse em receber mais orientação da CVM.

Palavras-chave: CVM; Parecer de Orientação; boas-práticas; indução de comportamentos; *soft law*.

ABSTRACT

What might be role played by the *Parecer de Orientação* within the regulation of the *Comissão de Valores Mobiliários* (“CVM”)? This thesis will further analyse the hypothesis that the *Parecer de Orientação* may play an integral role in CVM’s regulation. The *Parecer de Orientação* is essentially CVM’s opinion on a given subject, aimed at guiding the market and is a non-normative regulation, akin to soft law. The way the *Parecer de Orientação* is described by the law means that it is rooted in the sanctioning power of CVM, and not in its normative power. As a result, the *Parecer de Orientação* allows CVM to go beyond the legal constraints imposed to CVM for the creation of new normative regulation and to interact with the market in unique ways. There are also clear advantages compared to teaching and instructing the market via case law. Therefore, the *Parecer de Orientação* allows CVM to steer the market towards best practices, establishing a dialogue with players that act in good faith and want to follow CVM’s guidelines. The market has shown the effectiveness of the *Parecer de Orientação* to influence its players and has also shown their own interest in receiving more guidance from CVM.

Keywords: CVM; *Parecer de Orientação*; best-practices; behaviour-modification; soft law.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	14
	Parte I: PARECER E ORIENTAÇÃO	17
2	A DEFINIÇÃO DE “PARECER” DE ORIENTAÇÃO	18
2.1	Editar um Parecer de Orientação é uma questão de opinião	18
2.1.1	Cada um tem sua opinião	20
2.2	O ciclo da vida do Parecer de Orientação	22
2.2.1	Idealização e Proposição	23
2.2.2	Audiências públicas e a participação do mercado	28
2.2.3	Aprovação	31
2.2.4	Revogação (Cancelamento)	32
2.3	A opinião contida no Parecer de Orientação	35
3	A DEFINIÇÃO DE PARECER DE “ORIENTAÇÃO”	37
3.1	A função de orientação	37
3.2	Parecer 15 e a instrução para realização de um procedimento	42
3.3	Pareceres de Orientação e a interpretação do texto da norma	44
3.3.1	Parecer 02 e a consolidação de um entendimento	44
3.3.2	Parecer 19 e a interpretação teleológica	45
3.3.3	Pareceres 32 e 33 e a evolução do mercado	46
3.3.4	Parecer 36, a superação de um entendimento e o adiantamento de decisões	49
3.3.5	Parecer 37 e o esclarecimento ao mercado	55
3.4	Orientar e punir?	57
	Parte II: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO	64

4	A IMPORTÂNCIA DO PARECER DE ORIENTAÇÃO.....	65
4.1	Parecer de Orientação como <i>soft law</i>	65
4.2	Pareceres 34 e 35 e as operações societárias	70
4.3	Parecer 38 e o conflito de interesses.....	80
5	O FUNDAMENTO LEGAL DO PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO	85
5.1	Parecer 35 e a controvérsia sobre os limites do Parecer de Orientação	85
5.2	CVM e Direito Administrativo.....	88
5.3	A Constituição e a Lei 6.385/76	90
5.4	Poder sancionatório e poder regulador	92
6	A JUSTIFICATIVA PARA O PAPEL A SER EXERCIDO PELO PARECER DE ORIENTAÇÃO	97
6.1	A economia política institucional da regulação e os objetivos da regulação	97
6.1.1	Capitalismo Regulatório e Estado Regulador	100
6.1.1.1	O Direito e a regulação	102
6.1.1.1.1	Parecer de Orientação e a economia política institucional da regulação	107
6.1.2	SEC além do full disclosure tradicional.....	109
6.2	O ecossistema de normas de soft law no cenário internacional	113
6.2.1	O cenário internacional	113
6.2.1.1	FSB.....	114
6.2.1.2	IOSCO	115
6.2.1.3	SEC e MoUs.....	117
6.2.1.4	IASB.....	119
6.2.2	SEC além da regulação normativa	120
6.2.2.1	Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change	122

7	A CAPACIDADE DA CVM DE INDUZIR CONDUTAS VIA PARECER DE ORIENTAÇÃO.....	127
7.1	Os números do Parecer 38.....	128
7.1.1	Estatutos sociais previam os procedimentos de celebração de contratos de indenidade antes do Parecer 38?.....	130
7.1.2	Qual o grau de adesão do mercado ao Parecer 38?.....	131
7.1.3	Apenas companhias com melhores práticas de governança se mostraram sensíveis à adoção voluntária de regras de governança corporativa?.....	132
7.1.4	Outros fatores podem influenciar a adesão a um Parecer de Orientação?	133
7.2	O Parecer 38 e os documentos societários.....	135
7.2.1	“1. Objeto deste Parecer de Orientação”.....	135
7.2.2	“2. Atos e despesas passíveis de indenização”.....	137
7.2.3	“3. Decisão sobre a concessão de indenização”.....	142
7.2.4	“4. Termos e condições do contrato”.....	147
	Parte III: A (NÃO) EDIÇÃO DE PARECERES DE ORIENTAÇÃO	154
8	“POR QUE A CVM NÃO EDITA MAIS PARECERES DE ORIENTAÇÃO?”	155
8.1	Agenda regulatória	156
8.2	Contexto histórico.....	158
8.3	Jurisprudência.....	159
9	A SINGULARIDADE DO PARECER DE ORIENTAÇÃO.....	161
9.1	Os instrumentos regulatórios da Deliberação 01/78.....	162
9.1.1	Deliberação	162
9.1.1.1	As deliberações	164
9.1.1.1.1	Deliberação e normatização.....	165

9.1.1.1.2	Deliberação e orientação	167
9.1.2	Instrução.....	170
9.1.3	Nota explicativa	171
9.1.4	Parecer.....	174
9.1.5	Ato declaratório.....	175
9.2	O impacto da Resolução 01/20.....	175
9.2.1	Resolução.....	175
9.2.2	Portaria	176
9.2.3	Instrução Normativa.....	176
9.2.4	Deliberações.....	176
9.2.5	Parecer de Orientação	177
9.2.6	Nota Explicativa.....	178
9.2.7	Ofício-Circular	178
9.2.8	Ato Declaratório.....	181
9.2.9	Portaria de Pessoal	181
9.3	Alerta ao Mercado e à CVM.....	181
10	A ATUALIDADE DA EDIÇÃO DE PARECERES DE ORIENTAÇÃO	185
10.1	O Caso Jardim Botânico	186
10.2	As consultas.....	189
10.2.1	Análise quantitativa.....	191
10.2.2	Análise qualitativa.....	192
10.2.2.1	O Processo 19957.010393/2017-45.....	192
10.2.2.2	Conclusões da análise qualitativa	195
10.3	Jurisprudência e orientação	197
11	CONCLUSÃO	203

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	205
APÊNDICE A – PARECERES DE ORIENTAÇÃO.....	206
APÊNDICE B – PARECER DE ORIENTAÇÃO 38.....	210
APÊNDICE C – DELIBERAÇÕES.....	215
APÊNDICE D – INSTRUÇÕES	282
APÊNDICE E – NOTAS EXPLICATIVAS	319
APÊNDICE F – NOTAS EXPLICATIVAS X AUDIÊNCIAS PÚBLICAS.....	321
APÊNDICE G – CONSULTAS	323

1 INTRODUÇÃO

Qual pode ser o papel do Parecer de Orientação dentro do arcabouço regulatório da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)?

De acordo com a redação do art. 2º da Resolução n.º 01 de 2020 (“Resolução 01/20”), o Parecer de Orientação é um ato não normativo por meio do qual a CVM dá orientações ao mercado e veicula sua interpretação da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”) e da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei 6.404/76”) no interesse do mercado de capitais.

Com base nesta definição, há de se questionar quão relevante pode ser um instrumento regulatório não obrigatório, que nada mais é do que uma interpretação destinada a orientar o mercado, e que foi tão pouco utilizado pela CVM, apenas 39 (trinta e nove) vezes em sua história.

Na verdade, acreditamos que possa ser bastante relevante. Assim, esta pesquisa trabalhará a hipótese de que o Parecer de Orientação pode ter um importante papel no arcabouço regulatório da CVM, muito maior que o atual.

Essa hipótese inicial decorre da premissa fundamental a este trabalho de conceber a regulação, essencialmente, como uma forma de alterar comportamentos no mercado mediante diversos mecanismos à disposição do ente regulador¹. Dentro deste conceito, conforme se abordará ao longo da presente dissertação, existem diferentes modelos e estratégias regulatórias, dotados de diversos instrumentos regulatórios.

¹ “Regulação” representa, em si, um termo extremamente abrangente, que abarca inúmeros setores econômicos sob diversos prismas. Nesse sentido, sua conceituação é extremamente difícil e pouco pacificada. Sobre este aspecto, ressalta-se o esforço conciliatório de Christel Koop e Martin Lodge de identificar elementos essenciais da definição de regulação padronizados nas áreas de economia, direito, ciência política, administração pública, negócios e sociologia. KOOP, Christel; LODGE, Martin. What is regulation? An interdisciplinary concept analysis. **Regulation and Governance**, Hoboken, v. 11, n. 1, p. 95–108, March 2017. Porém, exatamente por ser um conceito complexo, e considerando sua essencialidade para este trabalho, entendemos ser necessário fazer o esforço desde já de expor a base teórica sobre a qual são elaborados todos os demais conceitos. Assim, adota-se a definição de Julia Black de *regulation*, por mais que ela mesma reconheça a matriz anglo-saxônica do conceito, por ser uma definição que engloba a finalidade e os instrumentos inerentes à de regulação, em tradução livre: “regulação é a continuada e direcionada tentativa de alterar o comportamento de terceiros de acordo com *standards* ou objetivos estabelecidos com a finalidade de produzir um resultado ou um conjunto de resultados genericamente definidos, que pode envolver mecanismos de estabelecimento de *standards*, coleta de informações e alterações de comportamentos” (“*regulation is the sustained and focused attempt to alter the behaviour of others according to defined standards or purposes with the intention of producing a broadly identified outcome or outcomes, which may involve mechanisms of standard-setting, information-gathering and behaviour-modification*”). A definição da autora se assemelha àquela de Christel Koop e Martin Lodge, mas acrescenta o fator de indução de comportamentos, a qual é essencial à regulação, para os fins deste trabalho. BLACK, Julia. Critical Reflections on Regulation. **Australian Journal of Legal Philosophy**, Sydney, v. 27, p. 1–35, 2002. p. 20.

Nesse contexto, adotamos uma visão descentralizada da regulação, sob o prisma da economia política institucional da regulação, em oposição à visão centralizada e focada exclusivamente em mecanismos normativos de comando e controle.

Em apertada síntese, isto significa pensar a regulação de modo pluralista e democrático, que equilibra e complementa a autoridade estatal normativa com instrumentos regulatórios que permitem maior integração de *stakeholders* no processo de construção da regulação e do mercado. Acreditamos que o Parecer de Orientação se encaixe de modo privilegiado nesta concepção.

Em primeiro lugar, trata-se de mecanismo regulatório não normativo, que busca alterar comportamentos no mercado via orientação, pela indicação aos agentes do mercado da melhor interpretação a ser dada ao arcabouço legal e regulatório a eles aplicável.

Em segundo lugar, nos termos do art. 2º acima descrito, ao poder interpretar qualquer artigo da Lei 6.385/76 e da Lei 6.404/76 com vistas a orientar o mercado, o Parecer de Orientação poderá estipular parâmetros de conduta sobre qualquer tema destas leis que se encontrar sob a competência de seu mandato legal e de seu poder sancionador, e não apenas normativo.

Tem-se, assim, um mecanismo que, dentro de nossa concepção de regulação, tem o condão de induzir boas práticas no mercado, em especial em temas nos quais a CVM possui competência para se manifestar, mas não regular, abrindo possibilidades para que a CVM influencie comportamentos no mercado como nenhum outro instrumento regulatório à sua disposição.

Para testarmos nossa tese, estruturamos esta dissertação em três partes.

De início, para que se possa melhor compreender o tema a ser tratado, é necessário que se delimite e defina seu objeto. Desta forma, a Parte I delimitará o panorama geral sobre o Parecer de Orientação em si.

Assim, no Capítulo 2, analisaremos o que significa e quais as implicações de considerar o Parecer de Orientação um instrumento regulatório que é uma interpretação da CVM sobre um tema. Neste capítulo faremos uso da análise de atas de reunião do Colegiado, precedentes e dos próprios Pareceres de Orientação.

Ademais, introduziremos as entrevistas conduzidas com membros e ex-membros da CVM que pudessem compartilhar sua experiência e sua visão sobre a edição de Pareceres de Orientação, para melhor compreensão desse mecanismo regulatório.

Esta análise será complementada pelo estudo, no Capítulo 3, da relação do Parecer de Orientação com a função da CVM de orientação e as formas e consequências de exercê-la. Neste capítulo terão destaque as entrevistas, os Pareceres de Orientação e a análise da doutrina.

Delineado o objeto, em seguida, a Parte II descreverá e testará a tese desta dissertação.

Assim, o Capítulo 4 analisará como o Parecer de Orientação pode ser uma poderosa ferramenta de indução de comportamentos, traçando um paralelo com mecanismos de *soft law*. Este capítulo terá como anteparo a análise dos Pareceres de Orientação nº 34 (“Parecer 34”), nº 35 (“Parecer 35”) e nº 38 (“Parecer 38”), trazendo elementos das entrevistas.

Os capítulos subsequentes buscarão testar essa hipótese sob três prismas. O Capítulo 5 partirá das entrevistas para demonstrar o fundamento legal e material para que a CVM possa atuar em conformidade com a tese ora proposta.

Por sua vez, o Capítulo 6 abordará se faz sentido que a CVM atue em conformidade com nossa tese sob dois prismas. O primeiro focará na doutrina da economia política institucional da regulação que norteia a visão de mundo aqui adotada. O segundo demonstrará como mecanismos de *soft law* são parte integrante da regulação do mercado de capitais global e internacional.

Por fim, o Capítulo 7 investigará qual a efetiva capacidade da CVM para induzir boas práticas, tendo como base a adesão do mercado ao Parecer 38. Para tanto, foi realizada pesquisa empírica sobre os documentos divulgados por todas as companhias abertas listadas em bolsa para medir a sensibilidade do mercado ao Parecer 38.

Uma vez fundamentada a tese do trabalho, a Parte III investigará a reduzida utilização deste mecanismo regulatório e a efetiva possibilidade de edição de Pareceres de Orientação.

Para tanto, o Capítulo 8 delineará possíveis hipóteses para esse fenômeno levantadas nas entrevistas, que serão trabalhadas nos dois capítulos subsequentes.

Assim, o Capítulo 9 destacará a singularidade do Parecer de Orientação no arcabouço regulatório da CVM a partir de sua comparação com os demais instrumentos regulatórios utilizados pela CVM, com destaque para o estudo de todas as Instruções, Deliberações e Notas Explicativas editadas até a edição do Parecer 38. Ademais, foi analisada a complicação gerada pela divulgação de um Alerta ao Mercado referente a ofertas públicas de condo-hotéis.

Por fim, o Capítulo 10 demonstrará como ainda faz sentido falar-se na edição de Pareceres de Orientação a partir da análise da jurisprudência da autarquia, em especial de consultas formuladas por particulares. O último capítulo retomará as conclusões.

PARTE I: PARECER E ORIENTAÇÃO

2 A DEFINIÇÃO DE “PARECER” DE ORIENTAÇÃO

Esta pesquisa tem como objetivo investigar qual pode ser o papel do Parecer de Orientação no arcabouço regulatório da CVM². Para que se possa entender este papel, é preciso, em primeiro lugar, compreender melhor no que consiste o próprio Parecer de Orientação. O termo é composto de dois conceitos, o de “parecer” e o de “orientação”, os quais serão tratados respectivamente no primeiro e segundo capítulos da Parte I. Começaremos pelo começo.

Um parecer, de acordo com a definição dada pelo dicionário Aulete, nada mais é que uma “Opinião, ger. de perito, sobre determinado assunto”³. Essa definição é respaldada pelo referido texto da Resolução 01/20, segundo o qual o Parecer de Orientação veiculará opiniões e interpretações da CVM.

A partir deste ponto, então, é importante entender todos os desdobramentos de se enxergar um Parecer de Orientação como uma opinião. Este capítulo se iniciará com o apontamento de características da edição de Pareceres de Orientação que reforçam seu teor opinativo. Em seguida, passaremos à análise do processo pelo qual o Parecer de Orientação integra o arcabouço regulatório da CVM até o momento em que deixa de integrá-lo. Por fim, exemplificamos como a opinião da CVM pode ser identificada em um Parecer de Orientação.

2.1 Editar um Parecer de Orientação é uma questão de opinião

Preliminarmente, a primeira consequência de se perceber o Parecer de Orientação como uma opinião da CVM num sentido imediato, é que se torna evidente a forma como, num sentido

² A Resolução 01/20 deu início à reforma regulatória da CVM por efeito da promulgação do Decreto n.º 10.139/19 (“Decreto 10.139/19”), substituindo a Deliberação n.º 01/78 (“Deliberação 01/78”), que previu originalmente a edição do Parecer de Orientação. Esta é a redação exata vigente referente ao Parecer de Orientação. “Art. 2º Os demais atos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários que não tenham caráter normativo passam a ser identificados pela seguinte nomenclatura: (...) II – Parecer de Orientação: para consubstanciar os atos por meio dos quais o Colegiado da CVM, nos termos do disposto no art. 13 da Lei n.º 6.385, de 1976, dá orientação sobre matéria que cabe à CVM regular, servindo, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação da Lei n.º 6.385, de 1976, e da Lei n.º 6.404, de 1976, no interesse do mercado de capitais”.

³ Disponível em: <https://aulete.com.br/parecer>. Acesso em: 24 nov. 2021. Desta definição é importante também que se reforce tratar-se de uma opinião embasada de um perito. Isto é, ao utilizarmos neste trabalho o termo “opinião”, ele não deve ser confundido com seu uso comum, a emissão de um juízo de valor corriqueiro e atécnico ou sem fundamentação sobre determinado tema. O que visamos reforçar neste trabalho, através do uso desta expressão, é como o Parecer de Orientação representa uma visão de mundo subjetiva, e sempre fundamentada, sobre um dado tema. Ainda que possa causar certo estranhamento inicial ou alguma confusão, acreditamos que seja importante nos valeremos das expressões utilizadas na própria regulação e, feitos estes devidos esclarecimentos, acreditamos que a utilização da expressão “opinião” possa ser útil para comunicar a ideia aqui pretendida.

mediato, a edição de Pareceres de Orientação dependerá da opinião sobre esse instrumento regulatório daqueles que compõem a CVM.

Embora isto seja inerente a toda a regulação e não seja exclusividade do Parecer de Orientação, suas próprias características reforçam este elemento. Esse ponto pode ser demonstrado com um panorama geral sobre como foram utilizados.

Como salientado na introdução, o primeiro aspecto que chama a atenção na utilização do Parecer de Orientação pela CVM é o fato de tão poucos terem sido editados, em média inferior a um por ano.

A maneira como estes Pareceres de Orientação estão distribuídos na história da CVM demonstra que esta média pode ser muito maior ou menor, a depender do recorte temporal utilizado. A “Figura 1.1: Pareceres de Orientação editados a cada ano”, disposta no Apêndice A, elaborada com base nas informações ali descritas, ilustra a elevada concentração da edição de Pareceres de Orientação em três períodos específicos, entre 1977 e 1981, entre 1986 e 1999 e entre 2005 e 2011.

A esta análise, soma-se o fato de que a CVM havia editado 602 (seiscentos e duas) instruções e 800 (oitocentas) deliberações até a edição do Parecer 38, penúltimo editado pela autarquia e de grande relevância para este trabalho, como se verá adiante.

Além disso, mesmo se considerado apenas o período de pouco mais de três anos entre a edição do Parecer 38 e do Parecer de Orientação n.º 39 (“Parecer 39”), foram editadas 25 (vinte e cinco) novas Instruções, 74 (setenta e quatro) Deliberações e 57 (cinquenta e sete) Resoluções.

Assim, temos delimitados os primeiros indícios de que a estratégia regulatória da CVM, e, nesse contexto, o tipo de instrumento regulatório escolhido pela CVM para regular o mercado, variam drasticamente a depender de sua composição. Outro elemento que naturalmente varia com a composição do Colegiado é o conteúdo em si da regulação.

Nesse sentido, para além da análise do Parecer de Orientação no tempo, salta aos olhos também a variação do tipo de orientação que é dada. Esta análise será mais bem delineada no próximo capítulo, mas, desde já, mencionamos ser possível categorizá-los em dois grandes grupos, cada um representando aproximadamente a metade dos Pareceres de Orientação.

O primeiro grupo identificado é o de instrução sobre a realização de determinado procedimento, contribuindo para a maior eficiência da regulação por meio do esclarecimento específico das obrigações impostas aos entes regulados.

Este tipo é particularmente evidente versando sobre a temática da elaboração de demonstrações financeiras⁴, como no caso do Parecer de Orientação n.º 15 (“Parecer 15”) e do próprio Parecer 39, que serão estudados no próximo capítulo.

O segundo grupo veicula a visão da CVM sobre a correta interpretação de artigos da Lei 6.404/76, da Lei 6.385/76, ou de normativos da própria autarquia. Estes Pareceres de Orientação apresentam a opinião da CVM sobre a adequada aplicação prática de determinados dispositivos e ajudam a trazer maior segurança jurídica à atividade empresarial, com maior ou menor margem para interpretação em contrário. Estes podem ser exemplificados pelo Parecer de Orientação n.º 01 (“Parecer 01”), retomado ao final deste capítulo.

Estabelecidas estas duas categorias, podemos afirmar que o tipo de orientação objeto do Parecer de Orientação é outro fator fortemente dependente da composição do Colegiado. A “Figura 1.2: Objeto dos Pareceres de Orientação”, disposta no Apêndice A, demonstra a evolução no tempo do objeto dos Pareceres de Orientação.

Como se pode ver, embora haja relativa paridade numérica entre as categorias apontadas, novamente sua distribuição no tempo foi muito desigual. Nesse contexto, destacamos os períodos de 1986 a 1989 e de 1999 a 2018, em que apenas foram editados Pareceres de Orientação com objeto de instrução e interpretação, respectivamente.

2.1.1 Cada um tem sua opinião

Partindo da definição de Parecer, da previsão legal do Parecer de Orientação e dos elementos acima mencionados, acreditamos que somente pode haver a compreensão completa das

⁴ Para os fins desta obra, utilizamos os termos “demonstrações contábeis” e “demonstrações financeiras” como intercambiáveis, já que, por vezes, a própria regulação assim o faz e fugiria ao propósito deste trabalho um aprofundamento acerca da diferença entre os conceitos. Nesse sentido, por exemplo, as “demonstrações financeiras” elencadas no art. 176 da Lei 6.404/76 são tratadas no CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis, aprovado pela Deliberação n.º 676 de 2011. É importante, porém, registrar que Nelson Eizirik opta pela utilização apenas da expressão “demonstrações contábeis”, na medida em que elas abordariam também linhas não financeiras. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 138 a 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3. p. 320. A mesma nomenclatura é utilizada também por GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. Optou-se aqui pela utilização predominante de “demonstrações financeiras” por ser a nomenclatura utilizada tanto na Lei 6.404/76 como na maioria das normas da CVM analisadas ao longo deste trabalho.

opiniões da CVM e do papel do Parecer de Orientação se estabelecido um diálogo com a própria CVM, na medida do possível.

Por esse motivo, decidimos entrevistar membros e ex-membros da CVM sobre suas experiências e opiniões pessoais com relação à edição de Pareceres de Orientação⁵. Sobre esta pesquisa empírica, é necessário fazer alguns esclarecimentos adicionais.

Em primeiro lugar, como foi esclarecido a cada um deles ao início de cada entrevista, o objetivo desta pesquisa não foi buscar alguma verdade absoluta sobre o Parecer de Orientação e nem que representassem a CVM para que descobríssemos a opinião “da CVM” sobre o tema⁶.

Cada um deles foi selecionado por sua experiência pessoal como Diretor, Superintendente ou Diretor-Presidente da autarquia e foi convidado exclusivamente a contribuir com um relato etnográfico de sua perspectiva e sua vivência individuais no tocante à edição de Pareceres de Orientação. Assim, selecionamos o seguinte rol de entrevistados:

- Paulo César Aragão, ex-Superintendente Jurídico, responsável pela edição dos Pareceres de Orientação n.º 02 (“Parecer 02”), n.º 06 (“Parecer 06”) e n.º 08 (“Parecer 08”) e que escreveu sobre o Parecer de Orientação n.º 35 (“Parecer 35”) (“Paulo Aragão”);
- Marcelo Fernandez Trindade, Presidente da CVM de 07 de junho de 2004 a 19 de julho de 2007, quando participou da edição do Pareceres de Orientação n.º 32 (“Parecer 32”), n.º 33 (“Parecer 33”) e o Parecer 34 (“Marcelo Trindade”);
- Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, Presidente da CVM de 28 de junho de 2006 a 19 de junho de 2007, quando participou da edição do Parecer 35 e dos Pareceres de Orientação n.º 36 (“Parecer 36”) e n.º 37 (“Parecer 37”) (“Maria Helena Santana”);
- Marcos Barbosa Pinto, Diretor de 23 de junho de 2007 a 31 de dezembro de 2010, período no qual propôs a edição dos Pareceres 35 e 36 (“Marcos Pinto”);

⁵ As entrevistas foram conduzidas entre julho e agosto de 2021.

⁶ Estes esclarecimentos foram feitos a eles por se acreditar que, para fins de diálogos mais honestos e horizontais, era importante que os entrevistados compreendessem a visão aqui adotada sobre as entrevistas como método de pesquisa e o objetivo buscado com sua utilização. Nesse sentido, tal visão sobre esse método é o que se poderia descrever como localista, em que o entrevistado apresenta um relato situado, de sua experiência, e que precisa ser entendido dentro do contexto em que se insere. O entrevistador, por sua vez, tem um papel ativo na construção dos relatos, por meio da interação interpessoal na entrevista. QU, Sandy Q.; Dumay, John. The qualitative research interview. **Qualitative Research in Accounting and Management**, Bingley, v. 8, n. 3, p. 238–264, 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2058515. Acesso em: 11 set. 2021.

- Otavio Yazbek, Diretor de 02 de janeiro de 2009 a 31 de dezembro de 2013, período no qual participou da edição do Parecer 35 e propôs a edição do Parecer 36;
- Luciana Pires Dias, Superintendente de Desenvolvimento de Mercado de dezembro de 2007 a dezembro de 2010, quando foram editados os Pareceres 35 e 36. Diretora de 21 de janeiro de 2011 a 31 de dezembro de 2015, quando participou da edição do Parecer 37 (“Luciana Dias”);
- Gustavo Machado Gonzalez, Diretor de 13 de junho de 2007 a 26 de fevereiro de 2021, período em que participou da edição do Parecer 38 (“Gustavo Gonzalez”); e
- Marcelo Santos Barbosa, atual Presidente da CVM, período em que participou da edição dos Pareceres 38 e 39 (“Marcelo Barbosa”).

Assim, é importante deixar claro que estas entrevistas não foram realizadas com o objetivo de funcionarem como argumento de autoridade. A intenção foi melhor compreender, a partir daqueles que emitiram os Pareceres de Orientação, qual o contexto de sua edição e qual sua visão sobre a edição de Pareceres de Orientação⁷.

2.2 O ciclo da vida do Parecer de Orientação

Tendo delimitado a natureza de um Parecer de Orientação, é necessário entender o caminho que a opinião nele exarada percorre até integrar o arcabouço regulatório da CVM e se ele se diferencia ou não dos demais instrumentos regulatórios da autarquia.

⁷ São oportunas algumas considerações adicionais de cunho metodológico sobre as entrevistas. Em termos estruturais, foram conduzidas entrevistas semiestruturadas. Em linhas gerais, essas são aquelas que possuem roteiros pré-definidos, mas que abrem espaço para respostas livres dos entrevistados. QUEIROZ, Rafael Mafei Rabelo; FEFERBAUM, Maria (Coords.). **Metodologia da Pesquisa em Direito: técnicas e abordagens para elaboração de monografias, dissertações e teses**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. Essa foi a metodologia selecionada por conferir flexibilidade não apenas às respostas a serem dadas, mas também às perguntas a serem feitas. Isso porque, como mencionado, as entrevistas foram estruturadas para explorar ao máximo a experiência e visão pessoais de cada um dos entrevistados, de modo que o roteiro não poderia ser o mesmo para todos. Além disso, foi necessário adaptar cada entrevista à disponibilidade de tempo de cada um. Ainda com relação à particularidade de cada entrevista, mencionamos que, em linha com a visão localista acima referida, buscamos um método de entrevista que nos permitisse reagir às informações apresentadas e fazer novas perguntas, sem a rigidez de roteiros totalmente estruturados. Em um último comentário metodológico, menciona-se que, sempre com vistas a extrair ao máximo a experiência de cada entrevistado e de manter um diálogo transparente, optamos por não incluir a transcrição completa das entrevistas como anexo a este trabalho. Isto teve como objetivo dar ampla liberdade para que os entrevistados pudessem se manifestar. A grande maioria deles nos solicitou que certos comentários e posicionamentos não fossem divulgados neste trabalho e essa foi a única forma encontrada de conciliar o respeito a esse pedido e o pleno atingimento do objetivo pretendido com as entrevistas.

Na medida em que a Portaria CVM/PTE/N.º 190⁸, que disciplinava o processo de normatização da CVM, não trata da elaboração de Pareceres de Orientação, a análise do presente subitem baseou-se nas atas de reunião da CVM e nas entrevistas realizadas.

2.2.1 Idealização e Proposição

Encarar o Parecer de Orientação como uma opinião faz com que seja preciso investigar de quem é essa opinião, se ela vincula apenas quem o propôs e editou, ou toda a CVM e o Colegiado. Essa reflexão tem fundamento na própria experiência histórica desse instituto, já que, originalmente, os Pareceres de Orientação eram assinados apenas por Superintendentes.

Isso ocorreu em 12 (doze) ocasiões, inclusive os 7 (sete) primeiros, 2 (dois) dos quais assinados por Paulo Aragão na condição de Superintendente Jurídico⁹. Para entender melhor a participação dos Superintendentes na elaboração destes Pareceres de Orientação, fomos direto à fonte.

Na medida em que o cargo de Superintendente Jurídico não existe mais, pedimos que Paulo Aragão nos explicasse quais eram suas funções. Ele nos reportou que a Superintendência Jurídica se assemelhava ao que hoje é a Procuradoria Geral, enquanto órgão jurídico dentro dos órgãos da administração indireta¹⁰.

Contudo, à época, a Superintendência Jurídica tinha maior autonomia devido à descentralização destes órgãos. Desta forma, o Superintendente Jurídico respondia diretamente ao Diretor-Presidente, sem vinculação com a administração direta.

A denominação de Superintendência tinha como principal fundamento padronizar a nomenclatura utilizada na estrutura da CVM. À época, o Colegiado tinha principalmente uma função gerencial, de coordenação e fiscalização, dotado de poder normativo, de revisão e de orientação geral. Os Superintendentes atuavam na gestão direta, na execução das orientações do Colegiado e abaixo dele. Ali se situava a Superintendência Jurídica.

⁸ Vigente quando da elaboração deste trabalho, revogada em 01.04.2022 pela PORTARIA CVM/PTE/Nº 35, de 10 de março de 2022.

⁹ Pareceres 02 e 06.

¹⁰ Este tipo de atuação pode se verificar, por exemplo, no tipo de Parecer de Orientação que Paulo Aragão ajudou a editar. Os Pareceres 02, 06 e 08 se encaixam todos na categoria de interpretação do sentido da norma.

Para compreender a utilização do Parecer de Orientação à época, Paulo Aragão realçou que era necessário considerar que aquele era um contexto em que a Lei 6.404/76 e a Lei 6.385/76 ainda eram muito recentes, especialmente considerando que a CVM tinha começado a atuar em 1978, e que estas leis haviam revolucionado o regime legal vigente até então.

Assim sendo, a Lei 6.404/76 e a Lei 6.385/76 criaram o regime peculiar do mecanismo de consulta da CVM, ausente em outros órgãos. As consultas, porém, eram difusas e, tendo sido imprimidas tantas mudanças e novidades, surgiu a necessidade de que a autarquia adotasse um procedimento mais didático sobre questões absolutamente fundamentais para o mercado¹¹.

Nesse contexto, o Superintendente Jurídico tinha frequentemente reuniões com agentes do mercado que traziam dúvidas sobre a interpretação de determinados pontos e, em muitos casos, nem mesmo a CVM tinha um posicionamento consolidado sobre o tema. A solução era, então, pensada em conjunto.

A partir do momento em que o problema se repetia, dava-se a edição de um Parecer de Orientação com vistas a simplificar e padronizar o processo de orientação, evitando que a mesma consulta se repetisse¹².

Isto é, a filosofia que inspirava a edição de um Parecer de Orientação partia da verificação de em que medida um tema estava sendo objeto de dúvidas de um número grande de participantes do mercado.

Ele mencionou também que o objetivo dos Pareceres de Orientação à época, objetivo que se manteria até hoje, seria o de editar um novo quando houvesse um tema que justificasse a manifestação de um entendimento sobre o que se pensava de uma determinada norma e, indiretamente, sobre a forma como a CVM queria que o mercado interpretasse e aplicasse a lei.

¹¹ Mais uma vez, aproveitamos para ilustrar aqui este ponto com a própria experiência de Paulo Aragão. O Parecer 06 essencialmente explica ao mercado que investigado (em sede de inquérito) ainda não é acusado (em sede de processo). Já o Parecer 08 trata da vedação à realização de aumento de capital social em bases diversas das originalmente autorizadas.

¹² Interessante mencionar o exemplo trazido por Paulo Aragão de um Parecer de Orientação que nunca foi editado, sobre capitalização de correção monetária. Essa questão era particularmente importante para companhias incentivadas do Nordeste, que, à época, precisavam ter ações com valor nominal. Naquele período, havia uma discussão sobre a capitalização de correção monetária enquanto havia um aumento de capital em curso. Isso gerou grandes discussões internas na CVM e a elaboração de diversas minutas de Parecer de Orientação sobre o tema sem que efetivamente se chegasse a uma solução que parecesse uma orientação adequada. Assim, nunca foi editado um Parecer de Orientação sobre o tema, pois não se chegou a um consenso sobre qual seria a melhor forma de orientar o mercado àquele respeito.

Especificamente sobre a propositura e edição de Pareceres de Orientação, Paulo Aragão relatou que se tratava de um procedimento bastante bilateral. Toda terça-feira, a CVM fazia uma reunião semanal, com todos os Superintendentes e o Colegiado.

Tendo identificado uma determinada dúvida ou questão no mercado, nessas reuniões gerais ou por meio do contato mais direto com algum Diretor ou o Presidente, o Superintendente sugeria a edição de Pareceres de Orientação. Alternativamente, o pedido da elaboração de uma minuta já era apresentado de forma direta pelos diretores ao Superintendente.

Ademais, mencionou que o Parecer 08 é um bom exemplo de outra origem de um Parecer de Orientação. À época, a Superintendência Jurídica elaborava os próprios Pareceres, com suas próprias opiniões e que por vezes também eram publicados no Diário Oficial da União (DOU).

Em alguns casos, seja por sugestão da própria Superintendência ou decisão do Colegiado, poderia ser identificado que havia um grau de generalidade suficientemente grande a justificar que isso deixasse de ser apenas a opinião da Superintendência Jurídica e passasse a ser o entendimento da CVM. Assim, o Parecer 08 tinha como base um caso concreto de homologação parcial que acabou se tornando um Parecer de Orientação.

Uma vez elaboradas, essas minutas eram, normalmente, avaliadas, ajustadas e filtradas pelo Diretor advogado, na época Jorge Hilário Gouvêa Vieira¹³, e, então, levadas a uma reunião do Colegiado.

Com relação a este aspecto, Paulo Aragão chamou a atenção para o ponto acima referido de como a maneira de apresentação formal dos Pareceres de Orientação mudou. Os 7 (sete) primeiros Pareceres de Orientação foram assinados apenas por Superintendentes, somente no oitavo surgindo menção à sua aprovação pelo Colegiado, sendo acompanhado também da assinatura do Diretor Presidente¹⁴.

Contudo, esclareceu que, independentemente de quem os assinava, os Pareceres de Orientação sempre foram elaborados e pensados para representar a opinião do Colegiado. Isso porque as Superintendências tinham sua própria ferramenta para veicular opiniões, os Pareceres¹⁵.

¹³ Diretor de 14.06.1977 a 12.12.1979.

¹⁴ Nesse caso, Herculano Borges da Fonseca, presidente de 03.07.1981 a 14.03.1985.

¹⁵ Conforme será mais bem analisado no Capítulo 9.

Desta forma, com base na entrevista de Paulo Aragão, foi possível concluir que os Pareceres de Orientação, mesmo aqueles assinados exclusivamente por Superintendentes, representam a interpretação do Colegiado da CVM.

Como indicado acima, este foi o cenário apenas nos primeiros anos de atuação da CVM, tendo os Superintendentes parado de assinar Pareceres de Orientação a partir dos Pareceres 32 e 33, assinados apenas por Marcelo Trindade.

Estes serão analisados em mais detalhes no próximo capítulo, de modo que, por ora, apenas salientamos que tratam da caracterização de ofertas públicas de valores mobiliários via plataformas de internet, emitidos e admitidos à negociação em território nacional ou jurisdições estrangeiras.

Dessa forma, perguntamos ao próprio Marcelo Trindade como se deu essa transição. Ele relatou que a iniciativa para elaboração destes Pareceres de Orientação foi do diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa¹⁶, que tomou a liderança do processo de sua edição.

Ele comentou que, na época, a CVM em geral e o Colegiado em particular começaram a ser assediados frequentemente sobre a questão da oferta de valores mobiliários pela internet fora do Brasil, para decidirem o que era oferta e o que não era.

O tema era, e ainda seria, muito complicado, sem respostas simples e certas. Em parte, a área técnica via a questão com grande rigor, emitindo *stop orders*. Ao mesmo tempo, aquilo era claramente fruto da inovação do mercado.

A CVM não teria capacidade, mesmo caso se chegasse à conclusão de que deveria, de impedir essas ofertas, o que obrigou a autarquia a endereçar o tema de outras maneiras. Naquele momento havia muita dúvida sobre como fazê-lo – se com uma norma, no sentido de norma cogente, que obrigasse as pessoas a fazerem ou deixarem de fazer algo – e até mesmo sobre se a CVM não deveria intervir ou se deveria fazer algo.

Nesse contexto, o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, por provocação das áreas técnicas, especialmente a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), foi o principal condutor dessa análise, tomando para si a liderança desse processo de tentar dar um passo adiante no assunto por meio dos Pareceres de Orientação.

¹⁶ Diretor de 16.05.2005 a 18.07.2007.

Em linha com este relato, desde então, é possível identificar a participação destacada de um ou mais diretores na proposição e elaboração dos Pareceres de Orientação seguintes, não mais se identificando a participação de superintendentes nos documentos.

Assim, como se retomará abaixo, o Parecer 35 foi proposto por Marcos Pinto, que também propôs o Parecer 36 em conjunto com Otavio Yazbek, e o Parecer 37 foi idealizado por Alexsandro Broedel Lopes.

Para além do aspecto formal de não mais assinarem, durante a entrevista realizada com Luciana Dias, Superintendente de Desenvolvimento ao Mercado no período da edição dos Pareceres 35 e 36, confirmamos que este processo partiu da iniciativa e teve proeminência do Colegiado.

Conforme contou, tais projetos partiam do Colegiado e eram então discutidos com a área técnica, não partindo a iniciativa das áreas técnicas ou da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”).

Na contramão desta tendência, Gustavo Gonzalez nos relatou que o Parecer 38 foi gestado pela SDM, tendo, assim, seguido o mesmo trâmite da regulação padrão para a edição de normas.

Acreditamos que, considerando-se a natureza do Parecer de Orientação como uma opinião do Colegiado, de todos os cenários históricos identificados, o ideal é aquele em que este processo é de fato idealizado e conduzido pelo Colegiado, geralmente um projeto liderado por um Diretor, como foi o caso dos Pareceres 32 a 37.

A proeminência de áreas técnicas não apenas foge ao sentido original deste instituto como carece de lógica, já que possuem no Ofício-Circular sua própria ferramenta de orientação ao mercado, conforme análise do Capítulo 9.

Isto é, embora consultas e estudos feitos por áreas técnicas sejam extremamente importantes nesse processo, como um Parecer de Orientação é, em essência, a visão da CVM sobre um tema, que orientará a atuação de todo o mercado e da própria autarquia, ele deveria partir de seu Colegiado, único legitimado para tanto, como será mais bem explorado no Capítulo 9.

Por fim, por mais que não tenhamos conseguido identificar nenhum Parecer de Orientação que tenha se originado diretamente desta forma, é pertinente mencionar que houve casos em que a CVM, por meio de decisões em processos administrativos, cogitou a edição de novos Pareceres de Orientação, como será exposto no Capítulo 10.

2.2.2 *Audiências públicas e a participação do mercado*

Ainda no tópico do embasamento para a edição de um Parecer de Orientação, a segunda pergunta que surge neste processo é se faz sentido que seja realizada uma consulta ao mercado. A CVM acredita que sim, pode fazer sentido.

Além de os Pareceres 32 e 33 terem sido precedidos da realização de Audiência Restrita com entidades do mercado¹⁷, a edição dos Pareceres 35¹⁸ e 36 foi precedida da realização de Audiências Públicas¹⁹⁻²⁰. Esta faculdade é prevista no art. 8º, §3º, III da Lei 6.385/76, pela qual a CVM pode publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados.

¹⁷ CVM, Processos RJ2001/9445, RJ2002/2418 e RJ2003/1813, j. 25.10.2004. A decisão foi dada por maioria, vencida a Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. De acordo com a Diretora, a interpretação da lei pela CVM é única e não requer que nela se reflita a opinião de terceiros, até porque, ao contrário do ato normativo, o Parecer de Orientação não tem força cogente. Dessa forma, um Parecer de Orientação não precisaria refletir a opinião do mercado sobre o tema e nem com ela coincidir. O voto vencedor foi dado pelo Diretor Eli Loria, que justificou a necessidade da realização da Audiência Restrita pelo fato de que poderia ocorrer a desconformidade de diversos sítios eletrônicos de instituições financeiras com o teor da proposta dos Pareceres de Orientação. Assim, considerando o papel educativo da autarquia, as instituições representativas deveriam ser alertadas previamente do conteúdo dos novos Pareceres de Orientação para que não fossem pegas de surpresa. Participaram da Audiência Restrita ANBID, ANCOR e ADEVAL.

¹⁸ Adicionalmente à Audiência Pública, Marcelo Trindade nos relatou que, quando da edição do Parecer 35, a CVM fez uma reunião aberta com vários advogados para discutir o tema. A versão do Parecer 35 levada para essa audiência não incluía a alternativa de voto na Assembleia Geral, previa apenas o comitê independente. Foram esses agentes do mercado que trouxeram a hipótese de o controlador não votar e dar o voto para a maioria da minoria. Nesses casos, sendo a operação unânime, não há necessidade de arcar com os custos e os trâmites do comitê independente. Na sua opinião, essa adição foi bastante importante e ampliou a adesão ao Parecer 35, já que tal opção acabou sendo seguida por várias companhias.

¹⁹ Citamos que apenas o Parecer 35 foi acompanhado da divulgação de edital de Audiência Pública e de relatório de análise da CVM, além de um memorando elaborado por Marcos Pinto com os fundamentos da proposta, destacando a experiência americana, como será retomado abaixo. No caso do Parecer 36, não foi divulgado o edital e relatório de Audiência Pública, apenas foi divulgada a manifestação dos Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek que o propuseram em 14 de abril de 2009. Ao mesmo tempo, contudo, em 14 de abril de 2009, a CVM aprovou para submissão a Audiência Pública a minuta de Parecer de Orientação proposta por Marcos Pinto e Otavio Yazbek, conforme manifestação publicada com a decisão do Processo RJ2009/3362. Pesquisando-se pelo seu edital de Audiência Pública por meio de buscadores na internet, é possível identificar um documento chamado “EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº [01/2009]”, mas cujo conteúdo é o próprio Parecer 36. No site da CVM é possível identificar duas audiências públicas com a numeração 01/2009. A primeira delas é da SDM e deu origem à Instrução CVM n.º 482 de 2010, referente a ofertas públicas de valores mobiliários. A outra é da Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”) e deu origem à Deliberação n.º 570 de 2009, que trata da necessidade de treinamento de contadores com foco nas normas internacionais. Por esse motivo, analisou-se em mais detalhes a Audiência Pública para edição do Parecer 35.

²⁰ Nesse ponto chamamos a atenção para o julgamento do Processo RJ2006/7213, em 17.10.2006, consulta para esclarecimentos sobre o Parecer 34, dentre os quais a razão de não ter sido realizada Audiência Pública previamente à sua edição. Em seu voto, o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Souza manifestou o entendimento de que a interpretação contida no Parecer 34 não poderia ser submetida a Audiência Pública. Deve ser destacada, porém, a sua análise das vezes em que isso efetivamente teria acontecido, citando que “aparentemente apenas os Pareceres de Orientação 05/79, 32/05 e 33/05 foram submetidos a audiência pública”. Como citado acima, identificamos no sistema da CVM apenas a Audiência Restrita para edição dos Pareceres 32 e 33. Com relação ao Parecer de Orientação n.º 05 (“Parecer 05”), não foi possível identificar a referida Audiência Pública. Como será retomado abaixo, as Audiências

Conforme relatório da Audiência Pública para a edição do Parecer 35, participaram deste processo grandes associações envolvidas no mercado de capitais brasileiro, escritórios de advocacia e investidores²¹, demonstrando o interesse do mercado em participar do processo de construção também deste tipo de instrumento regulatório.

Do relatório de Audiência Pública, destaca-se em, primeiro lugar, a ampla maioria de manifestações positivas. Apenas um participante opôs-se à edição do Parecer 35, por questionar sua necessidade²².

Este ponto é relevante, pois demonstra como a realização de Audiência Pública pode dar maior legitimidade a um Parecer de Orientação, que é um elemento indispensável para a eficácia de mecanismos regulatórios de *soft law*, como explorado na Parte II.

Assim, os agentes do mercado não são surpreendidos e torna-se possível medir sua reação à orientação nele contida, importante para que se tenha noção da possível adesão a este mecanismo não normativo.

Outro ponto relevante é que, como sói acontecer, a Audiência Pública levou a aperfeiçoamentos na versão final do Parecer 35. Destes, destaca-se, por exemplo, o maior esclarecimento sobre seus efeitos, o que pode suscitar dúvidas legítimas dos agentes do mercado, dada a natureza particular do Parecer de Orientação.

Considerando que essa Audiência Pública foi uma exceção no paradigma de atuação da CVM, decidimos discutir o tema com Marcos Pinto, idealizador do Parecer 35. Assim, perguntamos a ele o que o levou a decidir realizar essa Audiência Pública. Em apertada síntese, ele nos revelou ser sempre a favor de realizar Audiências Públicas.

Públicas somente começaram a ser publicadas no site da CVM a partir de 2005. Dessa forma, não há como precisar se foram feitas Audiências Públicas para edição desse ou outros Pareceres de Orientação. O próprio Diretor indicou não ter certeza sobre isto. Nossos entrevistados mencionaram exclusivamente as Audiências Públicas prévias à edição dos Pareceres 35 e 36. Em um último comentário nesse ponto, é interessante notar como, no processo acima mencionado, o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Souza, para justificar a realização da Audiência Pública previamente aos Pareceres de Orientação que mencionou, cita que eles tratariam de “disposições legais muito mais abertas do que a prevista no art. 115, §1º, que pareciam assemelhar a atividade da CVM mais à atividade regulatória do que meramente interpretativa”. Este entendimento parece ter sido superado quando da edição do Parecer 35, conforme será visto no próximo capítulo.

²¹ Destaca-se a participação da Associação Brasileira de Bancos Internacionais; Associação Brasileira de Companhias Abertas; Associação de Investidores no Mercado de Capitais; Associação Nacional dos Bancos de Investimento; Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados; Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil; e Machado, Meyer, Sendacz, e Opice Advogados.

²² A realçar o interesse do mercado em participar desse processo, destacamos neste ponto que houve até mesmo a utilização da Audiência Pública para criticar a realização de Audiência Pública.

A primeira razão para tanto é simples, a opinião que o regulador tem sobre um tema pode estar errada. Esse é o pressuposto, em havendo uma possibilidade real de que o regulador esteja errado, ao submeter um assunto a Audiência Pública; o regulador se abre para ouvir argumentos contrários à interpretação proposta e deixar-se convencer do erro.

Especificamente com relação ao debate sobre se faria sentido ou não que um Parecer de Orientação fosse precedido por Audiência Pública, mencionou que o fato de se tratar de uma interpretação não muda em nada o valor do procedimento de consulta.

Isso porque, na verdade, a melhor maneira de se chegar à melhor interpretação de uma lei ou norma, na sua visão, é o debate. Nesse sentido, o paralelo que traçou foi com um processo judicial, no qual há um contraditório que delibera a melhor interpretação e aplicação da lei ao caso. Dali surgem bons argumentos e isso dá esclarecimentos ao juiz para que ele chegue ao melhor resultado possível.

Essa é a sua percepção de como se deve dar também o processo mais amplo de interpretação da lei, que é o Parecer de Orientação. A CVM deve ouvir a todos, o que têm a dizer, qual sua percepção sobre os impactos do caminho proposto para a interpretação da CVM, se as reações são positivas ou negativas. E foi isso o que foi feito no Parecer 35.

Além de Marcos Pinto também Marcelo Trindade, Maria Helena Santana, Gustavo Gonzalez, concordaram que esse diálogo com o mercado é sempre produtivo para a elaboração da regulação, seja qual for o instrumento regulatório.

Neste ponto, Gustavo Gonzalez acrescentou que acredita que a razão pela qual foram realizadas poucas Audiências Públicas²³, em linha com sua natureza interpretativa, é o fato de que a consulta ao mercado fará sentido a depender do tema a ser tratado e esta avaliação dependerá da estratégia regulatória de cada Colegiado.

Concordamos com o conjunto desses posicionamentos e acreditamos que, a depender da temática abordada e da complexidade de seu conteúdo, a exclusivo critério da CVM, poderá ser benéfica a realização de Audiência Pública. Assim, a CVM sempre se manifestará com maior propriedade sobre o tema e terá mais chances de atingir a melhor solução regulatória.

²³ Nesse sentido, realçamos que os Pareceres 38 e 39 não foram precedidos de consulta pública.

2.2.3 *Aprovação*

Uma vez iniciado o processo de edição de um Parecer de Orientação, ele deverá ser votado em uma das reuniões do colegiado de regulação, realizadas às quartas-feiras, em conjunto com todos os demais instrumentos que compõem o arcabouço regulatório da CVM.

Assim, por exemplo, o Parecer 38 foi objeto de longas discussões, tendo sido objeto de deliberação nas reuniões de 25 de abril de 2018²⁴, 02 de maio de 2018²⁵, 11 de julho de 2021²⁶ e 29 de agosto de 2018²⁷, quando foi finalmente aprovado.

Como já indicado acima, mesmo proposto e deliberado, um Parecer de Orientação não necessariamente será aprovado. Nesse sentido, identificamos que, na reunião do Colegiado de 31 de outubro de 2006²⁸, foi deliberada minuta de parecer de orientação que trataria da aplicação do art. 4º, §5º da Lei 6.404/76, combinado com o art. 20, III, da Instrução CVM n.º 361 de 2002, sobre o procedimento a ser adotado no depósito dos valores para efeito do resgate compulsório de ações.

Neste caso, com base em uma consulta feita por participante do mercado em 17 de setembro de 2002, a CVM havia solicitado à área técnica preparação de Parecer de Orientação sobre o tema²⁹, que foi elaborada pela Procuradoria Federal Especializada (“PFE”)³⁰.

Contudo, o Diretor Relator votou no sentido de que a minuta não justificaria a edição de um Parecer de Orientação, e que a forma mais rápida e eficiente para se tratar das questões postuladas era respondê-las diretamente naquele processo. A consulta foi respondida e a minuta abandonada.

²⁴ Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180425_R1/20180425_D0864.html. Acesso em: 06 ago. 2021.

²⁵ Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180502_R2/20180502_D0864.html. Acesso em: 06 ago. 2021.

²⁶ Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180711_R1/20180711_D0864.html. Acesso em: 06 ago. 2021.

²⁷ Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180829_R1/20180829_D0864.html. Acesso em 06 ago. 2021

²⁸ CVM, Processo RJ2002/6503, D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. No voto do Diretor Relator, é feita menção ao fato de a minuta já ter sido discutida nas reuniões de regulação de 09 de novembro de 2005 e 21 de dezembro de 2005. Contudo, as atas das referidas reuniões não fazem menção à deliberação de minuta de Parecer de Orientação.

²⁹ O voto afirma que essa solicitação foi feita na reunião de regulação de 11 de janeiro de 2005, mas a ata da reunião não faz menção a isso.

³⁰ Não foi identificado o motivo de a PFE ter elaborado a minuta.

2.2.4 Revogação (Cancelamento)

A última etapa que resta analisar é a de como chega ao fim a vigência de um Parecer de Orientação. Isto é, a interpretação contida no Parecer de Orientação pode já não fazer mais sentido, seja pela evolução do entendimento da CVM, seja pela evolução do arcabouço regulatório da autarquia, seja pela evolução da realidade regulada.

Como já analisado, Pareceres de Orientação sempre representaram a opinião do Colegiado, e não apenas a de quem o assinava, e compartilham muitas das características do processo de edição de instrumentos normativos. Portanto, não deveria haver maiores empecilhos para que pudessem ser revogados, ainda que se mudasse a composição do Colegiado.

Contudo, isso nunca aconteceu nestes termos, mesmo nos casos em que o normativo interpretado já foi alterado ou revogado. O que já aconteceu foi que, de acordo com a ata da reunião do Colegiado em que foi aprovada a edição da Resolução n.º 02 de 2020, 24 Pareceres de Orientação foram “cancelados”, por não mais refletirem o posicionamento da CVM³¹.

Embora acreditemos que o conceito em si de cancelamento possa ser um conceito confuso ao mercado e represente uma diferenciação desnecessária com relação aos demais instrumentos regulatórios da autarquia, nosso principal desconforto aqui é o fato de esta ter sido a única ocasião em que a CVM refletiu sobre a vigência de Pareceres de Orientação.

Assim, de uma única vez, e uma única vez, promoveu o cancelamento em massa de Pareceres de Orientação, alguns dos quais há muito não deviam compor seu arcabouço regulatório, seja por não mais condizerem com a realidade econômica brasileira, seja pela própria evolução do arcabouço regulatório da CVM.

Nesse sentido, um dos exemplos mais claros disso é o Parecer 02, de 15 de fevereiro de 1979, que tratava da correção anual do valor nominal das ações de companhias abertas com base no produto da correção monetária do capital social. Esse Parecer de Orientação se justificava pela forte desvalorização da moeda que assolava a economia nas décadas de 70, 80 e 90.

Dentre os efeitos deletérios da inflação nas demonstrações financeiras está a perda de representatividade no registro de transações pelo valor histórico. Desta forma, itens de natureza

³¹ Dentre eles o Parecer 02, Parecer 06, Parecer de Orientação n.º 12 (“Parecer 12”) e Parecer 15. Atualmente há a seguinte referência na página da CVM de cada um destes Pareceres de Orientação: “CANCELADO conforme deliberação do Colegiado em reunião de 05.08.2020.”

não monetária podem estar com valores formados em exercícios diversos, por moedas com poder aquisitivo diverso. De modo a amenizar os efeitos do histórico de inflação, o art. 185 da Lei 6.404/76 passou a tratar da correção monetária, antecipando-se à obrigação fiscal correspondente, instituída pelo Decreto-Lei n.º 1.598/77³².

Por maior que possa ter sido a importância histórica do Parecer 02, há décadas ele já não fazia sentido e o art. 185 até mesmo havia sido revogado em 1989. Assim, nosso posicionamento é o de que este, assim como outros, há muito já poderia ter sido revogado, cancelados ou substituído por um novo Parecer de Orientação.

Outra hipótese de obsolescência de Pareceres de Orientação é aquela salientada por Paulo Aragão, de que, em alguns casos, eles perderam o alcance pois outro instrumento regulatório da CVM posterior dispôs de modo diverso sobre o mesmo tema.

O exemplo citado foi o Parecer 08, que teve seu conteúdo superado pela Instrução CVM n.º 400 de 2003 (“ICVM 400/03”), que abordou o mesmo tema, mas de uma forma diferente. Contudo, nem a ICVM 400/03 fez alguma menção ao Parecer 08 e nem ele foi cancelado ou alterado de modo a fazer constar que o mesmo tema tenha sido regulado de modo diverso em outra norma.

Uma leitura válida do tratamento dado a esses Pareceres de Orientação é a de que, já que as hipóteses por eles tratadas não mais subsistem, não haveria nenhum prejuízo em manter a plena vigência destes Pareceres de Orientação. Eles só teriam caído em desuso e, sem a CVM ser chamada a versar sobre aquele tema e, assim, invocar o Parecer de Orientação, ninguém nunca reclamará perante a CVM que o Parecer de Orientação está defasado.

Contudo, a manutenção de instrumentos regulatórios que nada regulam somente causa confusão no mercado e a constante revisão do arcabouço regulatório de uma autarquia é um exercício importante na garantia da adequação e atualidade da regulação.

Assim, trazemos como exemplo a experiência com o próprio Parecer 08. No Processo RJ2006/0214³³, a SRE submeteu ao Colegiado uma consulta formulada relativa a proposta de homologação de aumento de capital social estruturada para atender ao disposto no Parecer 08³⁴.

³² GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 765–766.

³³ Julgado em 09.05.2006, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro.

³⁴ A Invitel S.A., consultante, reportou que o conselho de administração havia aprovado aumento do capital social em R\$ 184.000.000,00 (cento e oitenta e quatro milhões de reais), no limite do capital autorizado, via subscrição particular,

Embora o Diretor Relator tenha votado por permitir o aumento de capital parcialmente subscrito se todos os subscritores confirmassem suas decisões, é oportuno mencionar que ele fez questão de ressaltar que o Parecer 08 deveria ser aplicado com ponderações, em linha com nosso comentário acima.

Isso porque ele teria sido alterado implicitamente pela ICVM 400/03, em regime menos limitador da autonomia privada do que o regime do Parecer 08, sendo que o aumento de capital privado seria sujeito a menos limitações do que os aumentos mediante subscrição pública³⁵.

Isto é, havia dois regimes concorrentes sobre um mesmo tema, sendo um deles menos intervencionista na atividade negocial. O ente regulado, porém, não ciente disso, orientou-se pelo regime anterior.

É importante mencionar, ainda, como algo semelhante ocorreu com o Parecer de Orientação n.º 30 (“Parecer 30”), que trata do fornecimento de certidões dos livros societários das companhias abertas, conforme art. 100, §1º da Lei 6.404/76. Citamos, nesse sentido, o pedido de reconsideração de decisão do Colegiado nos Processos RJ2004/0203³⁶ e RJ2004/0712³⁷.

Em sua decisão, a justificar a sugestão de estudos para edição de um novo Parecer de Orientação para substituir o Parecer 30, o Diretor Relator mencionou como este era anterior às mudanças no referido artigo, que alteraram o regime de fornecimento de certidões³⁸. Seria necessário dar maior orientação sobre o tema, o que até hoje não ocorreu.

de 92.759.889 (noventa e dois milhões, setecentos e cinquenta e nove mil, oitocentas e oitenta e nove) ações ordinárias para o adimplemento de dívidas da companhia. Apenas acionistas representantes de 90% do capital social da Invitel S.A. exerceram tal direito, porém. Mesmo oferecendo as sobras aos subscritores, o aumento de capital não foi integralmente subscrito, mas o valor subscrito era suficiente para cumprir o objetivo do aumento de capital social. Assim, a Invitel S.A. consultou a CVM para prosseguir com o aumento de capital social mesmo não totalmente subscrito.

³⁵ Em mais detalhes, o Parecer 08 essencialmente proíbe a subscrição parcial de capital social, com fundamento no fato de que não é possível a constituição de uma companhia sem que todo o capital social tenha sido subscrito. Caso o aumento de capital social não tivesse adesão integral, deveria ser protocolado novo aumento nas bases aprovadas, facultando a ratificação das manifestações originais. Já a ICVM 400/03 faculta que o prospecto preveja a possibilidade de subscrição parcial, especificando valores e facultando aos investidores participarem do aumento de capital social apenas parcial. No caso concreto, a companhia havia apresentado pedido para a CVM para que fosse aberto prazo de 30 dias para os acionistas homologarem a subscrição parcial do aumento de capital social.

³⁶ Julgado em 16.04.2004, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro.

³⁷ Julgado em 16.04.2004, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro.

³⁸ De acordo com a referida decisão, o Parecer 30 não seria mais aplicável devido às mudanças no art. 100 da Lei 6.404/76. O Parecer 30 trata sobre os livros de natureza pública das companhias abertas, não impondo restrições ou justificativas para o acesso, e especifica quais informações deveriam ser fornecidas. A reforma no referido art. 100 limitou os pedidos a casos que se destinem à defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado. É importante destacar que um dos pedidos de acesso dos acionistas fez menção expressa a basear-se no Parecer 30, que já não poderia mais ser aplicado.

Como consequência, a CVM continuou por anos a julgar pedidos e consultas referentes a pedidos de lista de acionistas e novamente um Diretor percebeu que havia grande confusão no mercado e que era necessário que se esclarecesse inequivocamente como se dariam esses pedidos com base no Parecer 30³⁹.

Ou seja, a existência destes Pareceres de Orientação já não mais orientava adequadamente o mercado. Se um dos grandes benefícios do Parecer de Orientação é o ganho de clareza e eficiência para o arcabouço regulatório da CVM e de segurança jurídica aos entes regulados, conforme se verá em mais detalhes no próximo capítulo, então é contraproducente mantê-los intocados. Ao contrário do Parecer 08, o Parecer 30 nunca foi cancelado.

Por fim, acreditamos haver um efeito psicológico prejudicial até mesmo com relação aos Pareceres de Orientação em geral. Se o mais comum é que um instrumento regulatório não tenha qualquer aplicabilidade prática, há uma desvalorização daqueles que ainda estão em uso, há pouco incentivo para que o mercado se lembre deles e a eles se atente em sua atuação.

2.3 A opinião contida no Parecer de Orientação

Em um último ponto sobre o conceito de ser o Parecer de Orientação uma opinião, resta demonstrar, na prática, como ele pode comunicar uma opinião da autarquia. Acreditamos que o Parecer 01 possa demonstrar este aspecto. Isso porque ele próprio explica a visão de mundo e de mercado da CVM⁴⁰ por detrás de sua interpretação do art. 170, §1º, Lei 6.404/76, que prescreve parâmetros para precificação de novas ações emitidas em aumentos de capital social⁴¹.

Seu conceito de eficiência, a importância dada à tutela da informação e o impacto desta sobre a cotação das ações, bem como a interrelação destes conceitos com a proteção a investidores

³⁹ CVM, Processo RJ2008/1794, j. 24.06.2008, D. Rel. Sergio Weguelin. Esta consulta será mais bem explorada no Capítulo 10, abaixo. Contudo, desde já ressaltamos tratar-se de mais um pedido baseado expressamente no Parecer 30.

⁴⁰ Por exemplo, “num mercado de valores mobiliários desenvolvido e eficiente, ou seja, naquele presidido por um amplo e eficaz sistema de informações ‘Companhia-público investidor’, e no qual determinada ação possua um alto índice de negociabilidade, o parâmetro ‘cotação da ação’ realmente assumirá uma prevalência praticamente total sobre os demais parâmetros. Isto porque, neste caso, todas as informações sobre a companhia emitente, bem como sobre a ação por ele emitida, são de pleno conhecimento do público investidor, e se refletem na cotação da ação no mercado, valor este realmente representativo do ‘valor econômico da ação’ de que fala a exposição de motivos da Lei”.

⁴¹ Para contextualização, o Parecer 01 presta-se a dois esclarecimentos: (i) ajudar a orientar a prevalência de um parâmetro do art. 170 sobre os demais; e (ii) consignar que é possível que haja diluição justificada, delimitando também os requisitos para que a diluição das ações seja considerada justificada.

levaram a CVM a, por meio deste Parecer de Orientação, orientar o mercado para a estipulação do valor de cotação das ações em aumentos de capital social.

É interessante notar também como o próprio corpo do Parecer 01 traz seu objetivo e seu escopo. De acordo com seu texto, sua finalidade é tutelar os antigos acionistas da companhia que não exercessem seu direito de preferência, servindo, desta forma, à proteção a investidores.

Além disso, de acordo com o parágrafo 12, ele presta-se a incutir nos agentes do mercado a filosofia de que “o mercado venha a refletir o real valor de suas ações”, influenciando a forma de avaliação de ações, mediante o estímulo ao surgimento de um mercado real para suas ações pela constante divulgação sobre sua real situação e potencialidades.

O Parecer 01 representa uma das comunicações mais horizontais e completas da CVM com o mercado e, acreditamos que tenha sido possível demonstrar como veicula a opinião da autarquia. Está claro, assim, que um Parecer de Orientação representa uma opinião da CVM e que isso tem implicações tanto em seu conteúdo, quanto em seu processo de concepção, proposição e cancelamento.

O próximo capítulo se debruçará sobre o outro elemento constitutivo da definição de Parecer de Orientação, isto é, o exercício da função de orientação por meio dos Pareceres de Orientação.

3 A DEFINIÇÃO DE PARECER DE “ORIENTAÇÃO”

O segundo elemento que compõe o Parecer de Orientação é a ideia de “Orientação”. Passaremos, dessa forma, à análise das formas como um Parecer de Orientação presta-se a orientar o mercado.

Assim, este capítulo se iniciará pela análise da função de orientação em abstrato exercida pela CVM. Em seguida, por meio de Pareceres de Orientação já editados, serão exemplificadas as formas pelas quais eles podem orientar o mercado. Ao final, analisaremos a relação de Pareceres de Orientação e a atuação sancionadora da CVM.

3.1 A função de orientação

Tendo em vista sua missão de regular o mercado, à CVM foram atribuídos poderes para disciplinar, fiscalizar, administrar e sancionar⁴² as atividades que circundam o mercado de capitais, elencadas no art. 1º da Lei 6.385/76⁴³.

A partir dessa previsão, é possível identificar algumas funções a serem desempenhadas pela autarquia. Estas não devem ser entendidas como categorias estanques, dissociadas, e sim como diferentes enfoques complementares da atuação da CVM⁴⁴.

⁴² “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II – administrar os registros instituídos por esta Lei; III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV – propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V – fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.”

⁴³ “Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.”

⁴⁴ Como se verá ao longo deste trabalho, este foi o tratamento geral conferido a todas as categorizações aqui utilizadas. Por mais que esta ressalva possa transmitir a ideia de possível aversão à utilização de categorizações, este não é o caso. Acreditamos que não existam categorias certas ou erradas, apenas úteis ou não úteis. Nesse sentido, conforme será descrito em mais detalhes com relação a cada categorização proposta, as utilizaremos conforme tenham alguma utilidade para este trabalho, independentemente de se tratar de categorias estanques e/ou que representem perfeitamente algum fenômeno.

A regulação do mercado de capitais realizada pela autarquia dá-se, primariamente, pelo exercício de sua função normativa. Por meio do seu exercício, são estabelecidas regras técnicas para regular o exercício de atividades econômicas visando ao interesse coletivo⁴⁵.

Dotada de autonomia para promulgar normas, sua atuação complementa a legislação editada pelo Poder Legislativo, garantindo maior flexibilidade e adaptabilidade ao arcabouço regulatório da autarquia.

Sem depender do Legislativo, o conjunto normativo poderá acompanhar a rápida evolução do próprio mercado⁴⁶. Assim, a função normativa conferida à CVM é essencial para eficiência da regulação do mercado.

Não basta, porém, a normatização. A disciplina normativa precisa ser complementada pela polícia administrativa. Esta pode se expressar em sua forma positiva, pela imposição de sanções, ou também de modo preventivo, na forma de atos administrativos que implementem a normatização do mercado⁴⁷.

Nesse sentido, o referido exercício do poder de polícia muito se relaciona ao exercício de outra função da CVM, sua função preventiva⁴⁸. Isto é, a autarquia tem a função não apenas de punir, mas, principalmente, tem o dever de buscar evitar a ocorrência de irregularidades no mercado, protegendo investidores potencialmente lesados.

É relevante aliada no exercício de tais funções, também, a função de fiscalização⁴⁹. Esta função se caracteriza pela análise de condutas dos agentes no mercado e se concretiza pelo exercício do mencionado poder de polícia positivo, punindo irregularidades.

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 368–369.

⁴⁶ A competência e legitimidade para a edição de normas da CVM advém justamente da chamada “capacidade normativa de conjuntura”, em que sua regulação permite que o arcabouço regulatório aplicável às atividades econômicas acompanhe sua evolução. ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. **A Capacidade Normativa de Conjuntura no Direito Econômico: O Déficit Democrático da Regulação Financeira**. 204 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

⁴⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e “Insider Trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 79. Pontuamos que o poder polícia é conceituado pelo autor como um poder negativo, que restringe, limita o exercício de direitos.

⁴⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 374-379.

⁴⁹ A respeito da fiscalização do mercado e do papel da CVM, assim versa a exposição dos motivos da Lei 6.385/76: “3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o Mercado de valores mobiliários e as companhias abertas. 4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do Mercado de capitais exigem

O exercício dessa função é expresso, portanto, pela limitação da liberdade individual em prol do interesse coletivo⁵⁰. Dessa forma, destacamos desde já que a função de fiscalização e o exercício positivo do poder de polícia estão intimamente ligados ao conceito de regulação via comando e controle, que será retomado abaixo, representando em essência a regulação por meio de normas e punição a descumprimentos.

O exercício de uma quarta função está ligado às já citadas funções normativa, preventiva e de fiscalização. Esta é a função de orientação, que prescreve a atuação da CVM no sentido de orientar, de instruir a atuação dos agentes do mercado⁵¹.

Conforme se extrai da doutrina, no regime previsto pela Deliberação n.º 01 de 1978 (“Deliberação 01/78”), a função de orientação do mercado podia ser desempenhada por meio das chamadas manifestações de entendimento⁵², que são justamente opiniões da autarquia sobre variados assuntos, conforme analisado no capítulo anterior. Além do Parecer de Orientação, integravam as manifestações de entendimento os Pareceres⁵³, como os Pareceres da Superintendência Jurídica a que se referiu Paulo Aragão.

A Resolução 01/20, já mencionada, revogou e substituiu a Deliberação 01/78⁵⁴. Neste processo, foi revogada a previsão quanto ao Parecer, de modo que o Parecer de Orientação se tornou a única das extintas manifestações de entendimento à disposição da autarquia e o principal veículo para exercício de sua função de orientação.

O Parecer de Orientação relaciona-se, ademais, à função normativa por dar maior efetividade ao arcabouço regulatório da CVM. Isto porque, por exemplo, quando se esclarece a correta execução de dado procedimento, mais agentes o executam corretamente. O mesmo ocorre

a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito”.

⁵⁰ DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. **Direito Administrativo**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 110.

⁵¹ ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 139 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 95.

⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 377-379.

⁵³ Esclarecemos que a existência de um ato intitulado “Parecer” é a razão para não utilizarmos apenas o termo “Parecer” para fazer referência geral a Pareceres de Orientação em nenhum momento ao longo deste trabalho. Ainda que isto implique a utilização repetitiva da nomenclatura, optamos pelo rigor técnico, de modo a evitar possíveis confusões.

⁵⁴ Os ajustes imprimidos pela Resolução 01/20 na previsão anterior do Parecer de Orientação são meros ajustes de redação e em nada afetam sua conceituação, como retomaremos no Capítulo 9, abaixo. Assim, acreditamos não haver prejuízo de nos valermos da análise doutrinária da atuação da CVM sob o regime anterior.

quando a interpretação de um determinado dispositivo legal na visão da autarquia é especificada. Os agentes tenderão a conformar sua atuação a esta correta interpretação.

No mesmo sentido, se o Parecer de Orientação, ao orientar o mercado, confere maior efetividade às normas, também acaba por contribuir para a função de prevenção da ocorrência de irregularidades. Isso porque, se agentes tendem a atuar em conformidade com a interpretação da norma da CVM, minimizam-se desvios.

Complementarmente, se o Parecer de Orientação reduz a incidência de irregularidades, ele facilita também o exercício da função de fiscalização. Em havendo menos desvios a serem identificados e uma atuação mais padronizada dos agentes do mercado, desvios são mais facilmente identificados, demandando menos atenção e recursos da autarquia, recursos escassos e que poderão ser mais bem alocados.

Estes conceitos somam-se na possível identificação do Parecer de Orientação também como um dos atos administrativos que compõem o poder de polícia negativo acima apontado, ao implementar a normatização do mercado.

Ressaltamos, ainda, que a importância do Parecer de Orientação para o exercício das funções da CVM advém também de outro elemento de sua previsão legal, o fato de que podem ter origem em consultas feitas pelos próprios agentes, elemento objeto da análise do Capítulo 10.

Dessa forma, tanto se evita a tomada de decisões econômicas que seriam potencialmente indesejadas⁵⁵, quanto se identificam quais pontos o mercado tem interesse em obter maior orientação.

A edição de Pareceres de Orientação é do interesse dos agentes do mercado também pela segurança jurídica que propicia⁵⁶, de extrema importância na tomada de decisões no mercado⁵⁷. Além de dar maior clareza às normas para os agentes do mercado em si, pelo princípio da legalidade, retomado abaixo, em tese, ele também conforma a forma como uma norma será interpretada pela própria autarquia, tanto pelo Colegiado quanto pelas áreas técnicas.

⁵⁵ ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 139 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 95-96.

⁵⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 377-378.

⁵⁷ FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

É dizer, em decisões futuras a CVM não poderá decidir de modo contrário ao exarado em um Parecer de Orientação, ao menos não sem antes se pronunciar sobre o tema e/ou cancelar o Parecer de Orientação.

Isto é de grande importância para os agentes, que passarão a ter a certeza de como a autarquia agirá. Dessa maneira, podem calcular os riscos e os custos de sua atuação de modo mais eficiente e tomar decisões mais qualificadas.

Por fim, mencionamos o potencial de adaptabilidade que o Parecer de Orientação confere ao regramento legal, potencializando a capacidade normativa de conjuntura da CVM, acima citada.

O mercado é um fenômeno extremamente dinâmico e seu dinamismo tem se intensificado com a implantação de novas tecnologias. Tal característica implica o surgimento tanto de novas formas de atuação e interação, como de novas irregularidades. É essencial, então, que a CVM possa acompanhar tal dinamismo⁵⁸.

Em resposta, a CVM pode expandir seu arcabouço regulatório e instituir novas normas. É possível, porém, que não se trate de se prever uma nova hipótese legal, e sim de enquadrar novas situações nos tipos já existentes. O modo mais adequado para tanto é adaptando a interpretação da autarquia de seu arcabouço regulatório.

O modo mais célere e com menos impacto no mercado de atualizar a interpretação da CVM de uma norma é por meio de um Parecer de Orientação que divulgue que a autarquia entende que determinada nova hipótese se enquadra em um tipo legal já existente.

Um último ponto geral a ser ressaltado sobre a função de orientação, que será importante nas análises da Parte II, é que o exercício da função de orientação em si não é cogente e seu descumprimento, de per se, não deveria implicar punições, hipótese que será testada no item 3.4, abaixo. A orientação é, acima de tudo, justamente uma orientação, um *standard*, que, por definição, poderá ou não ser seguida pelos agentes do mercado.

Traçado o panorama geral, cabe agora analisar na prática como estes conceitos se concretizam na forma de Pareceres de Orientação já editados.

⁵⁸ YAZBEK, Otávio. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In: SATIRO, Francisco (Coord.). **Mercado de capitais: aspectos jurídicos**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 121–124.

Tal qual a análise das funções, é oportuno ressaltar que as formas de orientar o mercado abaixo descritas são complementares e se verificam em mais de um, ou até mesmo em todos os Pareceres de Orientação já editados.

A explicação será feita através de exemplos exclusivamente por se entender que utilizar casos concretos de anteparo ajuda na concretização dos conceitos trazidos, como foi feito com relação ao Parecer 01 no capítulo anterior.

3.2 Pareceres 15 e 39 e a instrução para realização de um procedimento

Esta análise será iniciada retomando-se a classificação em grandes temas introduzida no capítulo anterior. A primeira destas é a de Pareceres de Orientação que instruem a mais adequada realização de um dado procedimento.

Muitos Pareceres de Orientação poderiam ter sido escolhidos para exemplificar esta categoria. Dentre estes, mencionamos, de início, o Parecer 15. Sua estrutura é muito semelhante a uma cartilha, um manual para a elaboração de demonstrações financeiras, notas explicativas, relatório de administração e parecer de auditoria.

Ressaltamos, assim, como este é um longo Parecer de Orientação, que contém uma série de orientações, tabelas e conceitos que pouco se assemelham a interpretações de normas e muito mais a comandos para seu cumprimento. Dessa forma, ele ilustra perfeitamente o ponto delimitado, de instruir particulares à adequada elaboração de demonstrações financeiras.

Em linha com a função de orientação acima descrita, é importante delinear como esse Parecer de Orientação evidencia o conceito de conferir maior eficiência ao arcabouço regulatório e legal aplicável aos agentes do mercado.

Isso porque a introdução ao Parecer 15 indica que o trabalho de acompanhamento das demonstrações financeiras de 1986 havia identificado tanto a persistência de desvios que já tinham sido endereçados em orientações anteriores e que precisavam ser reforçadas, como novos desvios que precisavam ser endereçados em nova orientação.

Especificidade que também merece destaque é como o Parecer 15 traz esclarecimentos sobre a aplicação do princípio da prevalência da essência sobre a forma na contabilização do arrendamento mercantil.

Este era um dos poucos exemplos de aplicação desse princípio antes da reforma legislativa trazida pela Lei n.º 11.638 de 2007 (“Lei 11.638/07”)⁵⁹, melhor explorada abaixo. O Parecer 15 inclusive chegou a ser invocado em precedente para fazer alusão ao princípio⁶⁰.

Trazendo a análise a presente, é pertinente traçar breves notas também sobre o Parecer 39, o mais recente Parecer de Orientação editado pela CVM. Como se pode ver na “Figura 1.2: Objeto dos Pareceres de Orientação”, disposta no Apêndice A, há muito a CVM tinha deixado de editar este tipo de Parecer de Orientação.

Em uma viagem de volta para o futuro, o Parecer 39 muito se assemelha à cartilha do Parecer 15, embora em versão mais enxuta, combinando com seu tema de trazer orientações sobre o regime simplificado de publicidade de atos societários nos termos da Lei n.º 13.818, de 24 de abril de 2019 (“Lei 13.818/19”).

Nesse contexto, ele assinala como devem ser publicadas as demonstrações financeiras resumidas, bem como as notas explicativas, o relatório do auditor independente, o parecer do Conselho Fiscal e até como devem ser feitas menções a LAJIDA (EBITDA) e LAJIR (EBIT).

Com relação às demonstrações financeiras em si, é relevante destacar dois pontos. O primeiro é como o Parecer 39 complementa a Lei 13.818/19 e vai muito além de suas disposições, de modo a tutelar a assimetria informacional e ao mesmo tempo permitir a redução de custos de observância.

Assim, por exemplo, seu primeiro capítulo indica que as companhias devem esclarecer, no início de suas demonstrações financeiras resumidas, que estas são apenas sua versão resumida e indicar onde se encontra a versão completa.

Na mesma linha, seguidas vezes o Parecer 39 dita às companhias que toda informação constante na versão resumida deve estar presente identicamente na versão completa. Por mais que o Parecer 39 em si não obrigue a apresentação de nenhuma destas informações, sua influência sobre a conduta das companhias abertas é clara.

Um segundo ponto que coexiste com o primeiro é como, em típico formato de Parecer de Orientação, embora sejam indicadas algumas linhas a serem segregadas, é expressamente

⁵⁹ GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 20 -21

⁶⁰ CVM, Processo n.º RJ 2005/4105, j. 06.12.2005, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro.

concedida margem para que cada companhia divulgue as informações que julgue mais importantes para a sua realidade. O mesmo ocorre com os demais itens endereçados no Parecer 39.

Assim, este Parecer de Orientação ilustra uma maneira interessante pela qual a CVM pode dar instruções ao mercado, ao mesmo tempo em que confere flexibilidade e reduz o custo de observância de companhias.

3.3 Pareceres de Orientação e a interpretação do texto da norma

Neste momento, voltamo-nos para a segunda grande categoria delineada no capítulo anterior. Muito mais do que instruir a elaboração de demonstrações financeiras, estes Pareceres de Orientação exploram conceitos da legislação e da regulação, trazendo a interpretação da CVM sobre seu conteúdo.

Sendo categoria muito mais versátil e multifacetada, para sua melhor compreensão, apontamos abaixo subcategorias, diferentes formas em que se pode dar a orientação via interpretação das normas do mercado. Começamos pelo começo.

3.3.1 Parecer 02 e a consolidação de um entendimento

Conforme mencionado no capítulo anterior, Paulo Aragão nos relatou como, em sua gestão, o Parecer de Orientação era muito usado como uma forma de consolidação de entendimentos em resposta a consultas do mercado ou em reiterados julgamentos sobre um tema.

Para fins de dar maior concretude a esse conceito, relatamos que o entrevistado apontou alguns exemplos desse processo, dos quais destacou o Parecer 02. Em apertada síntese, pelo art. 297 da Lei 6.404/76, era necessário capitalizar a reserva de correção monetária.

Como muitas companhias ainda tinham o dividendo mínimo das ações preferenciais calculado sobre o valor da ação, e a inflação à época já era significativa, havia um salto no valor do dividendo no momento em que se dava a capitalização da correção monetária.

Nesse contexto, o art. 297 permitia um diferimento de tal capitalização em certas circunstâncias⁶¹. Dessa forma, o Parecer 02 serviu para explicar a razão daquela capitalização e em que circunstâncias ela poderia não ocorrer com base no art. 297.

O entendimento aqui adotado é o de que Pareceres de Orientação que consolidem posições jurisprudenciais podem ser extremamente úteis para eliminar mal-entendidos e dirimir dúvidas que surgem da explicitação de conceitos exclusivamente por meio de votos. A temática da utilização da jurisprudência para orientar o mercado será retomada à frente.

3.3.2 Parecer 19 e a interpretação teleológica

O Parecer de Orientação n.º 19 (“Parecer 19”) trata sobre um tema importantíssimo e, não por acaso, é um dos poucos Pareceres de Orientação de seu tempo que não foram cancelados. Ele se dedica à interpretação do art. 161, §4º, alínea ‘a’, da Lei 6.404/76⁶², à eleição em separado de membros do conselho fiscal por parte de acionistas preferencialistas⁶³.

Assim, sendo o Conselho Fiscal o mais importante órgão de fiscalização interno em uma companhia, a forma de sua composição será determinante para sua atuação e para a efetividade desta fiscalização. O referido artigo foi criado, dessa forma, objetivando tornar o órgão verdadeiramente representativo, por meio da eleição em separado.

Contudo, seu texto faz referência a duas eleições em separado distintas, uma por parte de preferencialistas e uma por parte de minoritários. Seria possível entender, então, que o controlador titular de ações preferenciais poderia participar da votação em separado.

⁶¹ Companhias que cumulativamente tivessem satisfeito duas condições: a) possuírem ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo fixo ou mínimo; e b) terem regulado no estatuto social, até 15.02.78, a participação das ações preferenciais na correção monetária anual do capital social com observância das normas do art. 297, prevendo expressamente a possibilidade de a capitalização ser procedida mediante a emissão de ações bonificadas.

⁶² “Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. (...) § 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; (...)”

⁶³ A exposição de motivos da Lei 6.404/76 ressalta a importância desta previsão no contexto do mercado de capitais brasileiro: “Na maioria das companhias existentes, todos os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos mesmos acionistas que escolhem os administradores. Nestes casos, o funcionamento do órgão quase sempre se reduz a formalismo vazio de qualquer significação prática, que justifica as reiteradas críticas que lhe são feitas e as propostas para sua extinção. A experiência revela, todavia, a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usem de seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho, e desde que as pessoas eleitas tenham os conhecimentos que lhes permitam utilizar com eficiência os meios, previstos na lei, para fiscalização dos órgãos da administração”.

Isto, porém, tornaria meramente pró-forma o direito dos acionistas preferencialistas e esvaziaria completamente os controles internos e a fiscalização da companhia. Como solucionar esse problema?

O Parecer 19, nesse contexto, serviu para esclarecer ao mercado como, na visão da CVM, o sentido da lei imperaria a exclusão do controlador desta eleição. Assim, sem poder diretamente alterar a redação da Lei 6.404/76, o Parecer 19 conseguiu dar maior amplitude à letra fria da lei, complementando-a e servindo de grande valia para a proteção dos acionistas minoritários.

Para esta interpretação, o Parecer 19 vale-se de uma fonte particular e extremamente pertinente para realçar o ponto desenvolvido neste subitem. Trata-se da exposição de motivos da Lei 6.404/76, em trecho que menciona que, quando o conselho fiscal é eleito pelos mesmos acionistas que elegem os administradores, esta eleição representa mero formalismo que esvazia a proteção de acionistas dissidentes proporcionada pelo órgão.

A interpretação teleológica, do sentido de disposições abertas ou ambíguas da norma, assim, pode ser de grande valia para a regulação da CVM, em especial em se tratando de temas diretamente previstos na lei e/ou em que não tenha competência direta para regular.

O impacto desse Parecer de Orientação sobre os comportamentos dos agentes do mercado pode ser evidenciado pela evolução das ocasiões em que a CVM foi invocada a tratar da hipótese do Parecer 19. Se, em 2003 e 2004 foram analisados, em cada ano, 6 (seis) processos que o invocaram, de 2007 a 2020 foram analisados, no total, 6 (seis) processos que o mencionaram⁶⁴.

3.3.3 Pareceres 32 e 33 e o acompanhamento da evolução do mercado

Os Pareceres 32 e 33 foram editados na mesma data, em conjunto, e assim serão aqui analisados⁶⁵. Como já mencionado, eles têm por tema ofertas públicas de valores mobiliários em plataformas de internet, emitidos e admitidos à negociação no Brasil ou em outras jurisdições.

Trata-se aqui de Pareceres de Orientação que servem a esclarecer como um regime já existente se aplica a um novo cenário, a utilização da Internet como meio de comunicação, algo ainda incipiente em 2005, quando a Internet ainda era discada.

⁶⁴ Pesquisa objeto do item 3.4, no qual será mais bem explorada.

⁶⁵ Marcelo Trindade comentou que foram inclusive originalmente pensados como um único Parecer de Orientação, sendo apenas posteriormente separados em dois.

Perguntamos, então, a Marcelo Trindade o porquê da edição destes Pareceres de Orientação, por que utilizar exatamente este instrumento regulatório.

Ele nos contou que o motivo foi essencialmente o de haver grandes incertezas sobre a melhor forma de agir. De um lado, era questionável a extensão dos poderes da CVM para tratar do tema e, ao mesmo tempo, havia dúvidas quanto ao próprio benefício que uma atuação da autarquia nesse tema traria para o mercado em comparação com eventual prejuízo e dificuldades de desenvolvimento e adaptação do mercado.

Nesse contexto, a solução identificada foi a edição dos Pareceres de Orientação. Como nos relatou, eles permitiram que a CVM deixasse claros os pontos sobre os quais já estava certa e deixou abertas as áreas cinzentas, onde ainda persistiam incertezas.

A ideia, dessa forma, foi indicar aos entes regulados que fatores poderiam ser considerados pela autarquia e quais seriam os parâmetros que eles mesmos deveriam sopesar em sua atuação para decidirem se deveriam pedir autorização para realizar a oferta pública e, em não pedindo, assumirem o risco de uma ordem de paralização.

Com base nos comentários de Marcelo Trindade, pontuamos aqui como estes fatores se evidenciam.

O Parecer 32 esclarece que o uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários, em regra, caracteriza tal oferta como pública, dado o acesso irrestrito a essas informações.

Além disso, são elencadas medidas preventivas que podem ser tomadas para que a oferta não seja classificada como pública e não dê ensejo a registro perante a CVM, como restrições a acesso e indicações de que a página não foi destinada ao público em geral.

De acordo com o art. 15 da Lei 6.385/76, somente intermediários registrados perante a CVM podem exercer a atividade de intermediação no Brasil. Nesse contexto, destacamos a previsão do Parecer 33 de que, para que intermediários estrangeiros conduzam ofertas públicas no Brasil, devem registrar-se perante a CVM ou contratar instituição integrante do sistema brasileiro.

Ainda que inseridos historicamente, é importante pontuar que estes Pareceres de Orientação ainda são muito atuais. Em um cenário de cada vez maior integração digital entre mercados, eles

ainda disciplinam a caracterização de ofertas de valores mobiliários via Internet e figuram em decisões recentes da CVM sobre o tema⁶⁶.

Conforme explorado na entrevista com Paulo Aragão, os Pareceres de Orientação foram muito relevantes para a consolidação do novo regime instituído pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76. Era importante, então, confirmar o quanto este papel seria útil olhando diretamente para a própria evolução do mercado e não necessariamente da legislação.

Perguntamos então a Marcelo Trindade se o Parecer de Orientação pode ser uma ferramenta relevante para a CVM endereçar estes novos cenários gerados pela dinamicidade do mercado. A resposta foi afirmativa.

Assim, ressaltou o ponto já trazido de como o Parecer de Orientação ao mesmo tempo em que pode enunciar aquilo que a CVM já entende como decorrência direta da lei ou das outras normas da própria CVM, indicando sua opinião; também serve para dizer ao mercado que, em outros aspectos, ainda não há uma certeza sobre qual tratamento e que a CVM continuará monitorando o tema. Ademais, em algumas questões, preenchidos certos requisitos, estará cumprida a norma e não será feita nenhuma investigação.

Neste ponto, realçou um aspecto importante dos Pareceres de Orientação que ganha particular relevo quando têm o papel destacado no presente item. No fundo, o Parecer de Orientação orienta o mercado, mas orienta também internamente a CVM.

Isto é, ao tornar público esse entendimento, o Colegiado assegura, ou ao menos tenta assegurar, que as próprias áreas técnicas da CVM, as Superintendências, não atuem de maneira diferente daquela que o Colegiado pensa ser a correta.

Portanto, se por acaso houver um processo, será apresentado um recurso ao Colegiado e ele será provido, representando, assim, uma perda de eficiência e recursos públicos, o que não deve

⁶⁶ Em 7 de outubro de 2019 foram julgados os Processos SEI 19957.010715/2018-37 e 19957.000495/2019-14, instaurados para avaliar os modelos de atuação propostos por Avenue Securities LLC e Stakeshop PTY Ltd. no oferecimento de serviços de intermediação de valores mobiliários no Brasil até então sem registro. Pertinentes à presente análise, destacam-se a importância dada pela área técnica à previsão do Parecer 33 que orienta a contratação de intermediário registrado perante a CVM, bem como a interpretação da área técnica, fundada nos Pareceres 32 e 33, de que a mera utilização da Internet para divulgar seus serviços, em especial na língua portuguesa, já contribuía para a configuração da publicidade da oferta, sendo necessário que o intermediário estrangeiro tomasse determinados cuidados para desconfigurar essa publicidade. Atualmente, o site da Avenue Securities LLC faz menção a ter sido celebrado contrato com intermediária registrada no Brasil nos termos do Parecer 33. Disponível em: <https://avenue.us/>. Acesso em: 08 ago. 2021.

acontecer. Então haveria também esse benefício interno, o de guiar a atuação das superintendências nessas áreas cinzentas, temas novos ou permanentemente controversos.

Com base nos Pareceres 32 e 33 e nos comentários feitos por Marcelo Trindade, acreditamos que o Parecer de Orientação seja uma ferramenta essencial para que a CVM possa acompanhar a evolução do mercado de modo célere e flexível.

3.3.4 Parecer 36 e a superação de um entendimento e o adiantamento de decisões

O Parecer 36 é um Parecer de Orientação que foi classificado como muito particular por Otavio Yazbek em nossa conversa. Este curto Parecer de Orientação contém uma única previsão: a CVM não aplicará penalidade em sede de processos administrativos sancionadores caso seja votada a alteração ou supressão das chamadas cláusulas pétreas⁶⁷.

Tais cláusulas, em apertada síntese, têm por objetivo cristalizar, imobilizar nos estatutos sociais de companhias abertas as *poison pills*, efeito que remonta, portanto, às cláusulas pétreas constitucionais, motivo da alcunha⁶⁸.

Este Parecer de Orientação nos chama muito a atenção pelo fato de a CVM, mesmo sem deter poder jurisdicional, engenhosamente ter encontrado uma forma de retirar em grande medida a eficácia das cláusulas pétreas. Sem *enforcement*, elas não produzem efeitos jurídicos no plano administrativo⁶⁹.

O Parecer 36, relembremos, foi objeto de Audiência Pública, sendo a minuta e o memorando para a Audiência Pública obra de Otavio Yazbek e Marcos Pinto. Decidimos então tratar com eles, além de Maria Helena Santana, Diretora Presidente à época, sobre este processo.

⁶⁷ Muito embora Nelson Eizirik *et al.* sejam contrários à aproximação das manifestações de entendimento da *no action letter* editada pela SEC, é interessante notar como este Parecer de Orientação é extremamente semelhante ao normativo americano. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 378–379. Este representa uma “carta de não ação”, uma manifestação da SEC fundamentada em consultas formuladas pelo mercado, cujo conteúdo segue a seguinte estrutura: “se seu cliente proceder da maneira formulada na consulta, não recomendaremos qualquer medida punitiva”. Este parece ser, essencialmente, o Parecer 36. Marcelo Trindade usou a mesma comparação com a *no action letter* ao descrever o Parecer 36, além dos Pareceres 32, 33, 34 e 35.

⁶⁸ SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. 200 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 140.

⁶⁹ Conforme análise dos planos do negócio jurídico de Antônio Junqueira de Azevedo, o negócio permanece existente e válido, mas, por fatores extrínsecos ao negócio, perde eficácia. JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. **Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 57.

Otavio Yazbek comentou que, na época, Marcos Pinto vinha analisando questões problemáticas do mercado e pensando em como aplicá-las da forma mais adequada, como havia feito quando propôs o Parecer 35. Uma das questões que se apresentaram naquele momento foi a das *poison pills*, sobretudo da forma como foi desenvolvida no Brasil, assim como o regime criado pelas cláusulas pétreas.

Identificou-se que os agentes do mercado, no momento de começar a abrir capital de companhias (“IPOs”), se encontravam em meio à dualidade de proteger a posição dos controladores em um ambiente em que havia demanda por aumentar cada vez mais o capital circulante, ao mesmo tempo em que havia a preocupação com minorias orgânicas que crescessem muito e que poderiam gerar muitas demandas e produzir efeitos negativos sobre a gestão da companhia.

Nesse contexto, a preocupação dos advogados que estruturaram as primeiras cláusulas pétreas foi a de procurar “encastelar”, dar maior estabilidade à sua posição. Todas as companhias que foram a mercado na intensa leva de abertura de capital a partir de 2004 começaram a adotar as cláusulas *de poison pills* e cláusulas pétreas cada vez mais rebuscadas.

Otavio Yazbek realçou como operacionalmente, porém, não é simples obrigar o lançamento de uma oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) caso alguém vote por excluir uma cláusula *de poison pill* e começaram a se criar algumas artificialidades.

Esta complexidade ganhou dimensões concretas em 2009, no início do período pós-crise, quando o pior já havia passado. Isso porque momentos pós-crise são momentos em que os setores se consolidam, ativos estão depreciados e algumas companhias se encontram em melhores condições econômicas que outras.

Isto é, surgem muitas oportunidades de negócio e, nessa esteira, há um movimento de operações societárias. As *poison pills*, porém, representavam uma dificuldade a esse movimento. Neste contexto, os Diretores se sensibilizaram com essa preocupação e estavam cogitando que caminhos seguir na CVM.

Do ponto de vista normativo, pouco havia que a autarquia pudesse fazer. Isso porque havia sérias dúvidas quanto à competência da CVM para reconhecer a ilegalidade de uma cláusula estatutária. Sequer a classificação da cláusula pétrea como ilegal era unânime internamente, já que Otavio Yazbek acreditava que não havia ilegalidade e Marcos Pinto tendia a acreditar que houvesse.

Ao mesmo tempo, em nossa conversa, Marcos Pinto nos chamou a atenção para como haveria pouco espaço para que a CVM tivesse a oportunidade de discutir a validade dessas cláusulas. As companhias que traziam estas cláusulas estavam no Novo Mercado e, portanto, essas questões seriam decididas em arbitragem, caso a caso e sob sigilo.

Fora de processos sancionadores, pouco poderia fazer em relação ao assunto, a não ser não aceitar o registro nas ofertas públicas de Estatutos Sociais que contivessem essas cláusulas.

Neste ponto, porém, haveria dois problemas. O primeiro é que seria bastante controverso se a CVM teria competência para fazê-lo. O segundo é que, efetivamente, a autarquia não havia agido dessa forma por anos e muitas companhias já tinham vindo a mercado nessa situação.

Ao mesmo tempo, não haveria uma prerrogativa adequada para a abertura de um processo sancionador. Não havia quem punir pela simples inclusão desta cláusula no Estatuto Social.

Dessa forma, Marcos Pinto destacou que haveria duas alternativas para a CVM: declarar que entendia que as cláusulas pétreas eram legais; ou declarar que achava que eram tão questionáveis a ponto de não aplicar sanção se alguém as retirasse.

Isso seria o suficiente para a CVM fazer, é o que ela poderia fazer. Indicava para o mercado e câmaras arbitrais que a CVM entendia que estas cláusulas não eram juridicamente muito adequadas e nem economicamente eficientes para o mercado, e, ao mesmo tempo, dizia que a CVM não aplicaria sanção a quem retirasse essa cláusula do Estatuto. Essa solução encontrada pela CVM foi a menos intervencionista possível, tentando fazer com que o mercado se adequasse à situação.

Maria Helena Santana também destacou como esse Parecer de Orientação, para além de dizer que não daria *enforcement* à cláusula, sinalizou aos agentes do mercado, às câmaras e ao Judiciário que não contariam com o parecer da CVM favorável à punição nem mesmo como *amicus curiae*.

Assim como Marcos Pinto, Otavio Yazbek destacou como a solução encontrada foi justamente uma via de meio, de apresentar um memorando ao mercado que afirma que as cláusulas pétreas chegam próximo da ilegalidade.

Se não pode declarar ilegalidade e se não pode obrigar a retirada, por meio do Parecer 36 a CVM interpreta que, por tudo aquilo que o regime das cláusulas pétreas traz de inadequado, haveria grandes chances de que se revestissem de flagrantes ilegalidades e ineficiências.

Dessa forma, para a hipótese até então inédita de que algum acionista votasse pela retirada das cláusulas de *poison pill* e a companhia optasse por não realizar a OPA, hipótese que, na visão da CVM, não era factível, a autarquia não pretendia fazer *enforcement* dessas cláusulas.

Otavio Yazbek comentou como esse Parecer de Orientação é atípico, pois não se trata de uma interpretação no sentido tradicional. Dá-se um passo além, informando-se que a CVM não agirá caso se descumpra a cláusula pétrea.

A CVM, é claro, não tem competência para especificamente dar *enforcement* de obrigações estatutárias. No entanto, destacou que o descumprimento de obrigação estatutária muitas vezes implica descumprimento de deveres fiduciários dos administradores ou quaisquer outros deveres baseados em lei, casos em que a CVM poderia ser chamada a se manifestar. Contudo, em sendo chamada, não faria *enforcement* e se manifestaria no sentido de que essas cláusulas são provavelmente ilegais.

Tratava-se, portanto, de um Parecer de Orientação feito para resolver um problema específico, elemento também realçado por Marcos Pinto. A CVM tinha necessidade de registrar determinadas posições e evidentemente não tinha competência para tomar medidas mais rigorosas do ponto de vista regulamentar. Otavio Yazbek realçou que, embora isso aconteça também em outros Pareceres de Orientação, neste caso este fator se destaca, caracterizando-o como diferente dos demais.

Feita a análise dos pressupostos e do processo de edição do Parecer 36, passa-se à análise de seu papel na regulação.

O primeiro aspecto do Parecer 36 que merece destaque é justamente o principal objetivo de sua criação explicitado por Otavio Yazbek e Marcos Pinto, de registrar que, quando a CVM for instada a se manifestar sobre a retirada de *poison pills*, ela não aplicará nenhuma sanção. Isto é, este Parecer de Orientação dá o exemplo mais simples e direto de como pode servir ao adiantamento de decisões, ele se resume a dizer qual será a decisão dada em um caso concreto.

Retomamos agora a reflexão trazida nas entrevistas. Imaginemos que o Parecer 36 não tivesse sido editado. A CVM dependeria que algum acionista de uma companhia aberta cujo estatuto previsse uma cláusula pétrea tentasse desafiá-la e, mesmo assim, votasse pela supressão da *poison pill*.

Dependeria, então, que algum acionista decidisse apresentar reclamação perante a autarquia ou a área técnica identificasse irregularidade para que, somente então, pudesse dar um posicionamento pela não aplicação de sanção.

Trata-se de procedimento dotado de grandes incertezas, que depende de fatores externos à própria CVM. Além disso, é notório o impacto sobre a segurança jurídica e a previsibilidade, já que todos os acionistas pautariam suas ações pensando que a cláusula é válida, enquanto a CVM tinha entendimento em sentido contrário. Por fim, trata-se de processo eminentemente lento, e nem sempre a economia pode esperar.

Nesse sentido, retomando novamente o que foi comentado sobre a edição do Parecer 36, o *timing* de sua edição revela, justamente, a importância do ganho de celeridade na antecipação de decisões.

Se em 2006 e 2007 o mercado de capitais brasileiro experimentou uma onda de abertura de capital, em 2008 veio a Grande Recessão, que abalou a realidade da regulação dos mercados de capitais, como se retomará adiante, e fez surgir questionamentos sobre a possibilidade de *poison pills* dificultarem a retomada das companhias abertas⁷⁰.

Decidimos, então, levar essa questão a Otavio Yazbek e perguntamos o quanto entendia que faria sentido o Parecer de Orientação desempenhar esse papel de adiantamento de decisões.

Otavio Yazbek realçou que, embora o padrão seja que isso seja feito de modo um pouco diferente do Parecer 36, a antecipação de decisões é uma importante função desempenhada em alguma medida por todos os Pareceres de Orientação.

Quando um Parecer de Orientação traz uma interpretação de direito material, quando sinaliza como vai interpretar determinada norma, por um participante do mercado, ele está antecipando determinadas decisões e isso serve de orientação, tanto para a área técnica quanto para os agentes regulamentados. Dessa forma, a CVM reduz incertezas quanto a decisões futuras e ajuda os agentes de mercado a se prepararem adequadamente.

Nesse sentido, identificamos aqui um destacado ganho de eficiência em o Colegiado utilizar um Parecer de Orientação para, sem depender dos processos a ele levados para serem decididos, antecipar sua interpretação de um determinado fenômeno, orientando, assim, desde então, os

⁷⁰ SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. 200 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. p. 147.

comportamentos no mercado. Essa é uma vantagem sobre a orientação via jurisprudência, como será retomado no Capítulo 10, abaixo.

Um segundo aspecto que é importante que seja ressaltado é a descrição do papel deste Parecer de Orientação como descrito por Marcelo Trindade, que, lembre-se, foi o Diretor Presidente anterior a Maria Helena Santana.

Em linha com os conceitos trazidos por Marcos Pinto em nossa entrevista, Marcelo Trindade nos relatou como o Parecer 36 tem uma característica curiosa de servir como uma espécie de revisão dos próprios entendimentos da CVM via Parecer de Orientação.

Isto é, até então haviam sido aprovados e registrados Estatutos Sociais que continham cláusulas pétreas. Contudo, a partir do Parecer 36, o mercado não mais deveria interpretar que cláusulas pétreas tinham eficácia e seriam registradas pela CVM; que essa era uma prática aceita pela CVM; e que tais cláusulas continuariam a ser aceitas.

Este ponto seria muito relevante do ponto de vista da lei de processo administrativo e do princípio da confiança, a permear as relações público-privadas. Se um agente público age reiteradamente em um sentido, é legítimo, como na boa-fé privada, presumir que o agente regulado vá continuar agindo naquele sentido, dado que esse é o entendimento consolidado do regulador.

O Parecer 36 serviria, então, de modo inédito, para exteriorizar o fato de que a CVM estava mudando de opinião sobre o assunto, para que os regulados não usassem mais o comportamento passado da CVM como a garantia de que se comportaria assim no futuro, dado que aquele entendimento havia sido superado.

Quando perguntado se este poderia ser um papel importante a ser desempenhado pelo Parecer de Orientação, Marcelo Trindade respondeu afirmativamente. O Parecer de Orientação também tem, sim, essa missão de voltar atrás, de superar um entendimento, ainda que nesse caso não fosse um entendimento expresso.

Caso fosse, se a CVM quisesse mudar de opinião sobre o Parecer 36, por exemplo, deveria editar um novo Parecer de Orientação apontando seu novo entendimento, conforme entendimento adiantado no capítulo anterior.

Levantado esse ponto por Marcelo Trindade, o levamos também para nossa conversa com Marcos Pinto, que igualmente disse entender cabível a edição de um Parecer de Orientação para superação de precedentes.

Concordamos com os pontos levantados. Em primeiro lugar, se há um entendimento que se percebe que já não é mais adequado, essa sinalização deverá ser dada ao mercado antes que o novo entendimento seja aplicado.

Novamente mencionamos que será retomada a dicotomia entre jurisprudência e Parecer de Orientação à frente, mas neste caso em particular fica claro como a celeridade estava na essência da solução a ser dada pela CVM via superação de entendimento.

Em segundo lugar, se há entendimentos jurisprudenciais antigos já consolidados, mas que estão superados, e que podem atrapalhar a previsibilidade das condutas dos agentes do mercado, o Parecer de Orientação é um mecanismo de interpretação flexível o suficiente para que possa também servir para substituí-los.

3.3.5 Parecer 37 e o esclarecimento ao mercado

Um dos mais intrínsecos componentes da função de orientação ao mercado trazidos acima é oferecimento de esclarecimentos aos entes regulados referentes a algum elemento do arcabouço regulatório e legal aplicável aos agentes do mercado. E um dos melhores exemplos desse papel é o Parecer 37.

O Parecer 37 situa-se no contexto da edição da Lei 11.638/07, que alterou a Lei 6.404/76, promovendo grande revolução na contabilidade brasileira. Esta reforma será retomada em outras oportunidades desta dissertação.

No momento, chamamos a atenção para como, dentre as alterações promovidas, estava a internalização na regulação brasileira dos *International Financial Reporting Standards* (“IFRS”), normas contábeis elaboradas pelo *International Accounting Standards Board* (“IASB”).

Isto é, foram introduzidas normas elaboradas fora do Brasil, que não teriam caráter cogente em si, integrando o conjunto de mecanismos de *soft law* transnacionais que regulam os mercados de capitais, conforme analisado em mais detalhes no Capítulo 6.

Dentre as alterações promovidas pelos IFRS destacamos, por ora, a adoção do princípio da representação verdadeira e apropriada e do princípio da prevalência da essência sobre a forma, como já adiantado a propósito da análise do Parecer 15.

Em linhas gerais, estes princípios preveem que, mais do que estar formalmente adequada, a contabilidade deve representar a essência econômica da operação⁷¹. Essa reforma, nos termos do Parecer 37, quebrou um paradigma cultural há muito presente, de representar as operações por sua forma jurídica.

Nesse contexto, o Parecer 37 exerce uma função didática e explica como esses princípios se traduzem em Deliberações da CVM, mais especificamente a n.º 539 e a n.º 595; em um IFRS então ainda em processo de introdução no ordenamento brasileiro, o *Conceptual Framework for Financial Reporting*; e na própria Lei 6.404/76, em seu art. 176.

Pedimos a Luciana Dias, então, que nos ajudasse a entender um pouco o processo de edição deste Parecer de Orientação, o porquê da escolha deste instituto. Ela nos respondeu que sua edição teve muita influência da própria finalidade para a edição de Pareceres de Orientação.

O Parecer 37, em particular, como já mencionado, foi encabeçado pelo então diretor Alexandro Broedel Lopes⁷², professor de contabilidade, com a ajuda do ex-Diretor Eliseu Martins⁷³, também professor de contabilidade.

O entendimento era de que não havia motivo para a edição de uma nova norma. Os princípios já estavam em normas, nos IFRS e nas Deliberações usadas pela CVM para recepcioná-los. Era necessário apenas esclarecer a aplicação dos princípios. Ao mesmo tempo, contudo, não era possível modificar os IFRS para deixá-los mais claros, já que são elaborados pelo IASB.

A importância regulatória do Parecer 37, muito em linha com o comentário feito acima ao Parecer 19, está em conseguir esclarecer o conceito da norma e, em especial nesse caso, fazer com que a norma estrangeira se amolde da melhor forma à realidade brasileira.

Isso se torna particularmente importante com a transnacionalização das auditorias e dos auditores independentes, o que conduz a uma globalização da interpretação destas normas internacionais, dificultando que se encontrem as melhores formas de se aplicar os princípios contábeis para a realidade de um país específico.

⁷¹ GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 20–21.

⁷² Diretor de 04.01.2010 a 02.01.2012.

⁷³ Diretor de 28.10.2008 a 31.12.2009.

Assim, o Parecer 37 esclarece que até mesmo a letra fria de um IFRS pode ser superada caso não seja a melhor forma de representar a essência econômica de uma operação conforme identificada no país.

Outro ponto a que chamamos a atenção no Parecer 37 é sobre como ele demonstra a extensão dos limites formais do Parecer de Orientação, o que não fica claro apenas da redação de sua previsão legal. Isso porque ele essencialmente esclarece princípios aplicáveis a todo o arcabouço regulatório, não se restringindo a interpretar uma norma específica.

Assim, o Parecer de Orientação, enquanto mecanismo de interpretação, poderá ter por objeto tudo aquilo que a CVM poderá ser instada a interpretar. Se o mercado está com dificuldade de interpretar um certo princípio e a CVM entende que é necessário que esse princípio seja esclarecido, um Parecer de Orientação pode ser uma ferramenta importante para dirimir questionamentos relacionados a ele.

3.4 Orientar e punir?

Delimitadas as formas pelas quais a CVM pode orientar o mercado em abstrato, resta entender como essa orientação é aplicada na prática. Para esta análise, foi conduzida pesquisa no site da CVM de todas as menções a Pareceres de Orientação em decisões da autarquia⁷⁴.

É necessário fazer a ressalva de que esta ferramenta de pesquisa é sabidamente pouco precisa e os resultados aqui identificados não devem ser entendidos como a totalidade dos casos em que a CVM mencionou Pareceres de Orientação⁷⁵. Contudo, esta é a ferramenta fornecida pela CVM e a ferramenta que se tinha à disposição, tendo sido por meio dela identificadas decisões relevantes para este trabalho.

⁷⁴ Pesquisa no sistema de buscas interno de reuniões do Colegiado da CVM utilizando como termo de pesquisa “parecer de orientação” no campo “expressão exata” conduzida em 09 de setembro de 2021 em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/index.html>. Não foi realizado recorte temporal, de modo que foram analisados todos os resultados coletados.

⁷⁵ A título exemplificativo, aponta-se que as decisões de mérito referidas nos parágrafos abaixo não foram identificadas por meio desta ferramenta de pesquisa. A ferramenta de busca apontou as decisões de rejeição de propostas de termo de compromisso nestes processos e, em seguida, a análise destes processos foi complementada por meio da busca livre no site da autarquia pela decisão de mérito. Muito embora estas decisões não tenham sido identificadas diretamente pelo método proposto, entendemos que não as pesquisar e analisar por tal motivo representaria formalismo metodológico vazio e optamos pela via que melhor contribuiria a este trabalho.

De início, apontamos que foram identificadas duas condenações que mencionavam diretamente o Parecer 15. Nestes casos, a CVM o invocou para concluir que os acusados não haviam seguido a convenção do conservadorismo⁷⁶⁻⁷⁷.

Mencionamos, ainda, que ambas as decisões fizeram referência expressa ao fato de que a convenção também se encontrava na Deliberação 29/86. Ademais, a capitulação das infrações fazia referência apenas ao art. 25, I, “d”, combinado com o art. 20 da Instrução CVM 308 de 1999 (“ICVM 308/99”) e não ao Parecer 15.

Ainda com relação a este Parecer de Orientação, cita-se que foram identificadas 14 (quatorze) decisões do Colegiado em recursos contra entendimentos da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) em que companhias foram obrigadas a republicar demonstrações financeiras com base no Parecer 15.

Também aqui entendemos que, como o Parecer 15 representa uma instrução para a adequada elaboração de demonstrações financeiras, é natural que as áreas técnicas entendam que tais documentos sejam elaborados de acordo com o Parecer 15 e decidam pela sua republicação em caso contrário.

⁷⁶ Trata-se de princípio contábil contido na Deliberação n.º 29 de 1986 (“Deliberação 29/86”), que à época dispunha a estrutura conceitual básica da contabilidade. Em apertada síntese, conforme definida na Deliberação, a convenção do conservadorismo (ou da prudência) prevê que, entre formas alternativas de avaliação de patrimônio igualmente válidas, deverá ser seguida aquela que apresentar o menor valor atual para o ativo e o maior valor das obrigações. O Parecer 15 esclarece que, aplicada à contabilização do ativo contingente, a convenção do conservadorismo implica que as contingências ativas ou ganhos contingentes somente devem ser registrados quando estiver efetivamente assegurada a sua obtenção ou recuperação. Possíveis ganhos judiciais somente deveriam ser reconhecidos quando, percorridas todas as instâncias, a companhia obtivesse decisão favorável. Caso a companhia já tivesse reconhecido receita envolvendo ativo em litígio, deveria constituir provisão para perdas na proporção do valor contingente, exceto se tivesse certeza absoluta de seu direito, desde que evidenciasse em notas explicativas a existência da controvérsia.

⁷⁷ CVM, Processo Administrativo Sancionador RJ2011/0280, j. 13.12.2011, D. Rel. Alexsandro Broedel Lopes. Os auditores independentes foram condenados a multa individual de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) por apresentarem parecer sem ressalvas sobre demonstrações financeiras em que não aplicaram a convenção do conservadorismo ao reconhecerem no ativo realizável a longo prazo créditos cuja realização era completamente improvável e remota, ou seja, ativos sem substrato econômico. Já no Processo Administrativo Sancionador 17/2006 (j. 22.10.2013, D. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes), a irregularidade foi identificada no reconhecimento contábil do ativo contingente de títulos de dívida pública externa antes de efetivamente assegurada a sua obtenção em decisão final, nos termos da Deliberação n.º 489 de 2005. Os auditores independentes receberam pena de suspensão, no caso da pessoa jurídica, e proibição temporária, no caso da pessoa física, para atuação por dois anos. Como se pode inferir da penalidade aplicada, este caso envolveu condutas que a CVM reputou graves e que contaram com a conivência dos auditores independentes. Entre as irregularidades identificadas, importantes à presente análise, apontamos a aquisição de títulos de dívida pública sem valor de mercado e liquidez e a liquidação de empréstimos de mútuo com a utilização de títulos de dívida pública sem valor de mercado, avaliados de forma unilateral e contrária à manifestação do Tesouro Nacional e sem consulta à Assembleia Geral. Assim, contextualizando as penas dos auditores independentes, menciona-se que o acionista controlador foi condenado a multas que se somaram R\$2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais) por abuso de poder de controle e os administradores receberam penas que chegaram a cinco anos de inabilitação.

Foram identificadas também 3 (três) condenações que fizeram referência ao Parecer 19⁷⁸. Contudo, também aqui o Parecer 19 foi utilizado como forma de interpretar uma norma, o art. 161, §4º, alínea “a”, da Lei 6.404/76.

Além disso, em 2 (dois) destes casos a CVM foi além do Parecer 19 e considerou a participação de controladores em eleição do Conselho Fiscal como abuso de voto e abuso de poder de controle.

Por fim, um destes precedentes até mesmo fez remissão à exposição de motivos da Lei 6.404/76 para que o próprio voto expusesse sua interpretação dada ao art. 161, §4º, alínea “a”, da Lei 6.404/76.

⁷⁸ CVM, Processo Administrativo Sancionador 20/2004, j. 21.08.2008, D. Rel. Eli Loria, que tratou de acusação de infração ao art.115, *caput*, por abuso de direito de voto; ao art. 117, § 1º, alínea “c”, por abuso de poder de controle; ao art. 161, parágrafo 4º, “a”, todos da Lei 6.404/76, pela verificação nas eleições em separado para representante dos preferencialistas no conselho fiscal de participação de acionistas controladores e administradores entre os votantes. Neste caso em particular, é importante pontuar como a própria decisão faz alusão à exposição de motivos da Lei 6.404/76. Além disso, é feita referência a precedentes e à alteração legislativa proporcionada pela edição da Lei n.º 10.303/01, dando maior destaque à atuação dos conselheiros fiscais. Foram aplicadas multas individuais de R\$200.000,00 (duzentos mil reais) e R\$300.000,00 (trezentos mil reais) a controladores e administradores. No Processo Administrativo Sancionador 02/2007 (j. 08.10.2009, D. Rel. Eliseu Martins), em particular, não apenas a interpretação do Parecer 19 foi conjugada com o apontamento de infração ao art. 161, §4º, alínea “a”, da Lei 6.404/76, como também ao art. 115, *caput* da mesma lei, na medida em que foi considerado que o voto dos controladores representou também abuso de voto e violação ao art. 117, §1º, “c”, por abuso de poder de controle. Foram aplicadas multas individuais de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) aos controladores e administradores. Já no Processo Administrativo Sancionador RJ2010/10555 (j. 06.09.2011, D. Rel. Otavio Yazbek), houve apenas imputação de violação ao art. 161, § 4º, “a”, da Lei 6.404/76. O Parecer 19 foi invocado no voto para fins de contextualização, indicando que o entendimento pela restrição à participação na eleição do Conselho Fiscal não seria uma interpretação nova. O acionista que participou da votação foi condenado a multa de R\$200.000,00 (duzentos mil reais).

Além das condenações, é necessário mencionar, ainda, que foram identificadas apreciações de propostas de termos de compromisso que se referiam aos seguintes Pareceres de Orientação: 19 (4)⁷⁹, 15 (2)⁸⁰, 1 (1)⁸¹, 32 (1)⁸² e 35 (1).

Com exceção ao Parecer 35, todos os demais Pareceres de Orientação mencionados neste item apresentam orientações bastante diretas, sem grande margem para interpretação em contrário. Assim, ressaltamos um aspecto particular a justificar sua utilização como elemento de acusações e condenações.

Em todos estes processos, o Parecer de Orientação foi invocado apenas para identificar o descumprimento a outros dispositivos e, no único caso em que compôs a capitulação de uma infração, não apenas houve a absolvição dos acusados, como o voto da CVM afastou a possibilidade de condenação por violação a um Parecer de Orientação.

Neste ponto, retomamos as ponderações do capítulo anterior. Um Parecer de Orientação representa, em essência, a interpretação de uma norma. Assim, ao compor a identificação das

⁷⁹ CVM, Processo Administrativo Sancionador RJ 2001/12130, j. 09.08.2005, D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, em que os proponentes foram acusados de violação ao art. 117, § 1º, “c”, ao art. 154, *caput*, e ao art. 161, §4º, “a”, da Lei 6.404/76. A proposta foi aceita. No Processo Administrativo Sancionador 20/2004 (j. 25.10.2005, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro), acima referido, a proposta foi rejeitada. No Processo Administrativo Sancionador 02/2007 (j. 10.03.2009), acima referido, as propostas foram rejeitadas. Por fim, no Processo Administrativo Sancionador RJ2010/10555 (j. 15.02.2011, acima referido), a proposta foi rejeitada.

⁸⁰ CVM, Processo Administrativo Sancionador RJ2011/0280, j. 26.07.2011, e Inquérito Administrativo 17/2006, j. 12.06.2012, ambos referidos acima, sendo este último já sob a forma de processo sancionador. Todas as propostas foram rejeitadas.

⁸¹ CVM, Processo Administrativo Sancionador n.º RJ2004/5392, j. 15.02.2006, em que os proponentes foram acusados de não observarem o disposto no Parecer 01, infringindo, então, o disposto no art. 170, § 1º, da Lei n.º 6404/76. É importante mencionar que, neste caso, a capitulação da acusação incluiu, sim, o Parecer 01, ao lado do referido normativo. A proposta foi rejeitada. Ao final, os acusados de atuarem de modo contrário ao Parecer 01 foram absolvidos quando do julgamento de mérito em 29.08.2006. A acusação entendeu que o critério cotação em bolsa utilizado pela companhia no aumento de capital somente poderia ter sido utilizado de forma combinada com os demais critérios previstos no § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 e em consonância com o Parecer 01, não de forma isolada. Contudo, ressaltamos como a decisão da CVM afirma que “o Parecer de Orientação 01/78 é apenas um guia para a tomada de decisão e não pode ser considerado uma regra que impõe uma obrigação de adotar um ou outro critério nas situações específicas até porque a CVM não pode editar regra que limite a esfera de atuação dos administradores já regula em lei, sem previsão legal específica”. Dessa forma, como a acusação não havia analisado o processo de decisão dos administradores, sua diligência e lealdade, todos foram absolvidos.

⁸² CVM, Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.006332/2019-45, j. 12.11.2019, em que os proponentes foram acusados realização de oferta de valores mobiliários sem obtenção de registro e sem pedido de dispensa, em infração ao inciso I do § 5º do art. 19 da Lei n.º 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM n.º 400/03. Neste caso, o Parecer 32 foi utilizado pela área técnica para identificar cuidados não tomados pelos proponentes para não caracterização da oferta pública. Em 12.11.2019, o Colegiado não conheceu da proposta por entender que sequer havia sido apresentada uma efetiva proposta de termo de compromisso, tendo os proponentes se limitado a alegar que a irregularidade havia sido superada e a pedir o encerramento do processo. Não há registro no *site* de que já tenha havido a decisão de mérito.

irregularidades pela área técnica, ele é usado apenas como mais um elemento para identificar como a CVM vê o adequado cumprimento de uma norma, da mesma forma como seria no caso da menção a precedentes.

Assim, em nossa visão, não foi identificada nenhuma inadequação ou excesso na utilização destes Pareceres de Orientação nos referidos processos administrativos sancionadores.

Por fim, devido à sua estrutura diferente da dos demais Pareceres de Orientação referidos nesta análise, merece especial destaque o precedente identificado referente ao Parecer 35⁸³. Embora ele seja estudado em mais detalhes apenas no próximo capítulo, não há prejuízo em analisar este precedente no presente momento.

Isso porque o Parecer 35 foi citado fora do contexto da incorporação de controladas, apenas como mais um elemento a compor o entendimento da CVM do tratamento a ser dado a transações com partes relacionadas.

Em todos os documentos do processo disponibilizados, ele é referido somente em uma nota de rodapé da análise da SEP. Neste trecho, é indicado apenas que, em linha com a recomendação do Parecer 35, a área técnica entende que são essenciais para um processo decisório adequado que haja negociação efetiva e independente e que os administradores tenham informações necessárias e tempo suficiente para desempenhar sua função.

Desta forma, também aqui entendemos não haver inadequações na referência a este Parecer de Orientação.

Com base na análise deste subitem, em que pese ser possível que outros documentos façam referência ao Parecer de Orientação e muito embora esta pesquisa não seja capaz de verificar exigências feitas por áreas técnicas no dia a dia de companhias, acreditamos terem sido identificados importantes indícios de que, até o momento, este instituto de orientação do mercado não foi indevidamente aplicado como se fosse obrigatório, o que será essencial para a tese defendida no próximo capítulo.

⁸³ CVM, Processo Administrativo Sancionador SEI 19957.003454/2017-18, j. 08.05.2018, em que os proponentes foram acusados de violação ao art. 153 da Lei 6.404/76 por não zelar pela comutatividade de transação entre partes relacionadas e um deles pela não divulgação tempestiva da transação em infração ao art. 30, XXXIII da Instrução CVM 480 de 2009 (“ICVM 480/09”). Termo de compromisso celebrado com valores entre R\$100.000,00 (cem mil reais) e R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

3.4.1 *A orientação como salvaguarda contra punição*

Em uma última nota sobre a relação entre Pareceres de Orientação e processos sancionadores, é necessário esclarecer que, da mesma forma que o não cumprimento de um Parecer de Orientação não poderá ser utilizado, em si, como forma de condenar um particular, seu cumprimento também não poderá ser considerado, em si, uma excludente de ilicitude.

No sentido mais formal e imediato, os próprios Pareceres de Orientação, ao tratarem de seus efeitos e sua aplicação, ressaltam não excluam a atividade sancionadora da CVM⁸⁴. Contudo, é claro, em atenção às legítimas expectativas dos agentes do mercado que agem de boa-fé, isto não encerra a questão, sendo importante fundamentar tal exclusão.

Um Parecer de Orientação será sempre uma orientação para o cumprimento de uma norma. Contudo, seu substrato será sempre a própria norma à qual se refere. É com base nesta norma que a adequação da conduta de um agente será analisada.

Dessa forma, o cumprimento meramente formal e esvaziado de elementos de um Parecer de Orientação não tem o condão de afastar a irregularidade de um desvio à orientação material, ao conteúdo em si da norma cujo cumprimento se busca dar.

Tomemos mais uma vez o exemplo do Parecer 35, analisado em mais detalhes no próximo capítulo. A mera constituição de comitês independentes em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações de controladas não afasta a necessidade de cumprir com os deveres fiduciários previstos na Lei 6.604/76.

Isto é, por mais que este procedimento seja considerado salutar pela CVM, nada impede que, no caso concreto, verifique-se o não cumprimento dos deveres dos administradores das companhias envolvidas.

Naturalmente, a defesa com base no cumprimento da orientação prevista em um Parecer de Orientação ganha tração quanto mais objetivo for seu conteúdo e quanto mais direcionada for a orientação nele contida.

⁸⁴ Como, por exemplo, no caso do Parecer 35, citado a seguir neste subtópico: “A CVM entende que os procedimentos acima descritos são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976. Todavia, os procedimentos descritos neste parecer não são exclusivos nem exaustivos. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais.”

Contudo, mesmo nestes casos o fundamento último da defesa não é o cumprimento do Parecer de Orientação em si. Trata-se aqui, na verdade, do cumprimento da norma, mediante atendimento à orientação do Parecer de Orientação, que representa a correta interpretação da norma. Por mais que pareça, este não é um mero jogo de palavras.

Voltemos ao Parecer 35. Não por acaso este Parecer de Orientação não se resume à recomendação da constituição de comitês independentes. Ele é acompanhado de uma lista de 14 (catorze) procedimentos a serem adotados pelos administradores nas negociações que participarem, de modo a concretizarem seus deveres fiduciários.

Se a criação de um comitê independente, em si, não garante o cumprimento de deveres fiduciários, sua combinação com o atendimento a estes 14 (catorze) procedimentos aproxima muito mais a conduta dos administradores à conduta exigida pela lei.

Assim, o atendimento à risca de todos os comandos do Parecer 35 poderá ser usado como defesa não por ser o atendimento à risca de todos os comandos do Parecer 35, mas porque, e na medida em que, ele representa o espírito da lei e o atendimento da conduta por ela exigida. E ainda assim restará analisar se, no caso concreto, alguma conduta representou o não atendimento da lei.

Dessa forma, ao fim e ao cabo, o Parecer de Orientação será usado para exercício da função de orientação, seja em sua faceta de instrução, seja em sua faceta de interpretação, e não será usado diretamente para condenação ou absolvição dos agentes do mercado, tendo como principal objetivo direcionar a atuação do mercado no sentido considerado adequado pela CVM.

Partindo destes elementos, buscaremos agora entender melhor a importância deste direcionamento, de a CVM influenciar condutas no mercado por meio do Parecer de Orientação.

PARTE II: O PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO

4 A IMPORTÂNCIA DO PARECER DE ORIENTAÇÃO

Conforme analisado na Parte I, um Parecer de Orientação é uma opinião da CVM que visa orientar os agentes do mercado. Assim, pelo seu próprio desenho institucional, ele não é vinculante, obrigatório.

A presente Parte II se dedicará a mostrar como o Parecer de Orientação pode ajudar a CVM a expandir seu arcabouço regulatório, de modo complementar às normas editadas pela autarquia, cumprindo a função específica de melhorar o ambiente negocial do mercado de capitais brasileiro.

Desde já é necessário reforçar este caráter complementar e registrar que não entendemos que o Parecer de Orientação seja apto a regular toda e qualquer hipótese no mercado de capitais. Isso não significa, porém, que ele não seja importante.

Na realidade, o Parecer de Orientação representa uma oportunidade única para a CVM, em orientando condutas, em influenciando agentes no mercado, induzir bons comportamentos e, por tabela, desestimular práticas indesejadas. Esta é a chave da tese desenvolvida neste trabalho.

Isso porque, como se verá no próximo capítulo, tendo natureza jurídica e fundamento legal diferentes de outros instrumentos regulatórios, tratando-se de uma interpretação para orientação não obrigatória, nos termos de sua regulação, um Parecer de Orientação pode fazer o que elas não fazem, chegar aonde não chegam.

Nesse contexto, este capítulo será estruturado, de início, explorando o conceito de como o Parecer de Orientação pode servir para induzir bons comportamentos, traçando um paralelo com o *soft law*. Em seguida, novamente através de exemplos, demonstraremos como este conceito se concretizou no uso histórico de utilização do instituto.

4.1 Parecer de Orientação como *soft law*

Combinando os dois conceitos elencados na Parte I, pensando o Parecer de Orientação como uma interpretação não obrigatória, que busca orientar o mercado de acordo com a opinião e visão de mundo da CVM; acreditamos que seu grande papel dentro do arcabouço regulatório da CVM seja o de induzir boas práticas no mercado, em especial em temas nos quais a CVM possui competência para se manifestar, mas não regular.

Nesse sentido, em linha com o esforço teórico de conceituação da regulação na introdução a este trabalho, acreditamos que o melhor paralelo que se possa traçar seja o de que o Parecer de Orientação é o mecanismo pelo qual a CVM poderá fazer uso de *soft law*⁸⁵.

Tal qual o próprio conceito de regulação, este, é claro, é um conceito bastante aberto, de modo que o cabimento ou não do paralelo proposto dependerá da definição de *soft law* utilizada⁸⁶.

Para este esforço, retomamos, de início, o próprio conceito de regulação que norteia este trabalho, como mecanismos de alteração de comportamento por meio da definição de *standards* e estipulação de finalidades para obtenção de determinados resultados, em uma visão pluralista e descentralizada.

Nesse contexto, para trilhar a comparação pretendida neste item, a definição de *soft law* utilizada é a de *standards* e princípios de conduta não obrigatórios⁸⁷. É pertinente que fique claro, assim, como essa definição abarca não apenas orientações gerais, como também instrumentos

⁸⁵ Especificamente com relação à difusão de boas práticas de governança através de regulação via *soft law*, tema amplamente comentado neste trabalho, ver CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. **Direito societário e regulação econômica**. Barueri: Manole, 2018. p. 454–455. O autor faz uso de um conceito de regulação de modo um pouco diverso daquele aqui adotado e direciona sua análise da regulação econômica e do *soft law* com o objetivo específico de concretizá-lo na regulação econômica setorial por instrumentos societários (RIS). Na medida em que a ideia deste trabalho era fornecer o *framework* geral para utilização do Parecer de Orientação pela CVM e não propor exemplos específicos, optamos por não adentrar as nuances de seu texto. É pertinente registrar, porém, como ele aborda como a adoção de orientações não vinculantes pode ser usado para modificar direitos e poderes de sócios e administradores com a finalidade de induzir, condicionar e direcionar indiretamente a atividade empresarial. No trecho ora referido, ele aborda a convergência do interesse público com o privado, a utilização de princípios de governança para a implementação de políticas públicas como o exemplo de regras de transparência e de conflito de interesses.

⁸⁶ Pode causar certo estranhamento que este trabalho se escore em um conceito que não é unívoco e que, a depender da definição utilizada, poderia não abarcar o Parecer de Orientação. Contudo, pensando sempre na utilidade ou não das categorizações, é importante destacar três conceitos. O primeiro, mais tópico, é que enquadrar o Parecer de Orientação em um conceito que, embora seja disputado, é amplamente utilizado e faz parte do ferramental técnico dos pesquisadores de regulação, ao invés de tratá-lo como algo único e sem paralelos ou, neste caso, um *tertium genus* entre *soft law* e *hard law*, ajuda a reduzir o estranhamento que este instituto gera, conforme se retomará no capítulo 8. Em linha com este ponto, definir o Parecer de Orientação como *soft law* permite a utilização de extenso *framework* doutrinário e legal. Assim se estruturam parcialmente a maioria dos conceitos utilizados na presente Parte II, com destaque para a integralidade do capítulo 6. Por fim, em uma nota filosófica, uma vez tendo delimitado o impacto de Pareceres de Orientação no julgamento de processos administrativos sancionadores, parece-nos inegável que ele tenha muito maior proximidade com *soft law* que *hard law*. Assim sendo, dar o passo além e verdadeiramente rotulá-lo como *soft law* ajuda a colocar em primeiro plano a principal característica dos Pareceres de Orientação que este trabalho busca ressaltar, a sua utilização para induzir boas práticas no mercado estabelecendo parâmetros de conduta, em especial em temas nos quais a CVM possui competência para se manifestar, mas não regular.

⁸⁷ Em busca do esforço de manter a coerência ao longo deste trabalho, esta definição é extraída de texto que será amplamente aqui utilizado. A autora também será citada com relação a outros temas aqui estudados, em especial no Capítulo 10 quanto à utilização de jurisprudência para fins de orientação. KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 884.

regulatórios que possam conter termos precisos e estabelecer *standards* técnicos e detalhados, desde que não haja uma punição diretamente atrelada ao seu descumprimento.

Retomamos, então, alguns conceitos trabalhados até aqui. Muito embora, por definição, um Parecer de Orientação seja de adoção facultativa, seria ingênuo parar a análise neste ponto. Os agentes do mercado estão submetidos ao poder sancionador do órgão regulador.

Portanto, se o regulador diz sua opinião sobre a norma, e pune por descumprimentos a essa norma com base nesta interpretação dela, dificilmente alguém do mercado ignorará essa interpretação. Se o Parecer de Orientação não é cogente no sentido de não conter um comando de fazer ou não fazer algo, ele tem alto poder de coerção e pode implicar punições.

Contudo, neste ponto, é importante retomar as conclusões do item 3.4, acima. O Parecer de Orientação nunca é diretamente invocado como fundamento único de uma condenação. Desta forma, ele é apenas utilizado de anteparo para uma interpretação, tal qual seria a citação de doutrina ou jurisprudência. Nestes termos, conforme já referido, não acreditamos que o Parecer de Orientação seja cogente e implique, diretamente, punições pelo seu não atendimento.

Ainda com relação à sua obrigatoriedade, como mencionado no capítulo anterior, há o risco de que as áreas técnicas exijam seu cumprimento como se fosse uma regra no dia a dia das companhias.

Contudo, há o mesmo risco, por exemplo, com relação aos Ofícios-Circulares, de que a área técnica exceda suas competências para criar exigências não previstas em norma e as exijam como regras. Ao particular sempre será facultado apresentar recurso ao Colegiado destas decisões.

Desta forma, sopesando este risco com os benefícios que podem ser obtidos pela edição de Pareceres de Orientação, entendemos que ele não seja suficiente a justificar que o regulador se omita e não oriente o melhor cumprimento de deveres gerais em situações concretas.

O ponto principal que queremos realçar com o paralelo ora proposto é como o Parecer de Orientação representa a melhor, senão a única, ferramenta regulatória da CVM à sua disposição para definir um *standard* de conduta e induzir comportamentos desejados.

Isto significa que o Parecer de Orientação permite que a CVM vá além em seu arcabouço regulatório não apenas em sentido material citado no início deste subtópico, como também em sentido formal, de adoção de uma regulação mais moderna e fazendo uso de maior criatividade institucional.

Ou seja, que a CVM utilize ferramentas para além do comando e controle, das punições, da análise das condutas na margem. Ele permite um diálogo com o agente do mercado que está de boa-fé, que tem interesse em agir corretamente e em seguir as orientações da CVM, apresentando para ele o caminho a ser seguido.

Normas extremamente detalhadas indicam exatamente qual a conduta esperada e qual a conduta proibida, mas causam um grande engessamento para todos os participantes. Na maioria das vezes, porém, a conduta do mercado não é limítrofe, nos limites daquilo que é permitido.

Ao fazer uso de mecanismos de recomendação, estes terão grandes chances de serem observados, assim como as normas o são. Os agentes do mercado atribuirão valor a essas recomendações. Dessa forma, abre-se o caminho para que a CVM possa melhorar o ambiente de negócios com maior flexibilidade, equilibrando os princípios de segurança jurídica e justiça.

Delineada a premissa do Parecer de Orientação como *soft law*, é oportuno desde já fazer alguns esclarecimentos que serão retomados ao longo deste trabalho, em especial no Capítulo 6.

Ao contrário do que a clássica dicotomia entre *soft law* e *hard law* pode fazer parecer, mecanismos de ambas as classificações podem e devem ser conjugados. É imprecisa a análise de que a ascensão do *soft law* leva necessariamente a uma rivalidade e uma redução da regulação de *hard law*⁸⁸. Não propomos seu uso como um substituto a normas existentes.

Portanto, a tese aqui delineada é de que o Parecer de Orientação, conjugado, é claro, com a regulação de comando e controle, *hard law*, é importante para construir um arcabouço regulatório mais harmônico e justo⁸⁹.

⁸⁸ Para uma análise da relação entre o *Open Method of Coordination* (OMC) e o *Community Method* na União Europeia ver TRUBEK, David; TRUBEK, Louise. Hard and Soft Law in the Construction of Social Europe: the Role of the Open Method of Co-ordination. **European Law Journal**, Oxford, v. 11, n. 3, p. 343–364, May 2005. O OMC aplica objetivos e diretrizes não obrigatórias para o atingimento de objetivos sociais na União Europeia, dentre outras áreas. Já o *Community Method* é identificado como *hard law* por prever um conjunto de regras que devem ser seguidas pelos Estados-Membros, implicando sanções em caso de descumprimento. Os autores destacam a importância de sistemas híbridos, que complementem *soft law* e *hard law*, a depender das capacidades relativas de cada um e dos objetivos almejados. Os autores retomam estes pontos em TRUBEK, David M.; TRUBEK, Louise G. New Governance & Legal Regulation: Complementarity, Rivalry, and Transformation. **Columbia Journal of European Law**, New York, v. 13, p. 1–26, 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988065#. Acesso em: 2 nov. 2021.

⁸⁹ Ainda fazendo alusão à experiência europeia de não utilização de *soft law* como substituto de *hard law*, assim prevê a Resolução do Parlamento Europeu, de 4 de Setembro de 2007, sobre as implicações institucionais e jurídicas da utilização de instrumentos jurídicos não vinculativos (*soft law*) (2007/2028(INI)): “*soft law instruments are legitimate, provided that they are not used as a surrogate for legislation where the Community has legislative power and where Community-wide regulation still appears necessary having due regard to the principles of subsidiarity and proportionality, since this would also constitute a breach of the principle of conferred specific powers, and whereas this applies a fortiori to Commission communications purporting to interpret Community legislation*”.

O Parecer de Orientação não é proposto aqui como um substituto à atuação sancionadora e normativa da CVM e não acreditamos que ele seja apto a regular todo e qualquer tema, não sendo concebido como o único instrumento regulatório a tratar de temas como insider trading, manipulação de mercado, conflito de interesses, entre outros.

Trata-se de mais uma ferramenta à disposição da autarquia para, em conjunto os demais elementos de seu arcabouço regulatório, cumprir seu mandato legal, como mais bem explorado no próximo capítulo. Isto é, o *soft law* terá mais efetividade e terá maiores incentivos ao seu cumprimento quando conjugado com *hard law*.

Desenvolvendo sobre este ponto, outra dicotomia teórica que deve ser afastada para que se delimite a tese ora proposta é entre regulação e desregulação. *Soft law*, e o Parecer de Orientação, muito embora não sejam normas, não se confundem com espécie de leniência regulatória, de desregulação. Em verdade, entendemos exatamente em sentido inverso.

Novos mecanismos regulatórios de *soft law* fogem a esta premissa, não apenas exigindo novos papéis dos governos e do Direito, como se retomará no Capítulo 6, mas expandindo os horizontes da regulação.

É pertinente que se tenha em mente, assim, como a forma pela qual o Direito é construído, quem atua na codificação, de que forma e com que objetivos são elementos que têm influência direta sobre o próprio impacto do Direito sobre a sociedade. Nesse contexto, é necessário trazer maior empoderamento, dentro do Direito, a diferentes *stakeholders*⁹⁰.

Mecanismos como estes, mais democráticos e plurais, que trazem os *stakeholders* para a regulação, são mais afeitos a situações complexas, onde não há uma óbvia solução, garantindo maior flexibilidade à regulação enquanto ainda sustenta considerável influência sobre condutas⁹¹.

⁹⁰ PISTOR, Katharina. **The code of capital**. Princeton: Princeton University, 2019. p. 209–210. Embora a autora trate majoritariamente sobre o papel do Direito na criação e proteção ao capital, sua análise da centralidade e poder do Direito neste processo é extremamente importante para realçar a economia política do capitalismo, tema que será chave na análise do Capítulo 6, abaixo, conforme PISTOR, Katharina. **The code of capital**. Princeton: Princeton University, 2019. p. 17.

⁹¹ LOBEL, Orly. The Renew Deal: The Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 89, p. 342–470, 2004. Além do cenário da complexidade do tema a ser regulado, menciona-se que a autora cita outros cinco contextos em que se justifica a regulação via *soft law*: (i) quando ainda há uma grande distância entre a realidade desejada e a atual; (ii) contextos que podem ser melhor regulados por mecanismos de *soft law*, em especial quando os recursos materiais são um fator limitador da regulação e do *enforcement*; (iii) quando há divergências sobre a melhor forma de regular um tema; (iv) quando não há força política para impor uma regulação via comando e controle; e (v) com fins ao aumento da legitimidade do sistema. Destaca-se como o ponto (iii) se encaixa perfeitamente na justificativa para a edição dos Pareceres 32 e 33 analisada no Capítulo 3, acima. Por fim, a legitimidade do arcabouço regulatório será retomada no Capítulo 6, abaixo.

Ponto que deriva deste último, e premissa da tese aqui defendida, já delineada acima, é que o *soft law* poderá ser um mecanismo extremamente eficiente de regulação. Esta hipótese será expressamente testada no Capítulo 7, abaixo.

Em sentido inverso, é necessário fazer uma última ressalva. Advogar pela visão de Parecer de Orientação como *soft law* e pela utilização de *soft law* pela CVM não implica uma fé e idolatria neste tipo de regulação.

A visão pluralista da regulação defendida neste trabalho reconhece as dificuldades enfrentadas pelo *soft law*, e não apenas quanto à sua eficácia dada a ausência de coerção. *Soft law*, mesmo sem ser dotada de obrigatoriedade, também pode ter impactos negativos indesejados⁹².

Por isso a importância da análise de economia política da regulação e da capacidade da CVM de induzir condutas nos próximos capítulos. E também por isso analisaremos as dificuldades de se editar Pareceres de Orientação na Parte III.

Passamos, agora, à análise da experiência prática do Parecer de Orientação e como ela se relaciona aos conceitos aqui trazidos.

4.2 Pareceres 34 e 35 e as operações societárias

Com o Parecer 34, a CVM começou a dar novos contornos ao instituto. Este Parecer de Orientação trata do impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação⁹³.

⁹² Esta ressalva é uma das respostas dadas por David Kennedy para o excesso de fé na *expertise* sobre a criação e a aplicação do Direito Internacional. Como se retomará no Capítulo 6, mesmo o Direito internacional e seus mecanismos de *soft law* têm impactos distributivos no mundo. A segunda ressalva proposta pelo autor em resposta a essa fé é a do reconhecimento da possibilidade de ausência de coerência entre os diversos instrumentos de regulação, isto é, de que nem sempre a regulação se somará e encaixará perfeitamente. Embora seja uma ressalva importante, entendemos ser mais afeita ao contexto do Direito Internacional, em que não há um regulador central. KENNEDY, David. **A World of Struggle: How Power, Law, and Expertise Shape Global Political Economy**. Princeton: Princeton University, 2016. p. 254–255.

⁹³ A doutrina indica que um acionista busca um benefício particular quando se trata de um benefício lícito. Já quando visa a uma vantagem ilícita, abusiva, com seu direito de voto, trata-se de conflito de interesses. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** (e outros escritos sobre conflitos de interesse). 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 300–312. É importante mencionar que o autor entende que não ocorre benefício particular nas hipóteses mencionadas no Parecer 34, tratando-se, na verdade, de hipóteses de conflito de interesses, discussão na qual não nos aprofundaremos por fugir ao escopo de nossa análise. Mais importante é analisar seu principal ponto, de que, como a lei não conteria hipóteses de impedimento de voto *a priori* em operações sob o

Conforme ressaltado pelo próprio documento, esta é uma temática extremamente complexa, levando a flutuações na interpretação aplicada até então pela CVM, a depender da composição de seu Colegiado e de suas convicções pessoais.

À época de sua edição, em 2006, havia uma tendência de unificação das espécies de ações de companhias e de migração de segmentos, quando o Novo Mercado estava em franca expansão.

De acordo com o Parecer 34, a CVM deveria facilitar este movimento de unificação e de migração especialmente no que se refere à revisão de normas desenhadas para outras situações e realidades de mercado.

A autarquia não podia ignorar, porém, que a legislação exige que seja conferida adequada oportunidade de participação dos acionistas não-controladores no processo decisório. Nesse contexto, o Parecer 34 traz a interpretação da CVM sobre a incidência do impedimento prévio de voto de que trata o art. 115, §1º, da Lei 6.404/76.

Assim, operações societárias de incorporação e incorporação de ações com relações de troca desproporcionais, que favoreçam as sociedades *holding* incorporadoras, poderão ser consideradas benefício particular, de modo a fazer incidir o impedimento de voto.

Decidimos, então, conversar com Marcelo Trindade sobre a lógica por detrás deste Parecer de Orientação. Ele chamou a atenção para como os primeiros Pareceres de Orientação serviam para indicar a interpretação da CVM e apontar que atuações em sentido contrário provavelmente resultariam em processos sancionadores, citando como exemplo o Parecer 05⁹⁴.

Este conceito estaria presente também no Parecer 34, mas de modo mais enfático que o padrão nos Pareceres de Orientação, deixando menos margem a dúvidas, a alternativas. Nesse

regime do art. 264, lei especial sobre o tema, o Parecer 34 seria irregular. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 568–580. Entendimento semelhante foi colocado para julgamento da CVM em consulta. CVM, Processo RJ2006/7204 e Processo RJ2006/7213, j. 17.10.2006, D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Conforme indicou o Diretor Relator, porém, a questão foi endereçada na introdução do próprio Parecer 34. Ele reconhece a polêmica sobre a existência, ou não, de uma proibição que impeça o acionista de votar em questões em que possa existir conflito de interesses. Contudo, como bem aponta, essa discussão não abarca a vedação ao voto na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas próprias contas como administrador, hipóteses expressamente previstas no art. 115, §1º, da Lei 6.404/76. Ressaltamos, em linha com o Parecer 34, que entendemos que a ausência da menção à vedação no caso específico do art. 264 não tem o condão de afastar a vedação geral do art. 115. Ademais, como mencionado por Marcelo Trindade em seu voto no Processo RJ2006/6785 (j. 25.09.2006, D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa), o Parecer 34 sequer considerou que haveria impedimento de voto quando se configurasse benefício para uma espécie ou uma classe de ação, mas apenas quando o benefício não decorresse de critério objetivo. Em nossa visão, isso torna ainda mais claro como o Parecer 34 está de acordo com a legislação.

⁹⁴ Este Parecer de Orientação trata de hipóteses de diversidade de preço de emissão de ações em operações de aumento de capital.

sentido, o Parecer 34 seria um dos mais fechados, no sentido de apontar que aquelas condutas eram contrárias à norma e que outras condutas estariam adequadas. Não haveria outros cenários possíveis naquele contexto.

Historicamente, o Parecer 34 teria sido fruto da percepção do Colegiado de que várias operações viriam a acontecer com um modelo que, na visão do Colegiado, não seria o mais adequado.

Dessa forma, se a CVM não denunciasse esse entendimento naquele momento, seriam feitas várias operações que seriam questionadas pela CVM e dariam depois ensejo a processos sancionadores. Além disso, Marcelo Trindade chamou a atenção para como a autarquia não possui poder para anular a deliberação ou a operação societária em si, por mais que discordasse do modelo.

Então, a CVM acabaria sendo obrigada a se manifestar apenas no caso concreto. Isso seria por vezes usado por agentes privados para buscarem a interrupção da operação em juízo, em tribunais arbitrais ou na própria CVM e, no geral, geraria uma longa incerteza sobre a legitimidade daquelas operações.

A estratégia adotada no Parecer 34, portanto, foi a de tentar abreviar esse ciclo, evitar esse procedimento de ensinamento via processo sancionador. Marcelo Trindade mencionou que sempre foi contrário ao uso do processo sancionador como instrumento de regulação, de manifestação de posicionamentos até então não expressos.

Isto é, haveria, assim, uma questão jurídica específica sobre se isso violaria a Lei 9.784/199 (Lei do Processo Administrativo) ao sancionar com base numa interpretação da norma até então não exteriorizada pelo regulador.

Mas, além disso, mencionou que discorda da estratégia regulatória de somente orientar o mercado quando da tomada de decisões em sede de processo sancionador, caso o Colegiado já esteja convencido de que um procedimento não está de acordo com a lei.

Na sua visão, esta não seria a maneira mais correta de se fazer regulação. A maneira correta de fazer regulação seria “fazendo regulação”. A ideia do Parecer 34, desta forma, foi a de evitar regular via processo sancionador.

Mesmo que ao final de um processo sancionador sobre o tema houvesse condenação, ou mesmo que o entendimento ao final fosse de que determinada operação era legal, para aquele Colegiado, naquele momento, aquele entendimento abstrato era seu consenso unânime. Talvez

algum Colegiado futuro optasse por não condenar operações nas circunstâncias ali elencadas, mas aquele Colegiado as condenaria.

Nesse sentido, reforçou como, caso se abrisse uma investigação e um processo, que se estenderia ao longo de anos, gerando custos e incertezas e ao final nem se desse a condenação e nem a aplicação do modelo desejado pela CVM, o resultado obtido por essa estratégia seria extremamente ineficiente.

Marcelo Trindade realçou também que a total compreensão do Parecer 34 se dá por meio de sua interpretação conjugada com uma decisão, não unânime, de uma consulta sobre a interpretação do próprio Parecer 34 apresentada por Tele Norte Leste Participações S.A (“Telemar”)⁹⁵.

Comentou, então, como naquele caso a Telemar lançou uma operação já conhecendo o Parecer 34, e fez uma consulta ao Colegiado sobre a adequação da operação. A unanimidade na edição deste Parecer de Orientação não se formou no momento de sua interpretação. Assim, realçou

⁹⁵ CVM, Processo RJ2006/6785, j. 25.09.2006 D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Dentre outros pontos objeto da consulta, destaca-se o questionamento sobre se acionistas titulares de ações ordinárias e preferenciais poderiam participar da votação na Assembleia Geral relativa à reestruturação societária anunciada por Telemar. Em seu voto, o Diretor Relator mencionou que, como o Parecer 34 tinha por objetivo restringir a participação em votações de acionistas que pudessem dela se beneficiar, para saber se o acionista poderia ou não votar, seria necessário saber se o benefício particular seria atribuído a ele ou não. Concluiu, então, que só poderiam votar os titulares de ações preferenciais e ordinárias que, ao final da operação societária, viessem a ser titulares de um percentual de ações igual ou inferior ao que já detinham no momento da votação. Exclui, portanto, acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais e ordinárias, aumentassem sua participação no capital social, com a operação societária, o que lhes conferiria um “benefício particular”. Marcelo Trindade, porém, apresentou voto divergente. Seu posicionamento foi orientado pelo entendimento de que o impedimento de voto a que se refere o art. 115 da Lei 6.404/76 pode atingir tanto pessoas específicas, como todos os titulares de uma classe de ações. Dessa forma, quando o impedimento de voto decorresse de um benefício que seria obtido por força de uma situação subjetiva, isto é, ligada à pessoa do acionista, o impedimento seria dessa pessoa, quaisquer que fossem as ações de sua titularidade, e com todas elas. Já quando o impedimento de voto decorresse de um benefício que objetivamente atinja a toda uma classe ou espécie de ações, isto é, a toda uma categoria de acionistas, como seria o caso das hipóteses do Parecer 34, o impedimento não alcançaria a pessoa do acionista, e não se estenderia às demais ações de que fosse titular, de outra classe ou espécie não impedida de votar. Sobre este aspecto, é oportuno trazer o seguinte trecho de seu voto: “[O] Parecer de Orientação 34 não reconheceu a incidência do impedimento de voto apenas de alguns acionistas titulares da classe ou espécie de ações beneficiada, dependendo de sua situação específica. Reconheceu o impedimento de voto de toda a espécie ou classe, por força de sua situação genericamente considerada, ou da situação particular da classe ou espécie, como se queira. Assim, nos casos tratados pelo Parecer de Orientação 34, de incorporação de sociedades ou de ações, em que o impedimento de voto decorre de uma situação relativa a um grupo de pessoas na qualidade de titulares de uma determinada espécie ou classe de ações, e não a um acionista por razões extrínsecas a essa qualidade, não terá lugar a extensão do impedimento de voto às pessoas dos titulares daquela classe ou espécie de ações, sob pena de agredir-se a impessoalidade que deve vigorar nas sociedades anônimas”. Nestes termos, concluiu que o acionista titular de ações da classe ou espécie cujo voto estivesse impedido (no caso, ações ordinárias) não ficaria automaticamente impedido de votar com as ações de outra classe ou espécie de sua titularidade (no caso, ações preferenciais). O Colegiado, por, por maioria, acompanhou o entendimento de Marcelo Trindade, embora a ata da reunião do Colegiado não mencione o placar da votação.

como mesmo um Parecer de Orientação bastante fechado como este sempre daria margem a alguma dúvida⁹⁶.

Em primeiro lugar, aproveitando a experiência trazida por Marcelo Trindade, chamamos a atenção neste momento ao ponto por ele levantado de como esta decisão e o Parecer 34 são separados por muito pouco tempo e, mesmo assim, não foi uma decisão unânime.

Isso mostra como é importante haver Pareceres de Orientação. Pelo menos aquela orientação está posta, condutas serão induzidas no mercado com base nesta orientação e, mesmo havendo uma orientação positivada, pode não ser possível resolver todos os problemas sobre o assunto, a depender de sua aplicação aos casos concretos.

Ademais, conforme extraído de nossa conversa, realça-se a importância do Parecer 34. A CVM tem pouquíssima margem regulatória para tutelar operações societárias. Ao mesmo tempo, aguardar a análise de processos sancionadores levaria anos e as operações indesejadas já teriam todas se configurado.

Talvez até mesmo fosse possível que, quando estes processos fossem pautados para decisão do Colegiado, toda a sua composição já tivesse mudado em relação àquela que editara o Parecer 34.

Este Parecer de Orientação vem, portanto, para integração e complementação do texto legal, em sentido semelhante a preencher uma lacuna. Não existiria mais nada que a CVM pudesse fazer para melhorar o ambiente negocial que a edição do Parecer 34.

⁹⁶ Embora Marcelo Trindade tenha mencionado apenas o Processo RJ2006/6785, chama-se a atenção para como, passado menos de um mês, a CVM julgou em conjunto duas outras consultas sobre o Parecer 34 já referidas acima, Processo RJ2006/7204 e Processo RJ2006/7213 (j. 17.10.2006, D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa). Uma delas, inclusive, pedia diretamente esclarecimentos sobre a caracterização de benefício particular na consulta da Telemar. Destaca-se, porém, como uma dessas consultas, formulada por Luiz Leonardo Cantidiano, Diretor-Presidente da CVM de 15.07.2002 a 27.05.2004, era quase um recurso contra o Parecer 34, como definido pelo voto de Marcelo Trindade. O consultante apresentou uma série de críticas, das quais merece destaque a de entender que era inconveniente a edição de um Parecer de Orientação em tese sobre incorporação de ações ou de sociedades, algo a ser analisado caso a caso; que o Parecer 34 era uma súbita mudança de posicionamento da CVM; que benefício particular não configura impedimento de voto (já mencionada), e que estaria sendo desconsiderado o art. 264. Em defesa ao Parecer 34, o Diretor Relator apontou que, ao mesmo tempo em que o Parecer 34 não descreve uma hipótese genérica e sim bem específica, era importante que a CVM se manifestasse em abstrato para que se evitasse o custo e a insegurança jurídica de os participantes do mercado terem de sempre confirmar se sua operação era regular, elemento que será retomado no Capítulo 10. Ademais, realçou como não havia precedentes exatamente sobre este tema em particular. Com relação ao art. 264, esclareceu que não houve menção a ele apenas por ser óbvio que, adotado o procedimento para avaliação das ações pelo valor do patrimônio líquido a mercado, nenhum benefício ou proteção teria sido concedida aos acionistas não controladores.

O Parecer 34, como já mencionado, não foi o único referente a operações societárias. Passemos, então, ao Parecer 35, que tem enfoque nos deveres fiduciários de administradores. O Parecer 35 é comumente associado à recomendação de criação de comitês independentes para negociarem as operações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Contudo, ele é muito mais do que isso.

Fazendo pleno uso da maior flexibilidade de estrutura e redação decorrente de não ser uma norma, e de modo muito transparente apresentado a visão de mundo que o inspirou, o Parecer 35 tece importantes comentários sobre a incidência e concretização de deveres fiduciários de administradores em operações que se enquadrem no art. 264 da Lei 6.404/76.

Há, assim, uma extensa análise destes deveres, elencando uma série de procedimentos a serem adotados pelos administradores neste contexto e de recomendações para a condução das negociações e sua divulgação. É feita também expressa referência à experiência internacional, cristalizando na regulação os conceitos introduzidos pelo já citado memorando elaborado por Marcos Pinto.

Decidimos, então, conversar com o ex-Diretor sobre a elaboração do Parecer 35. Conforme Marcos Pinto nos relatou, à época de sua edição, a operação mais controversa que existia no âmbito das companhias abertas brasileiras era a incorporação de controladas, operação em que poderia haver abusos.

Havia, então, uma visão sedimentada de que o controlador poderia votar nessas operações, muito embora a regra de conflito de interesses se aplique normalmente e a lei não indique nada a respeito.

Nesse sentido, a lei cria um procedimento adicional, o laudo de avaliação previsto no citado art. 264 da Lei 6.404/76, que tem função essencialmente informacional. Isto é, a lei não autoriza expressamente que o controlador vote, mas implicitamente dá esse entendimento.

Dessa forma, havia um problema prático, uma disciplina jurídica que se entendia insuficiente para lidar com o problema. Mas a própria lei já previa os remédios para essa situação. O que a lei previa, o remédio da lei, era a atuação do administrador. A incorporação de controlada prevê uma negociação anterior entre as duas companhias, e é nessa negociação, antes da submissão à Assembleia Geral, que se dá a atuação do administrador.

Embora a lei desse essa disciplina, entendia-se que a atuação dos administradores era ainda muito tímida nesses processos. Era uma época em que a independência do Conselho em relação ao controlador era muito incipiente, era ainda o início da tendência das companhias sem controlador.

A CVM começou, então, a se deparar com casos na atividade sancionatória de acusações da área técnica aos conselheiros e administradores por não terem cumprido seus deveres fiduciários nessas operações.

Na opinião de Marcos Pinto, porém, essas acusações tinham o foco errado, seu foco era o papel do administrador na elaboração do laudo de avaliação, como deveriam os administradores analisá-lo e criticá-lo, se deveriam revisar as contas em um laudo de avaliação de patrimônio líquido a preço de mercado, por exemplo.

Contudo, o principal risco nessas operações não era técnico, no laudo. O problema se situava no fato de que operações desse tipo não possuem um preço pré-estabelecido, um valor. Elas pressupõem uma negociação, entre a empresa controladora e a controlada, o que não ocorria.

Dessa forma, havia duas saídas nesse contexto. A CVM poderia começar a sancionar administradores, aplicar penalidades por falta de diligência em um tipo de atuação que o mercado brasileiro sequer conhecia que deveria ter. Ou poderia utilizar uma medida de educar o mercado em um caminho alternativo. Essa foi a medida escolhida pela CVM.

Esse caminho alternativo, retirado da experiência internacional, foi resultado do diálogo entre as cortes e os Conselhos de Administração ao longo do tempo, entre o que é razoável e o que é factível, o que faz sentido ou não no âmbito operacional. O resultado que essa evolução teve, sobretudo nos EUA, foram os comitês independentes. Foi essa a recomendação dada pela CVM.

Dessa forma, ao invés de se manifestar por meio de sua atuação sancionadora, sem parâmetros claros, a CVM decidiu seguir o caminho contrário e informar ao mercado que, se aquele determinado caminho fosse seguido, não haveria atuação sancionadora da CVM.

Assim, Marcos Pinto ressaltou que a primeira ideia por detrás dele foi dizer o caminho que a CVM adotaria na interpretação da lei antes da atividade sancionadora. Isso daria mais previsibilidade e teria uma capacidade de direcionar o mercado de uma maneira muito mais efetiva.

A segunda foi, num ambiente de mercado em transformação, saindo de um ambiente em que havia um controlador que era visto pelo mercado e inclusive pelos conselheiros como onipotente, indicar para o mercado que se precisava viver no Brasil uma transformação no papel dos administradores.

Perguntamos, então, o porquê de ter escolhido o Parecer de Orientação e não outro mecanismo para passar essas mesmas mensagens. Marcos Pinto comentou que o Parecer de Orientação seria mais adequado por uma série de razões.

A primeira era jurídica. A CVM não tinha poderes para regulamentar essa matéria, então editar uma norma parecia fora da competência da CVM. Por outro lado, a CVM tinha, sim, competência para dar sua interpretação sobre a aplicação da Lei 6.404/76.

Mais do que isso, a CVM tem o dever de dar sua interpretação antes da aplicação da lei, de sua atividade sancionadora, sempre que possível. Em situações em que a interpretação não é clara, a conduta esperada não é clara; seria como julgar as pessoas sem haver uma lei prévia, em certa medida.

A segunda razão é justamente o fato de que o Parecer de Orientação pode ser usado dessa forma. Historicamente, ele era usado para dizer que havia duas interpretações possíveis e indicar qual seria a interpretação mais correta.

O que começou a acontecer no Parecer 34 é que a CVM passou a dizer que há muitos caminhos para se fazer algo de forma correta, mas aquele caminho indicado, em particular, seria um bom caminho, entre os muitos caminhos possíveis. Foi esse o objetivo do Parecer 35. Se isso fosse feito por meio de uma regulamentação, não funcionaria.

Especificamente no caso da previsão do Parecer 35, teve o objetivo de dizer que, de agora em diante, o administrador deveria constituir um comitê independente, mas reconhece a possibilidade de haver outros caminhos, no sentido de que essa orientação não seria uma norma jurídica⁹⁷.

O princípio geral de atuação na negociação com controlador de forma independente, diligente, já estaria implicitamente na lei. Cabia, então, apenas aplicá-lo ao caso concreto. A CVM entendeu, assim, que o Parecer de Orientação era o melhor caminho, porque estava dando realmente uma recomendação; não havia penalidade por não fazer aquilo que a CVM estava recomendando⁹⁸.

⁹⁷ Cabe mencionar que Marcos Pinto fez exatamente essa menção no caso Tractebel (CVM, Processo Administrativo CVM n.º 2009/13179, j. 09.09.2010, D. Rel. Alessandro Broedel Lopes): “O parecer não é lei e, portanto, não criou obrigações novas para os administradores. Ele apenas deixou claro, numa situação específica, o que a CVM entende que administrador deve fazer para cumprir com a lei. Além disso, ele recomenda, mas não obriga, que os administradores adotem um procedimento de legitimação para a operação, procedimento este destinado a garantir que a operação seja realmente comutativa”.

⁹⁸ E aqui, mais uma vez, relembrem-se as conclusões do item 3.4.

Maria Helena Santana nos deu uma resposta semelhante quando perguntamos o porquê da edição de um Parecer de Orientação neste caso. Ela comentou que entendia que se tratava de operações complexas, que geravam grandes discussões e que poderiam levar à perda de valor no mercado. Assim, havia grande preocupação com essas operações.

Ao mesmo tempo, a CVM não tinha outras ferramentas para lançar mão dentro do seu mandato legal. Diante desse cenário, comentou que entenderam que seria interessante um Parecer de Orientação, que traduzisse a experiência internacional em um guia que indicasse um caminho considerado regular pela CVM. E isso era tão longe quanto a autarquia podia chegar.

Com relação a estes pontos, o entendimento aqui adotado é o de que a estrutura proposta pelo Parecer 35 tenha grande potencial de elevar a qualidade das operações. A existência de uma efetiva negociação passa a ser o pressuposto e os interesses de todos os acionistas passaram a ser analisados e considerados por profissionais qualificados do mercado. Assim, gera-se maior valor para as companhias e as operações.

Perguntamos a Marcos Pinto, então, se ele entendia que o Parecer de Orientação poderia ser uma forma de induzir bons comportamentos no mercado e ele respondeu que era exatamente isso o que o Parecer 35 queria fazer, isto é, dar um parâmetro de atuação para quem quisesse “fazer o certo”, atuar na sinalização.

Analisando os pontos levantados nas entrevistas, destaca-se a maneira perspicaz como a CVM conseguiu melhorar a governança no mercado⁹⁹ e evitar a perda de valor nestas operações. Não por acaso, o Parecer 35 recebeu grandes elogios da OCDE¹⁰⁰.

⁹⁹ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 227–228.

¹⁰⁰ Conforme o *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*: “One can say that the Guideline 35 has, overall, improved the quality of the mergers of subsidiaries which can be measured by a lower number of conflicts and complaints related to this issue after its edition. In several cases, the negotiations conducted by independent committees caused a change in the exchange ratio initially proposed by the administration of the parent company allowing for a more favorable result for the shareholders of the controlled company. In other cases, the controller opted to abstain from voting, leaving the approval of the transaction to the minority, either after being questioned by CVM, or even before that, by their own initiative. Investors surveyed for this report also stated that, in general, they noted a clear improvement in merger transactions of subsidiaries. One respondent even mentioned a change in the behavior of banks that produce the required appraisal reports. In his opinion, assessors seem to be more cautious and unwilling to produce ‘less stringent’ appraisals out of concern for distressing cases in the past and because of the negative impact they caused to their reputation”.

Cabe, então, analisar de que forma o Parecer 35 pode ser efetivo na indução de boas práticas de governança. Nesse sentido, em nossa conversa, Marcos Pinto ressaltou a diferença entre o normativo jurídico e o normativo social.

Isto é, a CVM não estava obrigando sua utilização. Contudo, o mercado, tendo identificado razoabilidade no conteúdo no Parecer 35, questionaria o motivo de uma companhia não seguir as recomendações da autarquia.

Haveria uma espécie de pressão social para que elas fossem seguidas, de maneira semelhante ao que ocorre com a expectativa de que novas companhias abram seu capital no segmento do Novo Mercado¹⁰¹.

Ao prever um procedimento alternativo, mais robusto de governança, permite-se que os agentes do mercado façam uma diferenciação entre companhias com boas e más práticas de governança, com maior ou menor proteção aos minoritários.

Assim, este tipo de previsão permitiria que as próprias companhias sinalizassem ao mercado que detêm boas práticas de governança. Isso, por sua vez, permitiria a redução da assimetria de informações¹⁰², ao ampliar o conhecimento dos agentes sobre cada companhia, algo que, de outra forma, nem todo acionista seria capaz de fazer.

A seu turno, isso permite que os investidores consigam melhor distinguir as companhias e realizar um *screening* positivo no mercado. Nesse contexto, nenhuma companhia quer ser vista como dotada de práticas ruins e nenhum controlador quer ser visto como um mau controlador, o que reduziria o valor de mercado da companhia.

Também aqui temos grande apreço pelas considerações feitas na edição do Parecer 35 e pela forma como ele é capaz de preservar e gerar valor no mercado. A tutela da assimetria de

¹⁰¹ Nesse sentido, conforme será mais bem explorado no Capítulo 7, realçamos como 53 (cinquenta e três) dos 63 (sessenta e três) IPOs realizados entre 25.09.2018 e 01.08.2021 foram realizados no segmento do Novo Mercado.

¹⁰² Pilar da economia da informação, este conceito prevê que a informação no mercado nunca é perfeita, isto é, as informações estão disponíveis de forma desigual aos agentes no mercado. Assim sendo, dificulta-se a identificação de produtos e companhias bons e ruins. Isso, por sua vez, gera incertezas quanto aos produtos de um mercado, reduzindo todos os preços praticados, já que, não sendo possível a diferenciação dos produtos, surge o risco de não se fazer boas compras. Por sua vez, a redução do preço tende a afugentar bons produtos, cujo valor é acima do preço que passa a ser praticado no mercado. Com a fuga dos bons produtos, fogem também os consumidores. O prejuízo, assim, é generalizado. AKERLOF, George Arthur. Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 84, p. 488–500, 1970. O conceito da criação da obrigação de divulgação de informações por participantes do mercado como forma de alterar seu comportamento foi referido pela própria CVM, por exemplo, no edital de Audiência Pública para a edição da Instrução n.º CVM 552 de 2014. Esta Instrução alterou a ICVM 480/09 para criar o Anexo 30-XXXIII, referente à comunicação sobre transações entre partes relacionadas.

informações é absolutamente basilar na regulação do mercado de capitais e tem-se aqui uma maneira muito interessante de se analisar estas operações.

Analisados em conjunto, os Pareceres 34 e 35 demonstram como o Parecer de Orientação pode ser usado como uma importante ferramenta para estabelecer padrões de governança e induzir bons comportamentos no mercado, mesmo sem ser dotado de poder cogente, exemplificando assim a tese desenvolvida no item 4.1, acima.

4.3 Parecer 38 e o conflito de interesses

“Considerando que (A) É essencial para a Companhia atrair e reter profissionais qualificados para exercer posições de gestão como Administradores (conforme definido abaixo) da Companhia.¹⁰³”

“Considerando que (...) III – As PARTES reconhecem que o Seguro de Responsabilidade Civil de Diretores e Conselheiros () contratado pela Companhia tem uma cobertura limitada e que sua contratação depende de diversos fatores externos aos interesses da Companhia.¹⁰⁴”

“CONSIDERANDO QUE, como forma assegurar condições de mercado compatíveis com a função desempenhada, a Companhia, por meio da aprovação da alteração estatutária em Assembleia Geral de Acionistas, resolveu disponibilizar ao Beneficiário efetivas condições para que este possa exercer suas funções com maior segurança, e compromete-se, nos termos deste documento, a mantê-lo indene, tanto na vigência de seu mandato ou durante o exercício de seu cargo ou função, como após o seu término, por atos praticados durante o período que exercer seu mandato ou durante o exercício de seu cargo ou função.¹⁰⁵”

As cláusulas acima ajudam a delinear a problemática por detrás da celebração de contratos de indenidade.

Como já mencionado e bem sabido, o regime da Lei 6.404/76 submete os administradores de companhias abertas a uma série de deveres fiduciários e obrigações e eventuais descumprimentos poderão levar à sua condenação pela CVM.

¹⁰³ Cláusula extraída do contrato de indenidade modelo registrado pela Natura &Co Holding S.A.

¹⁰⁴ Cláusula extraída dos contratos de indenidade com administradores registrados pela Tupy S.A.

¹⁰⁵ Cláusula extraída do contrato de indenidade modelo registrado pela Petrobrás Distribuidora S.A.

Pelo regime atual previsto na Lei 6.385/76, art. 11, §1º, e na Resolução n.º 45 de 2021 (“Resolução 45/21”), art. 61, a penalidade de multa a ser aplicada pela autarquia poderá chegar a (i) R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (ii) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (iii) 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou (iv) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. Ou seja, valores elevadíssimos.

A chance de eventual condenação conforme a referida Resolução, ainda que o administrador tenha agido de boa-fé, poderá representar um grande desestímulo à tomada de riscos na condução da atividade empresarial. Isto, por sua vez, é prejudicial à própria atividade empresarial, já que a assunção de riscos é de sua essência.

Entram em cena, dessa forma, mecanismos que possam proteger o patrimônio dos administradores, que possam servir para atração e retenção de profissionais qualificados e que contribuam para o sucesso da companhia e obtenção de lucro.

Uma alternativa é o chamado seguro de responsabilidade civil (“Seguro D&O”, de *Directors and Officers*). Nestas operações, bastante disseminadas no mercado, é a companhia quem contrata o seguro e paga o prêmio, enquanto os beneficiários são seus administradores¹⁰⁶.

Contudo, conforme adiantado nos trechos acima referidos, a cobertura oferecida pelas seguradoras é sempre limitada e não é uma tarefa simples conseguir que a seguradora efetue os pagamentos e ressarcimentos solicitados, como é típico em contratos de seguro.

A solução encontrada para estas dificuldades operacionais envolvidas em um Seguro D&O foram os contratos de indenidade. Trata-se de contratos celebrados pelas companhias com seus próprios administradores por meio dos quais são as companhias que assumem parte do risco da atividade de seus administradores, através do compromisso de cobrir eventuais custos, perdas e danos que eles venham a sofrer por conta do seu cargo em uma variedade de cenários.

¹⁰⁶ Em pesquisa conduzida em 2019 analisando todas as 138 companhias listadas no Novo Mercado, foi identificado que 133 (cento e trinta e três) delas (96%) informaram a contratação de Seguro D&O. Destas, 111 (cento e onze) informaram o valor máximo de cobertura, em média R\$ 92.727.950,82 (noventa e dois milhões, setecentos e vinte e sete mil, novecentos e cinquenta reais e oitenta e dois centavos). Além disso, 89 (oitenta e nove) reportaram os valores dos prêmios pagos, chegando-se à média de R\$ 381.438,85 (trezentos e oitenta e um mil, quatrocentos e trinta e oito reais e oitenta e cinco centavos). SILVA, Victor Hugo Cunha, PRADO, Viviane Muller. Seguro D&O e *enforcement* no mercado de capitais: solução ou obstáculo? In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). **Direito Societário e Outros Temas de Direito Empresarial Aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 889–908.

Em que pese a personalidade jurídica da companhia, a deliberação e a decisão em si da celebração destes contratos e da cobertura oferecida aos administradores recaem, em tese, sobre os próprios administradores.

Não havendo a possibilidade de *chinese wall* mental, o conflito de interesses é evidente. Ao mesmo tempo, quem arcará com os valores desembolsados, ao contrário do caso do Seguro D&O, são os próprios acionistas, em caso evidente de custo de agência.

Isto ganha particular relevo no caso do mercado brasileiro e sua tradicional concentração acionária, havendo uma tendência dos controladores de participarem da administração. Como esse risco se traduziria na prática? Em casos como o de JBS S.A. Esse caso será retomado no Capítulo 10, mas é importante desde já realçar algumas de suas características.

Em 2017, em meio à operação Lava-Jato, Wesley e Joesley Batista, administradores de JBS S.A., propuseram a celebração de contratos de indenidade com a companhia, e pretendiam votar por meio da J&F Investimentos S.A., controladora da companhia e por eles controlada.

O caso foi levado à análise do Colegiado da CVM por meio de uma consulta formulada por acionista minoritário buscando sua proteção ao tentar barrar a celebração do contrato, protegendo a si e aos demais investidores da companhia¹⁰⁷.

É importante que se mencione que, para além da referida consulta, há muito a temática do contrato de indenidade circundava as discussões na CVM. Apontam-se, nesse sentido, os processos administrativos sancionadores CVM RJ 2009/8316¹⁰⁸ (Caso Kepler Weber) e CVM RJ2011/2595¹⁰⁹.

¹⁰⁷ CVM, Processo 19957.010393/2017-45, j. 17.04.2018.

¹⁰⁸ Há algumas decisões no âmbito deste processo. Destaca-se a análise do pedido de reconsideração de decisão do Colegiado (j. 19.01.2011, D. Rel. Otavio Yazbek). Os investigados haviam apresentado proposta de termo de compromisso que era condicionada à própria companhia, Kepler Weber S.A., celebrar contrato de indenidade com seus administradores. A CVM considerou inoportuno e inconveniente o condicionamento do pagamento proposto. Na análise do pedido de reconsideração da decisão, Otavio Yazbek realçou a importância do tema e como ele deveria ser visto com cuidado e ressalvas. Assim, chamou a atenção para a necessidade de a CVM se manifestar e se posicionar sobre contratos de indenidade.

¹⁰⁹ CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2011/2595, j. 24.07.2014. D. Rel. Luciana Dias. Neste processo sancionador, a área técnica entendeu que representaria liberalidade o pagamento por Banestes S.A. – Banco do Estado do Espírito Santo a seus administradores de valores acordados em sede de termo de compromisso com a CVM. Isso porque a acusação entendeu que o contrato seria genérico demais e não abarcaria a hipótese de termo de compromisso. Nesse sentido, é importante destacar o seguinte entendimento da área técnica, conforme trecho do relatório ao voto: “[A]s normas que dispõem sobre os deveres dos administradores das sociedades anônimas são de ordem pública e, portanto, não poderiam ser afastadas por qualquer mecanismo contratual. Entretanto, a CVM não seria competente para declarar a nulidade de tais contratos em geral, mas apenas em casos concretos, como o presente;

O Parecer 38 também será analisado em detalhes abaixo, no Capítulo 7. Nesse momento, apenas quer-se ressaltar como o Parecer 38, por mais que, como bem salientou Gustavo Gonzalez, não traga grandes inovações no conteúdo de suas previsões, na visão aqui defendida tem como grande inovação sua simples existência.

Seu conteúdo se resume a recomendar hipóteses que não deveriam ser passíveis de indenização, sugerir procedimentos para celebração e divulgação destes contratos e indicar cláusulas cuja previsão a autarquia entendia que era importante. Sem previsões polêmicas.

Contudo, ao sugerir limitações à atuação de administradores, denota uma forma diferenciada de interação da CVM com as relações de poder nas companhias abertas, indo além do que poderia por meio de normativos. Em linha com o que é aqui defendido, dialogar com o mercado não significa necessariamente trazer grandes invenções e intervenções.

O mais importante foi a indicação de um caminho, esclarecer características pertinentes destes contratos e situações que poderiam dar ensejo a irregularidades, das quais a CVM estava certa, mas o mercado talvez pudesse não ter conhecimento¹¹⁰, nivelando, assim, o entendimento destes contratos e reduzindo assimetrias de informações.

É importante ressaltar, também, como o Parecer 38 foi até mesmo mais flexível do que vinha sendo a prática da SEP, que impunha uma série de exigências¹¹¹, como a aprovação de contrato em assembleia geral, que surgem no Parecer de Orientação apenas como uma recomendação. Neste ponto, relembra-se também o comentário de Marcelo Trindade sobre como o Parecer de Orientação orienta a atuação inclusive das áreas técnicas.

Embora o Capítulo 7 traga uma pesquisa empírica para analisar a capacidade do Parecer 38 de induzir comportamentos no mercado, é importante que estejam claras desde já as premissas para acreditarmos na capacidade da indução de condutas e realizarmos esta pesquisa.

Em primeiro lugar, como já dito, ao divulgar, definir um parâmetro de atuação, a CVM estimula a reflexão interna nas companhias e dá a elas uma alternativa de caminho a ser seguido.

(...)”. Luciana Dias, então, não apenas absolveu todos os acusados como fez uma extensa exposição sobre a regularidade em tese dos contratos de indenidade, trazendo em especial a experiência americana. Como se verá no Capítulo 7, abaixo, o referido Contrato de Indenidade de Banestes S.A. – Banco do Estado do Espírito Santo nunca foi registrado, apenas versões de 2019. Assim, não foi possível analisá-lo.

¹¹⁰ Como se verá no Capítulo 7, efetivamente a celebração de contratos de indenidade nem sempre seguiu as recomendações da CVM.

¹¹¹ Conforme Relatório n.º 83/2016-CVM/SEP/GEA-3 no Processo SEI 19957.004523/2016-20 (j. 11.10.2016). Este processo tratava da proposta de alteração do Estatuto Social de B3 S.A. para, dentre outras mudanças, tratar da celebração de contratos de indenidade.

Este ponto pode ser exemplificado com o relato de Maria Helena Santana, que era membra do conselho de administração da Oi S.A. quando da adoção dos contratos de indenidade e nos contou que o Parecer 38 serviu de importante baliza para este processo¹¹².

Em segundo lugar, ao criar um parâmetro claro, além de mecanismos específicos para a divulgação destes contratos, cria-se um cenário propício à comparação de práticas de governança, conforme nos relatou Marcos Pinto ocorrer com o Parecer 35.

Essa comparabilidade é importante tanto para as companhias, para que possam verificar se suas práticas estão em linha com o mercado, como para os investidores e analistas, que poderão fazer um *screening* positivo das melhores práticas de governança.

Dessa forma, a experiência do Parecer 38, em conjunto com aquela dos Pareceres 34 e 35, demonstra como este instituto pode ser pensado para que a CVM dê posicionamentos sobre temas problemáticos, identificando a possibilidade de comportamentos indesejados e estabelecendo *standards* de conduta como mecanismo de *soft law*.

Os demais capítulos da presente segunda parte servirão para dar o embasamento para que a CVM utilize o Parecer de Orientação nesse sentido. Assim, o próximo capítulo analisará por que acreditamos que a CVM possa fazê-lo.

¹¹² Em nossa visão, essa foi uma das políticas mais completas e alinhadas ao Parecer 38 identificada.

5 O FUNDAMENTO LEGAL DO PAPEL DO PARECER DE ORIENTAÇÃO

Como já sedimentado, um Parecer de Orientação não é uma norma cogente, sendo aqui aproximado do *soft law*. Contudo, como mencionado no item 4.1, ele influencia e impacta a conduta dos entes regulados e, portanto, é claro, não é um instrumento regulatório que deve ser aplicado de modo irrestrito, sem limites.

Caso a CVM se limitasse a usá-lo para tratar de temas sujeitos à sua capacidade regulamentar não haveria grande controvérsia, sendo irrelevante se tivesse se manifestado via norma ou Parecer de Orientação. A controvérsia surge, justamente, quando a CVM excede esta competência, como no caso do Parecer 35.

Este capítulo se dedicará, assim, a explorar os limites para a edição de Pareceres de Orientação para demonstrar por que acreditamos que a CVM possa utilizá-lo para induzir comportamentos muito além de sua capacidade normativa.

Para tanto, de início, serão utilizadas de anteparo as discussões surgidas com relação à validade do Parecer 35. Com base nos pontos levantados, avaliaremos o tema do ponto de vista do direito administrativo desde a análise macro, de princípios gerais de direito administrativo, passando pela Constituição Federal e a Lei 6.385/76, até a análise micro, da regulação específica do Parecer de Orientação.

5.1 Parecer 35 e a controvérsia sobre os limites do Parecer de Orientação

Como mencionado no capítulo anterior, o Parecer 35 representou uma importante inovação na utilização de Pareceres de Orientação. Como toda inovação, é claro, encontrou tanto posicionamentos favoráveis quanto desfavoráveis.

Algumas críticas foram trazidas na própria Audiência Pública para sua edição, como exposto no Capítulo 2; outras podem ser identificadas na doutrina. Uma delas foi traçada por Paulo Aragão em artigo sobre o tema¹¹³.

Em primeiro lugar, o autor questionou a necessidade das previsões contidas no Parecer 35. O regime do art. 264 da Lei 6.404/76, que faz questão de asseverar que não poderia ser revogado

¹¹³ ARAGÃO, Paulo Cezar. O Parecer de Orientação 35/2008 da CVM e a Incorporação de Companhia Fechada por sua Controlada Companhia Aberta. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 522–534.

por ato administrativo da CVM, seria suficiente para a tutela dos interesses dos acionistas minoritários da companhia incorporada.

Ademais, não haveria conflito de interesses, nos termos do art. 156 da referida lei, na atuação dos administradores que representassem mais de uma companhia na operação, na medida em que não haveria interesses pessoais conflitantes com os interesses das companhias.

Por fim, o autor criticou o escopo do referido Parecer de Orientação, questionando a competência da CVM para regular o tema caso houvesse ao menos uma companhia fechada envolvida na operação.

Decidimos, então, falar com Paulo Aragão sobre sua opinião quanto ao Parecer 35. O ex-Superintendente destacou que o Parecer 35 era bem-intencionado, mas que a CVM não poderia tê-lo editado.

Em primeiro lugar, ele define Pareceres de Orientação como atos normativos com uma característica especial. Eles possuem uma função normativa, mas são atos de orientação, isto é, são menos uma determinação de conduta como uma norma jurídica e mais uma orientação de como a CVM interpreta determinado dispositivo legal.

Outro ponto importante e por vezes esquecido é que a Lei 6.404/76 e a Lei 6.385/76 foram editadas no regime militar por juristas que, ao lado do Ministro da Fazenda, tinham uma visão incompatível com a do regime militar. Nesse contexto, a Lei 6.385/76 dita que cabe à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas nessa lei.

Essa é uma expressão extremamente relevante e pouco lembrada de que a CVM pode regulamentar o que é a ela permitido e não tudo o que ela desejar. Por isso mesmo, o Regimento Interno da CVM tinha uma curiosa longa lista sobre temas sobre os quais a CVM poderia regulamentar¹¹⁴.

Nesse contexto, o objetivo da criação dos Pareceres de Orientação foi o de investir na responsabilidade didática que a lei atribuiu à CVM, o que era particularmente importante no início e na consolidação de sua atuação.

Especificamente no caso do Parecer 35, Paulo Aragão chamou a atenção para o fato de que ele não se prestaria a dar uma orientação com base na lei, pois suas previsões não estão na lei.

¹¹⁴ As competências da CVM conforme seu Regimento Interno e a atualização de seu Regimento Interno serão mais bem exploradas no Capítulo 9, abaixo.

Tanto o é que, nesse contexto, o Colegiado entendeu necessário naquela ocasião explicar em detalhes os fundamentos para aquela sugestão, via memorando que acompanhou o Parecer 35.

Assim, o Parecer 35 iria claramente além do que caberia à CVM fazer, uma vez que ele não representa uma orientação sobre a interpretação da lei e não se encaixa na definição de Parecer de Orientação dada pela Deliberação 01/78, no que a CVM entendia ser um Parecer de Orientação.

Isso porque o Parecer 35 contém uma série de regras de comportamento não encontradas na lei e que a CVM entendia que seria como os agentes deveriam agir no mercado. Assim, Paulo Aragão entende que o tipo de conteúdo do Parecer 35 poderia perfeitamente ter sido editado como uma Instrução.

Apesar da boa intenção, haveria um problema de forma. Não havia previsão no Regimento Interno ou na lei que permitisse que a CVM sugerisse com força normativa um procedimento para reorganizações societárias em função de a CVM entender que a proteção do art. 264 não seria suficiente.

Paulo Aragão comentou que a baliza para edição de Pareceres de Orientação se encontraria no poder regulamentar da CVM. Ele permitiria a orientação sobre a aplicação de uma determinada norma, mas a partir do momento em que estabelece deveres de conduta não previstos na lei, o Parecer de Orientação vai além do permitido em lei. Esta seria até mesmo uma questão lógica, pois a CVM pode regulamentar apenas matérias expressamente previstas na lei.

Nesse sentido, com relação à criação de deveres e à função normativa do Parecer de Orientação, perguntamos se ele entendia que o Parecer de Orientação era, de fato, obrigatório, vinculante.

Apesar de concordar que ele não é juridicamente obrigatório e é perfeitamente contestável até mesmo no Poder Judiciário, pela proteção dada pelo princípio da legalidade do art. 5º, II, da Constituição Federal, Paulo Aragão relatou que o Parecer 35 seria visto como obrigatório pelo mercado.

Nesse sentido, a CVM possuiria uma autoridade moral muito grande no mercado, que se verifica inclusive perante o Poder Judiciário, tendo um retrospecto de sucesso extremamente significativo nesta seara.

Com a devida vênia e profundo respeito, como se poderia esperar de nosso posicionamento no capítulo anterior e no presente capítulo, discordamos deste entendimento de Paulo Aragão e das críticas feitas ao Parecer 35 citadas acima.

Acreditamos que, na realidade prática do mercado, isso seja um não-problema e o próprio mercado acredite em sua legalidade, ou ao menos não tenha segurança de sua ilegalidade, já que não há notícia de que tenham questionado a CVM judicialmente sobre o tema, como foi feito, por exemplo, com relação à divulgação de informações sobre a remuneração de administradores, embora sem sucesso¹¹⁵.

Em todo caso buscaremos demonstrar nos itens a seguir que, caso assim procedesse, seria improvável que o Poder Judiciário considerasse o Parecer 35 irregular, não apenas pela autoridade moral da CVM perante à Justiça, mas também pelo fundamento jurídico e material a seguir analisado.

5.2 CVM e Direito Administrativo

Conforme art. 5º da Lei 6.385/76, a CVM é uma autarquia em regime especial. Isto é, ela é vinculada ao Ministério da Economia¹¹⁶; com personalidade jurídica e patrimônio próprios; dotada de autoridade administrativa independente; ausência de subordinação hierárquica; mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes; e autonomia financeira e orçamentária.

O fato de se tratar de uma autarquia especial significa apenas que não há submissão da CVM no exercício de suas competências a outros entes do Estado, não dependendo de aprovação

¹¹⁵ Como se retomará abaixo, a CVM incluiu na ICVM 480/09 a obrigação de *disclosure* de remuneração de administradores para alinhamento de sua regulação com as práticas internacionais. A iniciativa teve reação adversa de agentes do mercado, que questionaram perante o Poder Judiciário o poder normativo para imposição desta regra de transparência, chegando, inclusive, a obter decisão liminar em seu favor. PRADO, Viviane Muller; SAMPAIO, Luiza Saito. Enforcing International Financial Standards in Brazil: Limits and Possibilities for Adoption of IOSCO Principles. **FGV Direito SP Research Paper Series n. 23**, São Paulo, p. 1–35, 2014. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11839/RPS_95_vers%C3%A3o%202.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 ago. 2021. Muito embora a ICVM 480/09 tenha suscitado questionamentos importantes sobre a forma e a extensão do alinhamento da regulação da CVM a práticas internacionais, fato é que, especificamente com relação a este questionamento, o ponto foi superado, conforme TRF2, Vice-Presidência, Processo 0002888-21.2010.4.02.5101 (2010.51.01.002888-5), j. 28.05.2018, D. Rel. Guilherme Diefenthaler. Na decisão, fazendo remissão ao art. 8º da Lei 6.385/76 e às competências da CVM, o Tribunal Regional Federal reconheceu que a previsão estava dentro poder fiscalizatório atribuído à CVM e respeitava o princípio da legalidade, não havendo entre ela e a legislação vigente qualquer conflito a ser sanado. Em uma última nota sobre esta decisão, mencionamos que, com base nestes elementos, foi entendido que julgar que a ICVM 480/09 estaria em desacordo com os princípios da administração e com a legislação vigente significaria invasão na esfera administrativa da CVM, violando seu poder discricionário, realizado de acordo com seus critérios de conveniência e oportunidade. Ponto mais bem explorado no Capítulo 6, é interessante notar como este caso demonstra a influência exercida pelo ecossistema internacional de regulação via *soft law* no mercado de capitais.

¹¹⁶ Mencionamos que a redação do artigo ainda se refere ao extinto Ministério da Fazenda, incorporado ao Ministério da Economia.

externa, mas a CVM é um ente da administração pública indireta e está sujeita ao regime jurídico de direito público com relação às suas prerrogativas, poderes e sujeições¹¹⁷.

Nesse contexto, aplicam-se à sua atuação os princípios gerais aplicáveis à Administração Pública. Os itens abaixo se aprofundarão em outros princípios pertinentes, mas, no momento, destacam-se dois deles, que se relacionam diretamente com os conceitos já trabalhados até o momento nesta dissertação.

De início, mencionamos o princípio da eficiência, por meio do qual se espera o melhor desempenho possível das atribuições do agente público, incidindo tanto sobre sua estrutura e disciplina, quanto em sua forma de atuação¹¹⁸.

A relação deste princípio com a edição de Pareceres de Orientação é clara. Isso porque, acima de tudo, conforme analisado com relação à sua função de orientação, este instrumento confere às normas do arcabouço regulatório e legal do mercado de capitais maior clareza e maior adesão do mercado, conferindo, assim, maior eficiência a toda a atuação da CVM.

Citamos também o princípio da segurança jurídica que, embora não seja exclusivo ao Direito Administrativo, é um dos basilares princípios orientadores do Direito e do Estado Democrático de Direito, e está disposto no art. 2º, *caput*, da Lei n.º 9.784 de 29 de janeiro de 1999 (“Lei 9.784/99”) como princípio norteador dos processos administrativos.

Em essência, este princípio representa como o Direito em geral, e o Direito Administrativo em particular, se propõem a dar ensejo a certa estabilidade, um grau mínimo de certeza a reger a vida em sociedade¹¹⁹ e, no caso da CVM, às atividades em mercado de capitais.

A relação da edição de Pareceres de Orientação com o princípio da segurança jurídica já foi por vezes ressaltada ao longo deste trabalho. Quanto maior o conhecimento do mercado sobre o conteúdo das normas e maior a estabilidade da atuação do órgão regulador, maior previsibilidade terá o mercado em sua atuação.

¹¹⁷ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 160–161.

¹¹⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 84.

¹¹⁹ MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 124.

5.3 A Constituição e a Lei 6.385/76

Estabelecida a subordinação da CVM ao regime de Direito Administrativo, socorremo-nos agora do conceito de função na matéria. Esta é representada pelo liame entre o poder outorgado a um agente público e o dever que a lei a ele atribui, o interesse público e o escopo de sua atuação pré-estabelecidos¹²⁰.

Dessa forma, ao agente público são atribuídos seus poderes exclusivamente na medida em que sejam utilizados para atingir tal interesse público. Façamos, então, a subsunção destes conceitos ao cenário da CVM.

Haja vista esta análise, partimos, é claro, da Constituição Federal, que traça os limites de atuação do Estado, do Direito e da regulação e que delimitará a intervenção do Estado na economia. Para o presente estudo, sobressai o art. 174.

Este prescreve o Estado enquanto agente normativo e regulador da atividade econômica, que exercerá as funções de fiscalização, incentivo e planejamento¹²¹. Há também a previsão do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado proveniente do Estado.

Vemos, assim, que a Constituição Federal prescreve uma posição ativa do Estado na condução da economia. Tal intervenção do Estado na ordem econômica pode dar-se por participação direta, por direção ou por indução¹²².

Especificamente a intervenção por indução se dá por meio de convites, incitações ou estímulos a que o indivíduo transcenda seu interesse individual e se guie pela opção econômica de interesse coletivo e social. Ou seja, encontramos aqui alinhamentos concretos com a função proposta para o Parecer de Orientação como ferramenta de *soft law*.

Ainda no tocante ao texto constitucional, ressaltamos que o art. 192 prevê que o sistema financeiro, e indiretamente o mercado de capitais, será estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade.

¹²⁰ MOREIRA, Egon Bockmann. **Processo Administrativo: Princípios Constitucionais e a Lei 9.784/1999**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 34–35.

¹²¹ Esclarecemos que este planejamento é apenas indicativo, de modo que o Estado não pode intervir sobre a livre iniciativa a ponto de determinar os fins e os meios de atuação dos agentes econômicos privados. DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 117–118.

¹²² GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988** (interpretação e crítica). 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 148.

Vemos, dessa forma, que o constituinte reconheceu a importância de valores sociais, do desenvolvimento equilibrado e sustentável, da redução das desigualdades e o papel de coordenação do Estado, em relação aos quais o Direito, e o *soft law*, desempenham papel importante, como se retomará no próximo capítulo. Todos se refletem, portanto, no mandato conferido ao regulador infralegal, devendo, assim, ser considerados na construção e na aplicação da regulação.

Nesse contexto, mencionamos novamente que a CVM foi criada para atuar em um segmento específico do sistema financeiro nacional, o mercado de capitais. Criou-se, assim, uma instituição com alto grau de especialização, com o intuito geral de trazer maior eficiência e equidade às relações neste mercado¹²³.

Essa visão geral se cristaliza nos objetivos para a criação da autarquia previstos pela própria Lei 6.385/76. Seu art. 4º dispõe, em seus incisos, uma série de orientações programáticas para a atuação da CVM que também denotam a íntima relação entre sua concepção e os conceitos abordados até aqui. Destes, merecem destaque para esta pesquisa aqueles que tratam de eficiência do mercado.

Prevê o inciso II que a CVM deve “promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações”. Já de acordo com o inciso III, deve a autarquia “assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão”. O que seria, então, o funcionamento eficiente do mercado?

Embora não se trate de conceito pacífico, a eficiência do mercado pode ser entendida na doutrina brasileira como a adequada precificação de produtos, que tem por consequência a melhor alocação de recursos no mercado¹²⁴.

Nesse sentido, é importante retomar o conceito já referido sobre como a qualidade e quantidade de informações sobre os produtos negociados refletem-se diretamente em seu preço¹²⁵. Parece claro, portanto, que a CVM teve como interesse público a justificar sua criação e a intervenção do Estado na economia sua função de criação e preservação de valor no mercado.

¹²³ EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 21, n. 45, p. 48–59, jan./mar. 1982. p. 133.

¹²⁴ CERZETTI, Sheila Christina Neder. Art. 4º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.) **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 118

¹²⁵ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 100–101.

Aqui chamamos a atenção, novamente, ao papel da informação na edição do Parecer 35 e sua capacidade de redução de assimetria de informações e de possibilitar o *screening* positivo, levando à mais adequada precificação das ações. Por isso, de modo taxativo, “a regulação da informação é fundamental para a própria sobrevivência e higidez do mercado”¹²⁶.

Relembrando também como o regime constitucionalmente previsto permite que esta intervenção se dê por indução, entendemos que o Parecer de Orientação nos termos propostos nesta dissertação esteja perfeitamente alinhado com a função da CVM.

Por fim, retomamos como as agências reguladoras, como a CVM, foram criadas em vista da sua capacidade normativa de conjuntura¹²⁷, de modo que seu poder normativo tem como pressuposto a garantia da melhor adaptação do arcabouço regulatório e legal à realidade prática que busca regular, à evolução do mercado.

Dessa forma, a utilização de Pareceres de Orientação para veiculação de orientações de maneira célere e em temas que a CVM não poderia regular confere uma nova dimensão à sua capacidade normativa de conjuntura, complementando-a de modo a enriquecer o arcabouço regulatório da autarquia.

5.4 Poder sancionatório e poder regulador

Os pontos acima suscitados, é claro, não conferem um poder infinito para a CVM e não podem, por si só, justificar nosso posicionamento referente à função a ser desempenhada pelos Pareceres de Orientação e à regularidade do Parecer 35.

Para a análise do presente item, partimos do princípio da legalidade, um dos fundamentais princípios que regem a Administração Pública, segundo o qual ela somente poderá fazer o que a lei permite¹²⁸.

Retomemos, então, a definição do Parecer de Orientação. Ele servirá para dar orientação sobre matéria que cabe à CVM regular e, também, para veicular as opiniões da CVM sobre a interpretação da Lei 6.385/76, e da Lei 6.404/76, no interesse do mercado de capitais.

¹²⁶ DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 100.

¹²⁷ ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. **A Capacidade Normativa de Conjuntura no Direito Econômico: O Déficit Democrático da Regulação Financeira**. 204 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

¹²⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 65.

Iniciemos a análise pelo trecho final desta previsão legal, isto é, por como o Parecer de Orientação dirá interpretações e dará orientações “no interesse do mercado de capitais”.

É necessário retomar, então, os conceitos trazidos nos dois subitens acima. Isso porque este trecho dá concretude, cristaliza na norma a função por nós proposta ao instituto. Ao mencionar aqui o interesse do mercado, acreditamos que a norma diga respeito aos conceitos acima explorados de função da CVM e de garantia da eficiência do mercado.

Desta forma, Pareceres de Orientação que atuem para gerar e preservar valor no ambiente de negócios no Brasil, induzindo boas práticas de governança, como o Parecer 35, cumprem perfeitamente a função atribuída ao instituto pela Resolução 01/20.

Contudo, e acima de tudo, é importante retomar outro conceito típico de Direito Administrativo, novamente trazendo as considerações sobre a função de orientação da CVM: a existência de diversos poderes na atuação da autarquia.

Ressaltamos a existência de dois destes poderes da administração, em linha com as funções delineadas no Capítulo 3, quais sejam, o poder sancionador ou de polícia, para apurar infrações e aplicar penalidades; e o poder regulatório, entendido como o poder de emanar normas, atos com efeitos gerais e abstratos¹²⁹.

Com base na previsão legal acima disposta e na própria definição de Parecer de Orientação que delineamos na Parte I, seu fundamento está na sua competência de interpretar qualquer dispositivo da Lei 6.385/76 e da Lei 6.404/76.

Isto é, por mais contraintuitivo que possa parecer dada sua natureza não cogente e de *soft law*, o Parecer de Orientação emana do poder sancionador da CVM, de aplicar e interpretar estas normas, e não de sua competência de normatizar o mercado e de seu poder regulador. Senão vejamos.

Nesse sentido, é importante destacar como o art. 2º da Resolução 01/20 contém dois comandos. O Parecer de Orientação servirá para da orientação “sobre matéria que cabe à CVM regular, servindo, também,” para dizer a opinião da CVM sobre as Leis n.º 6.385/76 e 6.404/76.

¹²⁹ Também podem ser identificados na doutrina de Direito Administrativo como poderes normativo e disciplinar. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 91–96.

Partindo da premissa hermenêutica de que não há na lei palavras inúteis, a conjunção aditiva “também” está ali inserida para ligar dois comandos separados. Ou seja, as opiniões da CVM sobre as Leis n.º 6.385/76 e 6.404/76 não estão restritas às matérias que cabe à CVM regular.

Outra evidência complementar de que o Parecer de Orientação seria decorrente do poder sancionatório da CVM e não de seu poder regulador é o de que ele não é pensado sob a forma de norma, sendo efetivamente tratado como instrumento não normativo.

Esta visão está totalmente alinhada aos conceitos desenhados na Parte I. Pontuamos, assim, que sua natureza de interpretação e de orientação delineadas nos capítulos anteriores significam que seu fundamento se encontra, na verdade, no poder de polícia da CVM, em sua capacidade de interpretar e aplicar a norma e dizer como deve ser interpretada.

Introduzida esta separação, é necessário destacar, como Paulo Aragão ressaltou, que há uma diferença importante entre os limites do poder regulatório e os limites do poder sancionador da autarquia.

O art. 8º, I, da Lei 6.385/76 diz que a CVM só pode regulamentar o que a lei prevê expressamente que ela possa regulamentar. Contudo, conforme art. 11, *caput*, da mesma lei, a autarquia pode sancionar o descumprimento de qualquer dispositivo das Leis 6.404/76 e 6.385/76 e outras leis e normativos cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar.

Portanto, mais uma vez aproveitando o princípio da legalidade, aplicado aos poderes legais conferidos à CVM, temos que seu poder sancionador é mais amplo que seu poder regulatório¹³⁰.

Retomando a experiência específica do Parecer 35, compartilhamos da visão trazida por Maria Helena Santana, quando a questionamos sobre o grau de flexibilidade que teriam as previsões nele contidas.

Ela nos respondeu que não entende que o Parecer 35 seja extremamente direcionado. Ele próprio oferece escolhas, a negociação via comitê independente ou a aprovação pela maioria da minoria, tirando apenas os conflitos. Estas foram as opções expressas, mas qualquer outra que estivesse adequada seria aceita, que fosse equilibrada, que eliminasse a hipótese de decidir sobre conflito, ou que, pelo menos, tratasse de forma equitativa as duas partes.

¹³⁰ Especificamente quanto ao princípio da legalidade aplicado ao poder de polícia, ver JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 587.

Ademais, comentou que, durante sua experiência no Colegiado, não identificou que as áreas técnicas tivessem considerado que o Parecer 35 fosse a única hipótese adequada, não tendo identificado excessos em sua aplicação.

Dessa forma, acreditamos estar claro que o Parecer de Orientação tem fundamento no poder sancionador e não no poder regulamentar da CVM.

Assim sendo, é preciso destacar uma primeira questão. Na medida em que a competência de atuação do Parecer de Orientação possui o mesmo substrato da formulação de acusações e o processamento de particulares, aqui se encontra o fundamento jurídico do ponto levantado por Marcelo Trindade de como o Parecer de Orientação possui um enorme papel a cumprir em evitar o processo sancionador, evitar a regulação via processo, como será explorado no Capítulo 10.

Retomamos, ademais, a análise feita nos capítulos anteriores. Há situações em que a CVM, mesmo tendo competência regulatória, poderá optar por apenas orientar o mercado, por exemplo, em razão de haver muitas incertezas sobre um tema novo.

Contudo, há também temas que a autarquia não poderá regulamentar, mas poderá atuar utilmente para o mercado via Parecer de Orientação, evitando um processo sancionador. Neste momento tem maior concretude jurídica o conceito trazido no Capítulo 3 de como, em certo sentido, todo Parecer de Orientação é um indicativo de como a CVM julgará casos futuros.

Dessa forma, a previsão legal do Parecer de Orientação abre espaço para que se exerça uma função que nenhum outro instrumento pode, preencher espaços na regulação que, por meio de norma, a CVM não conseguiria preencher.

Basta que a autarquia tenha competência legal para se manifestar sobre o tema e o faça dentro dos parâmetros analisados neste capítulo. É assim que o Parecer de Orientação consegue exercer de modo único a função de ordenação da governança no mercado, como no Parecer 35.

Estabelecidos estes conceitos, para além de o Parecer de Orientação não ser norma e não ser tratado como tal pela CVM, é importante explorar o ponto levantado de que, a despeito disso, ele poderá ser percebido como norma pelos agentes do mercado. Relembramos, nesse ponto, como o Parecer 35 foi seguido em todas as operações em que seria aplicável. Este dado, porém, deve ser analisado com ponderação.

A aversão geral ao risco dos agentes do mercado faz com que tendam a escolher caminhos mais seguros sempre que possível ou que não haja benefícios muito claros em não a seguir. Mesmo

que uma recomendação não seja obrigatória, ela, por definição, reduz o risco de que uma operação seja questionada.

Em grandes operações societárias, com muitos interesses e riscos envolvidos, os agentes optam por seguir o Parecer 35, entre outros motivos, por uma questão de segurança jurídica, mas não por interpretarem-no como obrigatório, da mesma forma como tenderiam a não contrariar qualquer outro entendimento manifesto da CVM nessas operações.

Neste aspecto, é pertinente retomar a diferenciação trazida por Marcos Pinto entre normativo jurídico e normativo social do Parecer de Orientação. Essa é a dinâmica natural das relações entre o mercado e órgãos do Estado. Assim, se o mercado opta por seguir uma recomendação, é baseado em seu juízo de valor sobre o custo-benefício de fazê-lo.

No entanto, se porventura for muito importante a determinado particular questionar a interpretação disposta na recomendação, ele terá esta oportunidade, conforme foi inclusive expresso no Parecer 35.

Assim, o fato de que haverá uma grande tendência do mercado a seguir uma orientação que melhore o ambiente de negócios, como foi o Parecer 35, não deve ser considerado um elemento desabonador da utilização deste instituto.

Se isso entrar na conta, em nossa visão, deveria apenas ser um fator positivo, a indicar o impacto benéfico e a alta capacidade de indução de comportamentos, em linha com os conceitos trazidos nos capítulos precedentes.

Assim, a análise do fundamento do Parecer de Orientação da CVM em seu poder sancionador, combinada com a análise de outros princípios gerais de Direito Administrativo e sua previsão legal, significa que a edição de Pareceres de Orientação possuiu como limite legal os temas das Leis 6.385/76 e 6.404/76 que puder vir a ser chamada a interpretação e limite econômico/material na garantia da eficiência do mercado e na geração e preservação de valor.

Dessa forma, entendemos haver relevante substrato jurídico para a tese deste trabalho, isto é, a utilização do Parecer de Orientação como ferramenta de *soft law* para induzir comportamentos em temas sobre os quais a CVM não tem poder normativo.

Continuando a análise do embasamento para a utilização do Parecer de Orientação para indução de boas práticas no mercado, passemos à análise do porquê de acreditarmos que a CVM deva fazê-lo.

6 A JUSTIFICATIVA PARA O PAPEL A SER EXERCIDO PELO PARECER DE ORIENTAÇÃO

Tendo analisado os fundamentos para a possibilidade de a CVM ir além de sua competência regulamentar para disseminar bons comportamentos no mercado, precisamos analisar também, então, se efetivamente faz sentido que a autarquia o faça.

O conceito de boas práticas é, em si, um conceito inserido na história, cambiante, e é possível entender que não faria sentido que a CVM se preocupasse também com isso, sob pena de que suas recomendações ficassem defasadas como ocorreu com sua cartilha “Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa”, de junho de 2002, revogada em 2010 pela CVM¹³¹.

Assim, esse trabalho é mais comumente associado à atuação de entidades de autorregulação que à regulação, que deveria ser focada na definição dos limites de atuação dos entes privados. Por exemplo, a CVM atualmente dá respaldo, em seu próprio site¹³², ao Código de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Reconhecemos que esta deve ser uma atividade a ser exercida pela CVM com cuidado. Contudo, como já exposto, acreditamos que ainda assim faça sentido que a autarquia atue em complemento à autorregulação, indo além do estabelecimento de limites de conduta.

Esta análise será conduzida sob duas perspectivas. A primeira buscará analisar conceitualmente, dentro da teoria da regulação, como esse posicionamento é fundamentado. Em seguida, de uma perspectiva de direito comparado, será demonstrado como o *soft law* é ponto central da regulação internacional e global em matéria de mercado de capitais.

6.1 A economia política institucional da regulação e os objetivos da regulação

Em 2008 teve início a famigerada Grande Recessão, crise econômica tão grave que foi nomeada em alusão à Grande Depressão, histórica crise de 1929. As nuances e desdobramentos da

¹³¹ Na reunião do Colegiado de 09 de fevereiro de 2010, foi reconhecido que a edição da cartilha foi uma iniciativa importante da autarquia à época “para induzir a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelos emissores de valores mobiliários”. Contudo, o Colegiado reconheceu que o conteúdo da cartilha não se encontrava mais atualizado e observou que o papel assumido por entidades privadas e entidades autorreguladoras na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa vinha se tornando cada vez mais central, dando conta inclusive da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados. Atualmente, consta na primeira página da cartilha menção à referida decisão, indicando que ela já não representa a recomendação da CVM.

¹³² Divulgada pela CVM como “outras publicações” em http://conteudo.cvm.gov.br/menu/investidor/publicacoes/outras_publicacoes.html. Acesso em: 18 set. 2021.

crise de 2008 são muitos, mas chamamos a atenção a um de seus principais pontos de partida: a (insuficiente) regulação do mercado de derivativos dos Estados Unidos¹³³.

Eventos como este abalam não apenas as estruturas econômicas da sociedade, como também os próprios conceitos sobre os quais a economia se sustenta, o que inclui a reflexão sobre a importância, a capacidade e o papel da regulação¹³⁴.

Uma possível e válida visão sobre a regulação, dominante nos Estados Unidos anteriormente à crise, e que ainda é muito influente¹³⁵, é a regulação para correção de falhas de mercado, desvios do regular funcionamento do mercado¹³⁶⁻¹³⁷.

Trata-se da teoria neoclássica ou teoria econômica da regulação¹³⁸. Tal teoria atribui ao Estado e à regulação papel limitado, fruto de uma descrença na própria capacidade do Estado na regulação econômica¹³⁹.

¹³³ STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: W.W. Norton Company, 2020. p. 101–115.

¹³⁴ LODGE, Martin; WEGRICH Kai. **The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?** n. p., 2014. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/242769864>. Acesso em: 31 mai. 2020.

¹³⁵ Faz-se menção especial à interessante lembrança de capas recentes do periódico americano *The Economist* que condenam o “monstro” Estado e sua intervenção na economia. Mariana Mazzucato chega a dizer que esta visão virou o “senso comum”. MAZZUCATO, Mariana. **The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy**. London: Penguin, 2018. p. 212–215. Isto é também relatado por Binyamin Appelbaum na visão quase-religiosa da crença na eficiência do Mercado. APPELBAUM, Binyamin. **The Economists Hour: How the False Prophets of Free Markets Fractured Our Society**. London: Picador, 2019. Mantendo as referências culturais, fazemos menção ao episódio número 3 da décima terceira temporada do desenho americano *South Park*, que satiriza a visão do país sobre a economia, tida como um deus.

¹³⁶ BALDWIN, Robert; CAVE, Martin. **Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice**. Oxford: Oxford University, 1999. p. 11–17.

¹³⁷ Há várias possíveis formas de se categorizar falhas de mercado. Em nossa visão, podem ser categorizadas em (i) monopólio e o poder de mercado dele decorrente; (ii) externalidades, positivas e negativas; (iii) bens comuns; e (iv) assimetria de informações. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. 3. ed. Massachusetts: Addison Wesley Longman, 2000. p. 40–43. Um dos desdobramentos da assimetria de informações que retomaremos adiante é o risco moral, a chamada ação escondida. Este conceito denota a ação que é tomada por um agente, mas é relevante para outro, não sendo, porém observável por este. O exemplo tradicional do risco moral é o custo de agência. ACEMOGLU, Daron; LAIBSON, David; LIST, John A. **Economics: Global Edition**. 2. ed. London: Pearson, 2019. p. 427.

¹³⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 210–213.

¹³⁹ Embora Stigler não aborde textualmente o conceito de captura em STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Santa Monica, v. 2, n. 1, p. 3-21, Spring 1971, é a ele que geralmente se atribuem as origens da teoria da captura, por ter defendido que a regulação inevitavelmente acaba servindo a indústria, e o governo deveria parar de tentar. CARRIGAN, Christopher; COGLIANESE, Cary. Capturing Regulatory Reality: Stigler’s The Theory of Economic Regulation. **University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economic Research Paper No. 16–15**, Philadelphia, p. 1–13, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805153. Acesso em: 30 out. 2021.

Nesse sentido, por exemplo, a SEC foi notoriamente criada para garantia da higidez do sistema em meio às fraudes identificadas na época da Grande Depressão¹⁴⁰, destacando-se a obrigação de divulgação de todas as informações materiais, relevantes ao mercado¹⁴¹⁻¹⁴².

Temos plena consciência da importância do direcionamento da regulação para garantia do princípio do *full disclosure* como forma de correção de falhas de mercado, em especial a redução de assimetria de informações, conceitos que já foram trazidos e defendidos aqui. Contudo, conforme a definição já referida, a visão sobre a regulação ora adotada é mais ampla que isso.

Acreditamos em uma visão descentralizada de regulação, que abarca diversas formas de relação entre Direito, sociedade e Estado e que identifica, inclusive, outras formas de correção de assimetria de informações para além do *full disclosure* tradicional por meio das informações financeiras e documentos societários, em linha com o mencionado no Capítulo 4. Cabe, neste momento, explorar os fundamentos e consequências desta visão.

Em linha com a definição aqui adotada, partimos agora da conceituação proposta por Diogo Coutinho de regulação como fenômeno de economia política institucional, o que implica só poder ser compreendida por completo sob a luz das relações políticas, econômicas e sociais que circundam sua aplicação prática¹⁴³.

Este ponto de partida permite reconhecer e analisar o sistema de influências recíprocas entre as relações político-econômicas e a própria regulação. A criação da regulação é definida a partir de

¹⁴⁰ COFFEE JR., John. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in Separation of Ownership and Control. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 111, n. 1, p. 1–82, Oct. 2001. p. 68.

¹⁴¹ Entendemos pertinente mencionar que este intuito universalizante persiste até os dias atuais, exemplificado pelo *Regulation Fair Disclosure* (17 CFR 243) editado pela SEC em agosto de 2000, ainda vigente. A controversa regulação, visando corrigir assimetrias e uniformizar as informações acessíveis no mercado prevê que, quando uma companhia aberta divulga informações não públicas a grupos seletos de pessoas, notadamente analistas, o emissor tem o dever de tornar aquela informação pública a todos no mercado. CERZETTI, Sheila Christina Neder. Art. 4º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 126.

¹⁴² Embora o ponto principal aqui se refira ao fundamento e aos objetivos da regulação, é importante ressaltar a diferença dos mecanismos regulatórios utilizados. Este é o ponto de partida para a regulação de comando e controle (*command and control*), uma das possíveis estratégias regulatórias inseridas em uma visão centralizada e hierarquizada da regulação, originada pelo Estado para a sociedade, em um vetor vertical, *top down*. BALDWIN, Robert; CAVE, Martin. **Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice**. Oxford: Oxford University, 1999. p. 34–62. Como resume Julia Black, a regulação de comando e controle é a regulação, proveniente do Estado, que prescreve uma regra e atrela uma punição ao seu descumprimento. De tão clássica, a maioria das pessoas associa este modelo regulatório ao próprio conceito de regulação. BLACK, Julia. Critical Reflections on Regulation. **Australian Journal of Legal Philosophy**, Sydney, v. 27, p. 1–35, 2002. p. 2. Como já mencionado, o Parecer de Orientação não se encaixa nesse modelo e entendemos que possa ser a ele complementar.

¹⁴³ COUTINHO, Diogo Rosenthal. Regulation and Its Crisis. **LSE-CARR Discussion Paper**, v. 84, p. 73–77, 2016. p. 73–74.

uma visão de mundo, uma opinião, refletindo diversas políticas, interesses, ideias e ideais além das relações de poder na sociedade¹⁴⁴, em linha com o analisado no Capítulo 2.

A economia política institucional, assim, reconhece as relações de poder na sociedade e os arranjos políticos por detrás do Direito e da regulação. Dessa maneira, tem-se uma visão mais reflexiva e crítica das capacidades e motivações dos entes regulados e dos reguladores¹⁴⁵.

É nesse contexto que se encaixa o conceito de Capitalismo Regulatório, um sistema político-econômico que tem na regulação do mercado um mecanismo relevante do desempenho das funções do Estado na sociedade¹⁴⁶.

6.1.1 *Capitalismo Regulatório e Estado Regulador*

O Capitalismo Regulatório representa um modelo que partilha das preocupações e objetivos do Estado de Bem-Estar Social e, embora não descarte totalmente o papel de Estado provedor, pressupõe privatizações e o exercício de parte deste papel por agentes privados¹⁴⁷. Para tanto, aproveita-se do crescimento das grandes corporações, ao mesmo tempo em que abre margem para o crescimento destas, em um sistema que se retroalimenta¹⁴⁸.

Importante elemento dessa análise é o fato de que o crescente papel das grandes corporações na economia e na sociedade tem como consequência o aumento do poder de mercado nas mãos destas. Este fenômeno, quando percebido pela população, acarreta o surgimento do interesse por maior regulação da economia¹⁴⁹.

A concentração de poder econômico na atualidade foi objeto de análise de Joseph Stiglitz, que, como lembra John Braithwaite, é destacado expoente do Capitalismo Regulatório.

¹⁴⁴ LEVI-FAUR, David. The Odyssey of the Regulatory State: From a “Thin” Monomorphic Concept to a “Thick” and Polymorphic Concept. **Law & Policy**, Denver, v. 35, n. 1–2, p. 29–50, Jan./Apr. 2013. p. 42.

¹⁴⁵ LODGE, Martin; WEGRICH Kai. **The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?** n. p., 2014. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/242769864>. Acesso em: 31 mai. 2020.

¹⁴⁶ Nas palavras de David Levi-Faur, que cunhou o conceito: “*Regulatory capitalism is a political, economic and social order where regulation, rather than the direct provision of public and private services, is the expanding part of government*”. LEVI-FAUR, David. Foreword. In: BRAITHWAITE, John. **Regulatory Capitalism: How it Works, Ideas for Making it Work Better**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008. p. vii–x.

¹⁴⁷ BRAITHWAITE, John. Neoliberalism or Regulatory Capitalism. **RegNet Occasional Paper No. 5**, Canberra, p. 1–43, Oct. 2005. p. 12.

¹⁴⁸ BRAITHWAITE, John. Neoliberalism or Regulatory Capitalism. **RegNet Occasional Paper No. 5**, Canberra, p. 1–43, Oct. 2005. p. 25–31.

¹⁴⁹ BRAITHWAITE, John. Neoliberalism or Regulatory Capitalism. **RegNet Occasional Paper No. 5**, Canberra, p. 1–43, Oct. 2005. p. 27.

Joseph Stiglitz, em linha com a concepção ora exposta, parte da premissa de que os mercados não são um fim em si mesmo, e sim um meio; são constituídos pelas dinâmicas do sistema político. Dessa forma, a desigual distribuição de poder econômico na sociedade influencia a construção das regras do mercado e a alocação de riquezas na sociedade¹⁵⁰.

Isto é, a desigualdade econômica se reflete em poder de mercado desigual que, por sua vez, se reflete na construção de modo desigual das regras do jogo e da estrutura da economia, e estas se refletem de volta em mais desigualdade e poder de mercado¹⁵¹.

Nesse contexto, por meio dos incentivos corretos via regulação, executivos e companhias podem ser induzidos a se comportar em conformidade com valores sociais e desenvolver a prosperidade coletiva de modo sustentável¹⁵².

A atuação governamental e a regulação no Capitalismo Regulatório, dessa forma, assumem função fundamental na economia para garantir que o mercado desempenhe seu papel como deve. Joseph Stiglitz entende, assim, que o capitalismo deve ser salvo de si mesmo, da crença na competitividade e estabilidade dos mercados e na sua autorregulação; da crença na ineficiência do governo e da regulação; e da desnecessidade de regulação¹⁵³.

Trazendo a análise para o contexto de países em desenvolvimento, destacamos o estudo de Gunnar Myrdal. Ao analisar os processos de desenvolvimento e subdesenvolvimento econômico, apontou que todo sistema social é composto por seis condicionantes, quais sejam (i) receitas e gastos; (ii) condições de produção; (iii) níveis de vida; (iv) atitude referente a vida e trabalho; (v) instituições; e (vi) políticas públicas¹⁵⁴. Neste momento, interessam-nos as duas últimas.

Dentre as instituições deficitárias que afetam o desenvolvimento identificadas por Myrdal, destacamos a ausência de instituições desenvolvidas para as empresas, o comércio e a autoridade de agências reguladoras.

¹⁵⁰ STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: Norton, 2020. p. xvii.

¹⁵¹ A mais completa análise empírica da evolução da desigualdade, ressaltando o salto em desigualdade com seu destacado crescimento nos anos de vigência de políticas neoliberais é descrito no seminal estudo de Thomas Piketty. PIKETTY, Thomas. **O capital no século XXI**. Trad. Monica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

¹⁵² STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: Norton, 2020. p. xiii.

¹⁵³ STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: Norton, 2020. p. 26–31.

¹⁵⁴ MYRDAL, Gunnar. **Asian Drama: An Inquiry Into the Poverty of Nations**. New York: Pantheon, 1968, v. 3. p. 1860.

Estas condicionantes se inter-relacionam de modo a criar um equilíbrio econômico dinâmico, o qual, por sua vez, pode conduzir a um círculo vicioso ou virtuoso. O rumo tomado dependerá, em especial, do impacto das políticas públicas¹⁵⁵.

Ainda quanto a agências reguladoras e políticas públicas, expressamente expandindo os conceitos capitaneados por Joseph Stiglitz, Mariana Mazzucato defende que o crescimento com mais inovação, mais sustentável, e mais inclusivo, depende de políticas públicas¹⁵⁶.

O Estado deve, então, agir com objetivos claros e não se limitar a agências públicas tímidas e que facilitem o funcionamento do mercado. As políticas públicas, em seu entender, deveriam ser entendidas como cocriadoras e co-delimitadora de mercados competitivos¹⁵⁷.

Nesse contexto se insere o Estado Regulador¹⁵⁸. Esse ideal, embora de difusão global, acaba por se concretizar de modo diverso em cada país, de acordo com as especificidades locais de seu arranjo institucional e de suas relações político-econômicas¹⁵⁹.

Partindo desse ponto, adentramos a análise do papel do Direito e da própria regulação.

6.1.1.1 O Direito e a regulação

Passamos, então, a delinear o impacto dessa visão da regulação econômica em transformações gerais no Direito comercial e na relação entre Direito e economia.

Curtis Milhaupt e Katharina Pistor buscaram questionar a visão weberiana do Direito como apenas uma tecnologia utilizada para criar a proteção necessária ao desenvolvimento econômico,

¹⁵⁵ MYRDAL, Gunnar. **Asian Drama: An Inquiry Into the Poverty of Nations**. New York: Pantheon, 1968, v. 3. p. 1864.

¹⁵⁶ MAZZUCATO, Mariana. **The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy**. London: Penguin, 2018. p. 22.

¹⁵⁷ MAZZUCATO, Mariana. **The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy**. London: Penguin, 2018. p. 252.

¹⁵⁸ David Levi-Faur realizou um esforço generalizante de conceituar o Estado Regulador, em uma definição abstrata, livre de especificidades regionais e históricas. Nesse sentido, o autor identifica o Estado Regulador como aquele que aplica e amplia a criação, monitoramento e *enforcement* de regras de maneira direta ou indireta. Embora se trate de um conceito bastante aberto, entendemos que sua importância reside em servir de ponto de partida para repousar os conceitos até aqui defendidos no bojo do próprio Estado. A alocação da regulação na própria concepção de Estado valida uma visão mais ampla da economia política do capitalismo e da regulação. LEVI-FAUR, David. The Odyssey of the Regulatory State: From a “Thin” Monomorphic Concept to a “Thick” and Polymorphic Concept. **Law & Policy**, Denver, v. 35, n. 1–2, p. 29–50, Jan./Apr. 2013. p. 39.

¹⁵⁹ SCHAPIRO, Mario. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, Resiliência e Coexistência entre Dois Modos de Intervenção. **Revista Estudos Institucionais**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, p. 572–614, 2018. p. 574.

e que depois deveria situar-se somente como um garantidor dessa ordem econômica por meio do *enforcement* de normas¹⁶⁰.

Assim, realçam no Direito a função não apenas de proteção, mas também de coordenação da sociedade, que, como citado acima, na visão de Joseph Stiglitz é um dos fundamentos para que o Estado regule a economia¹⁶¹ e, assim, para a indução de comportamentos¹⁶².

Em linha com os conceitos acima trabalhados, Curtis Milhaupt e Katharina Pistor reconhecem as relações de poder e a economia política por detrás da própria economia e do Direito, o que afeta sua criação e aplicação¹⁶³.

É assim que ganha relevo, dentre outras características, a forma de organização do Direito, a participação de *stakeholders* em sua criação, e sua proteção¹⁶⁴, conforme introduzido no Capítulo 4.

A incompletude e maleabilidade das regras jurídicas permite que os limites da proteção legal sejam paulatinamente expandidos, acompanhando a evolução e os ganhos de complexidade da economia.

Na linha de frente desta expansão estão os detentores do capital e poder econômico, que se colocam em situações de tutelar seus interesses econômicos de novas formas e podem pagar os advogados necessários para tanto. Dessa forma, o Direito se coloca em posição de fomentar a desigualdade na sociedade¹⁶⁵. Daí a importância da integração dos *stakeholders* no processo de criação do Direito.

¹⁶⁰ Mantendo a busca pelo rigor técnico das terminologias utilizadas, esclarecemos que os autores usam “Direito” em uma definição monocêntrica, proveniente do Estado, englobando as regras provenientes de leis, as agências governamentais e o processo como são criadas e aplicadas. MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World**. Chicago: University of Chicago, 2008. p. 18.

¹⁶¹ STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: W.W. Norton Company, 2020. p. 138–155.

¹⁶² MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World**. Chicago: University of Chicago, 2008. p. 32–33.

¹⁶³ Decorre destas premissas a percepção de que a definição dos ativos que ganham tutela estatal e se tornam efetivamente capital em seu sentido jurídico e econômico está intrinsecamente ligada à economia política do capitalismo. PISTOR, Katharina. **The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality**. Princeton: Princeton University, 2019. p. 14–16.

¹⁶⁴ MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World**. Chicago: University of Chicago, 2008. p. 30.

¹⁶⁵ PISTOR, Katharina. **The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality**. Princeton: Princeton University, 2019. p. 189–195.

Retomando as considerações dos capítulos anteriores, é essencial que se tenha em mente como mesmo a regulação via *soft law* tem implicações distributivas e tem efeito sobre a desigualdade¹⁶⁶.

Assim, a regulação via *soft law* não deve ser vista como algo benigno, sem impacto, e sua concepção e aplicação deverão ter em mente a influência que é exercida sobre os entes regulados e deverão buscar a integração dos *stakeholders*.

A primeira consequência que se extrai da adoção desta visão é a percepção de que grande parte das falhas de mercado e dos problemas estruturais de mercados emergentes decorre da dinâmica da economia global, histórica e presente.

O modelo colonizatório adotado pelos países europeus na América Latina foi estruturado de modo a inserir o sistema monopolístico de tripla drenagem em suas colônias, o que não foi diferente no Brasil¹⁶⁷. Esta estrutura arraigou-se na sociedade brasileira e perdurou após o fim do período colonial, perpetuando estruturas monopolísticas e a concentração de poder econômico.

Nesse contexto, é importante que, no exercício da atividade econômica, sejam considerados os ganhos de inclusão de interesses de *stakeholders*, na organização dos fatores de produção.

Para tanto, é necessária a inclusão de novos mecanismos para transmissão de informações que permitam um *screening* positivo de produtos com maior eficiência social. Nesse sentido, é essencial que estes mecanismos sejam públicos e de amplo conhecimento no mercado em geral¹⁶⁸.

Outra consequência de estruturas globais de mercado com grande concentração de poder econômico é que, neste contexto, cresce o risco do desvio de finalidade do controle da empresa conduzida de forma não socialmente ótima¹⁶⁹.

Nesse contexto, o ferramental técnico do Direito precisa se expandir. Assim, por exemplo, novas hipóteses de responsabilidade civil de companhias por danos praticados no exterior, a

¹⁶⁶ KENNEDY, David. **A World of Struggle: How Power, Law, and Expertise Shape Global Political Economy**. Princeton: Princeton University, 2016. p. 218.

¹⁶⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Monopolies and Underdevelopment: From Colonial Past to Global Reality**. Cheltenham: Edgar Elgar, 2015. p. 91.

¹⁶⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Inclusion Gains in Markets for Scarce Products**. n. p., 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3386817. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁶⁹ No caso brasileiro, isto seria identificado pela violação ao espírito da legislação aplicável, considerada fraude à lei. COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 364.

transferência do controle de companhias que praticam corrupção e a adoção de práticas de transparência transnacional surgem como alternativas¹⁷⁰.

Esta visão tem aplicação também à seara mais tradicional de aplicação de *soft law*, o Direito Internacional, já analisado no Capítulo 4. Tratados internacionais têm obtido sucesso limitado no tratamento do tema de direitos humanos. Atualmente, a temática internacional de direitos humanos é marcada por destacado desarraigamento (*disembeddedness*) entre mercados e a sociedade.

Como solução para este problema, é preciso encontrar uma solução que garanta que as forças de dentro do Direito Comercial tenham voz na regulação, de modo a, justamente, arraigar tais conceitos no mercado, trazendo a eles maior legitimidade¹⁷¹.

Ademais, relegar inteiramente estes assuntos para autorregulação pode ser prejudicial, representando um risco esperar que a regulação surja naturalmente do mercado. Isso porque entender os agentes privados como espontaneamente persecutores de interesses públicos é uma visão demasiadamente otimista, devendo o Estado dar sua contribuição¹⁷².

Nesse contexto, há uma demanda por mais regulação¹⁷³. Mas não qualquer regulação. Economia, mercados e a própria sociedade vivem um processo constante de ganho de complexidade, o que faz com que a demanda por mais regulação seja também a demanda por uma regulação que acompanhe essa complexidade e reconheça a limitação do uso exclusivo de mecanismos de comando e controle¹⁷⁴.

¹⁷⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto; IDO, Vitor. Global Corruption and Economic Power. In: WATT, Horatia Muir et al. (Eds.). **Global Private International Law: Adjudication Without Frontiers**. Cheltenham: Edward Elgar, 2019. p. 235.

¹⁷¹ WATT, Horatia Muir. Private International Law Beyond the Schism. **Transnational Legal Theory**, North York, v. 2, n. 3, p. 347–428, 2011. p. 413.

¹⁷² SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 209.

¹⁷³ LODGE, Martin; WEGRICH Kai. **The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?** n. p., 2014. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/242769864>. Acesso em: 31 mai. 2020.

¹⁷⁴ TRUBEK, David M.; TRUBEK, Louise G. New Governance & Legal Regulation: Complementarity, Rivalry, and Transformation. **Columbia Journal of European Law**, New York, v. 13, p. 1–26, 2007. p. 3–4. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988065#. Acesso em: 2 nov. 2021. É importante mencionar como os autores apontam que a “nova governança”, que dá título ao artigo, as novas alternativas aos mecanismos de comando e controle e de *hard law* são, essencialmente, mecanismos de *soft law*. Os mesmos autores apontaram a importância da coexistência entre os sistemas, conforme trazido no Capítulo 4, acima.

É essencial, então, que a regulação tenha participação de todos os *stakeholders* em sua criação e implementação, com intensa sinergia e coordenação entre agentes públicos e privados por meio de mecanismos mais democráticos de regulação¹⁷⁵.

Essa regulação deverá implementar políticas públicas mediante autorreflexão e troca de informações rica com o mercado, em que a Administração Pública esteja disposta a aceitar e aproveitar a participação daquele¹⁷⁶. Surge, assim, uma visão descentralizada da regulação, em oposição à visão centralizada de comando e controle. Desponta aqui o fundamento da visão da regulação que embasa este trabalho.

Neste ponto é importante que se esclareça que trazer o mercado para dentro da regulação não significa, de forma alguma, a captura da regulação, que estes mecanismos regulatórios se destinam apenas a cancelar os comportamentos do interesse do mercado.

Pelo contrário, se a regulação, e mais especificamente o Parecer de Orientação, devem mudar comportamentos e induzir boas práticas, então estes comportamentos ainda não são adotados pelos agentes do mercado.

Nesse sentido, a receptividade do mercado conferida a uma recomendação, por vezes exaltada neste trabalho como medida de efetividade da orientação, tem valor na medida em que a regulação não é entendida como uma oposição, um antagonismo necessário entre Estado e mercado¹⁷⁷.

Essa visão reconhece a fragmentação do conhecimento e da informação na sociedade. Isto significa, em primeiro lugar, reconhecer que o Estado não entende mais de um setor que os agentes

¹⁷⁵ Coutinho cita como principais características da construção da regulação e seus instrumentos dentro da visão da economia política institucional: “*Multi-stakeholder participation*”; “*Public-private synergy and coordination towards policy implementation*”; “*Accountability, transparency, deliberation*”; “*Institutional/democratic construction*”; “*Conscious experimentation, learning and transplanting*”; “*Selective tool combination*”; “*Public deliberation about priorities*”; “*Pluralistic view of regulation as democratic and institutional development*”; “*Regulation theory in permanent construction*”. COUTINHO, Diogo Rosenthal. Regulation and Its Crisis. **LSE-CARR Discussion Paper**, v. 84, p. 73–77, 2016. p. 76.

¹⁷⁶ LODGE, Martin; WEGRICH Kai. **The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?** n. p., 2014. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/242769864>. Acesso em: 31 mai. 2020.

¹⁷⁷ Sobre este aspecto, é pertinente fazer esclarecimentos adicionais. Conforme será retomado no capítulo 7, a não recepção de uma recomendação não significa necessariamente que ela não tenha valor ou mérito. O conteúdo de uma orientação pode sim ser muito importante mesmo se o mercado não quiser segui-la. E mesmo que não a siga, ainda assim pode ser que induza importantes reflexões nos agentes do mercado e mude condutas em alguma medida. Contudo, se pensamos a regulação como uma forma de alterar condutas, precisamos de algum *proxy* para melhor justificar a utilização de um instrumento regulatório. Se o próprio significado de regular é tentar ter um impacto sobre a sociedade, esse impacto precisa ser um elemento importante de nossa análise. Assim sendo, há que se pensar se não seria possível que uma orientação que não tenha um impacto aferível não seria uma oportunidade perdida e se não poderia ser mais interessante à CVM fazer uso de outras estratégias regulatórias.

do mercado e seus *stakeholders*. Mais afundo, significa reconhecer que não há um agente singular que detenha todas as informações necessárias para a perfeita regulação de toda a sociedade.

A administração pública, assim, em paralelo e complemento à edição de normas e do uso de *hard law*, dentro de seu mandato legal, faz o uso de *soft law* para induzir condutas em uma direção geral que ganhará concretude a partir da experiência prática dos agentes do mercado.

Eis a importância de se buscar dialogar com o mercado estabelecendo parâmetros gerais, mas que confirmam flexibilidade de contestação pelos agentes do mercado e de exigibilidade pelo órgão regulador. Eis a importância de se dialogar com o mercado mesmo quando não se pode, ou não se quer, ou não se consegue impor condutas, conforme analisado no Capítulo 3. Eis a importância da regulação via *soft law*.

O último degrau no processo de compreensão do porquê de esta visão de mundo estar aqui apresentada é, agora, subsumir estes conceitos ao Parecer de Orientação.

6.1.1.1.1 Parecer de Orientação e a economia política institucional da regulação

Conforme analisado acima, acreditamos que a regulação exclusivamente via comando e controle seja insuficiente para a complexidade da realidade dos mercados. Em linha com as premissas estabelecidas neste trabalho, o Parecer de Orientação é dotado de características que o tornam um veículo importante e singular de complemento à regulação tradicional.

Em primeiro lugar, a regulação por meio de um Parecer de Orientação somente ganha concretude, na prática, através da forma como o mercado aplica suas recomendações. Como já mencionado, trata-se de mecanismo de *soft law*, cuja adoção pelos agentes do mercado é totalmente voluntária, não apenas na decisão de segui-lo ou não, mas também de como fazê-lo.

Como consequência, não há garantia de que a orientação por ele exarada será adotada pelo mercado e nem mesmo de que forma será adotada pelo mercado, conforme será demonstrado no capítulo a seguir. Isto é, é da própria natureza do instituto que sua construção e aplicação dependem do mercado, garantindo sua participação indireta no processo regulatório.

Este processo é notadamente mais democrático que a edição de normas e está até mesmo um degrau acima das Audiências Públicas, procedimento que garante voz ao mercado na construção da norma, mas não garante que ele será ouvido, e nem dá participação na sua execução no caso das normas, vinculantes.

Enxergamos, assim, que o Parecer de Orientação traz o mercado para dentro da regulação e reconhece o fracionamento do conhecimento na sociedade. Os Pareceres de Orientação permitem que sua orientação seja complementada, questionada e superada pela experiência prática do mercado e permite que a CVM verifique como sua visão de determinado tema é validada pelos particulares. Nesse sentido, como já mencionado, o Capítulo 7 analisará a forma como o mercado recepcionou as recomendações da CVM.

O Parecer 35, por exemplo, expressamente diz que outras construções serão aceitas, basta que atendidas as preocupações a ele subjacentes. O mercado é mais bem situado que o Estado para saber a forma mais eficiente de aplicar uma orientação e, se não concordar, poderá ir além, melhorar a recomendação dada pela autarquia ou adaptá-la à sua realidade específica.

Nesse sentido, mecanismos de *soft law* podem ser mais efetivos que mecanismos normativos por trazerem os participantes do mercado para dentro da regulação e por depender, em alguma medida, da forma como o próprio mercado os entenderá e aceitará, isto é, do consenso que se formar sobre o tema¹⁷⁸.

Sobre este aspecto retomamos, assim, a discussão quanto à grande aceitação pelo mercado do conteúdo do Parecer 35, sobre como o mercado viu valor naquela recomendação e passou a adotá-la.

Em complemento a esta aceitação, é possível demonstrar que não há garantia alguma da receptividade do mercado a uma orientação do gênero, retomando o ponto trazido no Capítulo 4 sobre não adotarmos uma crença excessiva nestes mecanismos¹⁷⁹.

Podemos mencionar, por exemplo, o Comitê de Aquisições e Fusões, CAF, entidade privada de autorregulação¹⁸⁰, de adoção voluntária, que foi encerrado em 01º de junho de 2021 pois

¹⁷⁸ KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 885.

¹⁷⁹ KENNEDY, David. **A World of Struggle: How Power, Law, and Expertise Shape Global Political Economy**. Princeton: Princeton University, 2016. p. 254–255.

¹⁸⁰ De acordo com o site do IBGC, o CAF foi criado a pedido da CVM para identificar lacunas de difícil regulação, sendo mantida, enquanto em funcionamento, pelo IBGC, pela B3 S.A. e pela ANBIMA. Sua atuação visaria a garantir o tratamento igualitário entre acionistas de mesma classe e espécie de ações em ofertas públicas de aquisição de ações e reorganizações societárias, incluindo partes relacionadas. Informação disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/comissao-debate-caf>. Acesso em: 18 set. 2021.

“não houve tração suficiente para um arranjo institucional de autorregulação tal como proposto pelo CAF”¹⁸¹. Não pegou.

Isto é, mecanismos de *soft law* sofrem uma seleção natural no mercado e, quando são aceitos pelos entes regulados, ganham grande efetividade. Buscaremos comprovar este ponto em nossa análise sobre o Parecer 38 no próximo capítulo.

Ao mesmo tempo, esse processo por vezes somente é, tal qual somente foi, deflagrado quando o Estado dá a partida, tomando a iniciativa, e tenta introduzir no mercado uma boa prática, uma recomendação de uma conduta na qual não necessariamente o mercado tenha interesse. Não aguarda passivamente, assim, que tudo o que entender positivo surja espontaneamente no mercado.

Trabalhando o conceito trazido por Horatia Muir Watt acima citado, a regulação por meio de Parecer de Orientação, devido à sua natureza de adesão voluntária, é dotada de unilateralidade consideravelmente menor e, por consequência, de maior legitimidade perante as empresas, permitindo maior arraigamento dos conceitos que busca transmitir:

Em termos teóricos, é assim que o Parecer de Orientação pode integrar a construção de uma regulação híbrida e multifacetada como a proposta neste trabalho, fundamentando a presente tese. Passamos, então, a analisar como esse tipo de conceito pode ser identificado na regulação do mercado de capitais a partir do exemplo da SEC.

6.1.2 SEC além do *full disclosure* tradicional

Considerando a influência no modelo regulatório da CVM da forma como a SEC foi criada e de seus objetivos, neste momento analisamos como até mesmo a SEC pode ir além da exigência de *full disclosure* e regulação para correção de falhas de mercado em suas concepções tradicionais, partindo do exemplo da regulação referente a *conflict minerals*¹⁸².

Como mencionado, a SEC foi concebida visando à proteção a investidores e à adequada divulgação de informações no mercado. Ao longo de sua história, porém, a gama de competências atribuídas à SEC foi expandida.

¹⁸¹ Conforme <https://www.abrasca.org.br/noticias/sia-cia-1552-encerramento-do-comite-de-aquisicoes-e-fusoes-caf>. Acesso em: 05 set. 2021.

¹⁸² *Conflict minerals* são minerais obtidos em minas localizadas em regiões de conflito, especialmente na República Democrática do Congo, controladas por grupos armados.

Dentre estas, destacamos que foi o órgão responsável por editar uma norma para dar maior transparência à atividade empresarial no mercado capitais americano quanto às cadeias de produção, especificamente quanto a metais provenientes de zonas de conflito na África¹⁸³.

Em suma, as companhias abertas sob a tutela da SEC passaram a divulgar informações sobre as medidas de auditoria adotadas para averiguar a origem dos *conflict minerals* usados em sua linha de produção, além de uma série de informações sobre a eventual utilização destes materiais, tais como a indicação da sua origem e dos produtos que os incorporam.

Embora se situasse dentro do espectro da divulgação de informações por companhias, esta obrigação nada tem a ver com a proteção direta a investidores. Na verdade, a legislação tem por objetivo valer-se do poder da SEC de obrigar a divulgação de informações para permitir um *screening* negativo entre os agentes do mercado¹⁸⁴.

Isto é, ao obrigar a divulgação de informações referentes à utilização de matérias primas provenientes de regiões de conflito, a legislação americana esperava que os investidores socialmente engajados deixassem de aportar capitais em companhias que fizessem uso de tais minerais, que acabavam financiando os conflitos nas regiões das quais tais minerais são originados.

Naturalmente, a delegação de competência à SEC para regulação em sede de direitos humanos despertou controvérsia, por distante das atribuições a ela tradicionalmente conferidas. A discussão suscitada pode servir de anteparo para compreender o papel de uma autarquia na regulação do mercado de capitais.

Os questionamentos se iniciaram dentro da própria entidade, quando membros do regulador defenderam que sua atuação deveria ser voltada à regulação financeira de companhias e valores mobiliários¹⁸⁵ e admitiram que não tinham domínio do tema, tendo ressaltado a necessidade de o mercado ajudar a aprimorar a regulação criada pela SEC¹⁸⁶.

¹⁸³ Em 2008, em resposta à já mencionada crise econômica global, foi editado o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“Dodd-Frank Act”). A *Section 1502* do Dodd Frank Act ordenou à SEC a edição de normas que exigissem que companhias divulgassem informações referentes à origem de “*conflict minerals*” porventura utilizados em sua cadeia de produção.

¹⁸⁴ Esta política é chamada de “*name and shame*”, por meio da qual condutas socialmente não desejadas são destacadas para que possam ser desestimuladas. SCHWARTZ, Jeff. The Conflict Minerals Experiment. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, v. 6, p. 129–186, 2015. p. 7.

¹⁸⁵ Conforme discurso de Mary Jo White, Chairwoman da SEC. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-sec-disclosures-idUSBRE99215Q20131003>. Acesso em: 24 nov. 2019.

¹⁸⁶ Conforme dito pela então Chairwoman da SEC, Mary L. Schapiro: “Because expertise about these events does not reside within the SEC, we have drafted these proposed rules carefully to follow the direction of Congress and look

Na doutrina e entre os agentes do mercado, gerou controvérsia o fato de, na prática, a regulação tornar materiais informações que de outra maneira em nada afetariam seus negócios¹⁸⁷. Foi objeto de grande questionamento, também, a imposição de grandes custos de observância às companhias, que desembolsariam somas muito elevadas para obter as informações requeridas pela SEC¹⁸⁸.

Por outro lado, defensores da nova regulação argumentaram que, embora o órgão poderia não ser perfeitamente adequado para a tarefa, ele muito poderia fazer em matéria de direitos humanos, vez que se trata do ente regulatório corporativo americano de maior poder regulatório, de forma que sua atuação poderia trazer benefícios a todo o mercado¹⁸⁹.

Em primeiro lugar, é preciso compreender que esta regulação específica não existe no vácuo e é o resultado de um esforço global interrelacionado de estudos, relatórios e discussões envolvendo entes públicos e privados internacionais, de modo a trazer maior clareza sobre as redes de produção mundiais, em especial quanto a conflitos armados internacionais¹⁹⁰.

Nesse contexto, a metodologia adotada, de “*information forcing*”, já havia sido discutida e implementada na regulação ambiental e, nos últimos anos, havia se irradiado para o campo da empresa e direitos humanos, com a introdução da realização de auditoria de direitos humanos dentre os *Guiding Principles* da Organização das Nações Unidas¹⁹¹.

forward to the additional insights and perspective from public comments”. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-245.htm>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁸⁷ WOODY, Karen E., Conflict Minerals Legislation: The SEC's New Role as Diplomatic and Humanitarian Watchdog. **Fordham Law Review**, New York, v. 81, n. 3, p. 1315–1351, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2182025>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁸⁸ Para a análise detalhada do cálculo dos custos realizado pela SEC e dos custos efetivamente incorridos ver SCHWARTZ, Jeff; NELSON, Alexandra. Cost-Benefit Analysis and the Conflict Minerals Rule. **Administrative Law Review**, Washington, p. 1–70, June 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2714620>. Acesso em: 20 nov. 2019. Em seu estudo, Schwartz e Nelson demonstram que o cálculo realizado pela SEC dos custos impostos teve pouco embasamento em estudos empíricos e utilizou-se de um conjunto insuficiente de variáveis, sendo aproximado de uma simples adivinhação.

¹⁸⁹ DRIMMER, Jonathan C.; PHILLIPS, Noah Joshua. **Sunlight for the Heart of Darkness: Conflict Minerals and the First Wave of SEC Regulation of Social Issues**. p. 1–23, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1812063>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁹⁰ OCHOA, Christiana; KEENAN, Patrick James. Regulating Information Flows, Regulating Conflict: An Analysis of United States Conflict Minerals Legislation. **Goettingen Journal of International Law**, Göttingen, v. 3, p. 129–154, 2011. p. 133–143. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1809871>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁹¹ OCHOA, Christiana; KEENAN, Patrick James. Regulating Information Flows, Regulating Conflict: An Analysis of United States Conflict Minerals Legislation. **Goettingen Journal of International Law**, Göttingen, v. 3, p. 129–154, 2011. p. 138–139. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1809871>. Acesso em: 20 nov. 2019.

Ademais, na seara do tratamento legal de cadeias de produção na própria legislação americana, é possível mencionar o *Alien Tort Statute*, por meio do qual tribunais federais possuem jurisdição sobre responsabilidade civil de estrangeiros em violação à *law of nations*¹⁹², não se tratando, assim, de temática absolutamente nova na regulação americana.

Além disso, a SEC, ao longo dos anos, já havia adquirido atribuições para além de seu escopo tradicional, por exemplo, pela persecução civil da legislação americana de atos de corrupção em países estrangeiros (*Foreign Corrupt Practices Act of 1977*)¹⁹³ e a obrigação de divulgação de informações de companhias referentes às mudanças climáticas¹⁹⁴, ponto este que será mais bem explorado no item 6.2.2.1, abaixo.

Nesse contexto, muito embora a *Section 1502* seja a primeira regulamentação americana do mercado de capitais a ser voltada para a divulgação de informações referentes a direitos humanos, ela não é a única regulamentação de viés social nem mesmo no âmbito do Dodd Frank Act.

A *Section 1504* exige a divulgação de pagamentos a governos estrangeiros referentes ao desenvolvimento comercial de minerais, gás natural e petróleo. Considerando que abusos de direitos humanos são praticados por governos que exportam estes produtos, também esta previsão implicaria proteção indireta a direitos humanos¹⁹⁵.

¹⁹² Para análise dos limites da aplicação do *Alien Tort Statute*, ver FERRANDO, Tomaso; FULLI-LEMAIRE, Samuel. Global supply chains: Doe vs. Nestle. In: WATT, Horatia Muir et al. (Eds.). **Global Private International Law: Adjudication without Frontiers**. Cheltenham: Edward Elgar, 2019. p. 236–254.

¹⁹³ Nesse sentido, CHOI, Stephen J.; DAVIS, Kevin E. Foreign Affairs and Enforcement of the Foreign Corrupt Practices Act. **Journal of Empirical Legal Studies**, Ithaca, v. 11, n. 3, p. 409–445, Sept. 2014. Há de se reconhecer, porém, que no caso da regulamentação da corrupção, é possível identificar relação com a proteção a investidores pela prevenção de fraudes. WOODY, Karen E., Conflict Minerals Legislation: The SEC's New Role as Diplomatic and Humanitarian Watchdog. **Fordham Law Review**, New York, v. 81, n. 3, p. 1315–1351, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2182025>. Acesso em: 20 nov. 2019. Ainda assim, é possível encontrar posicionamentos doutrinários que indicam que a regulação da corrupção pela SEC seria contrária à sua missão, e de que ela já teria atribuições em demasia para além de suas obrigações primordiais. BLACK, Barbara. The SEC and the Foreign Corrupt Practices Act: Fighting Global Corruption is *Not* Part of the SEC's Mission. **Ohio State Law Journal**, Columbus, v. 73, n. 5, 1093–1119, 2012.

¹⁹⁴ DRIMMER, Jonathan C.; PHILLIPS, Noah Joshua. **Sunlight for the Heart of Darkness: Conflict Minerals and the First Wave of SEC Regulation of Social Issues**. p. 1–23, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1812063>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁹⁵ “Given that human rights abuses often are committed by the governments of countries with hydrocarbon and/or mineral wealth, Section 1504 also bears indirectly on human Rights.” DRIMMER, Jonathan C.; PHILLIPS, Noah Joshua. **Sunlight for the Heart of Darkness: Conflict Minerals and the First Wave of SEC Regulation of Social Issues**. p. 1–23, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1812063>. Acesso em: 20 nov. 2019.

Ante o debate exposto, acreditamos que a regulação de *conflict minerals* sirva de importante paradigma ao compelir companhias a cumprirem obrigações de direitos humanos sob o poderio regulatório e sancionatório da SEC, fugindo, assim, ao escopo tradicional da regulação do órgão.

Resta claro, assim, que a *Section 1502* não é uma forma isolada de solução de um problema social¹⁹⁶ e sim mais um recurso à disposição do Estado para contribuir com a consecução de todos os seus objetivos regulatórios.

O exemplo da SEC, em nossa visão, pode servir de baliza para até onde pode chegar a atuação da CVM, especialmente considerando-se a análise do mandato constitucional da regulação econômica e de sua função delineados no Capítulo 5, acima.

Passamos, então, à análise de como a regulação do mercado de capitais é permeada pelo *soft law*.

6.2 O ecossistema de normas de *soft law* no cenário internacional

Este item se dedicará a exemplificar e analisar a utilização de *soft law* na regulação do mercado de capitais para além da jurisdição brasileira. Para tanto, partiremos de uma análise transnacional, da influência da regulação supranacional em jurisdições locais para, em seguida, passarmos à análise do caso particular da SEC e de como ela se utiliza de mecanismos de *soft law*.

6.2.1 O cenário internacional

Com a internacionalização e financeirização dos mercados, a globalização da economia, e da prática de irregularidades, ganhou novas dimensões.

Na ausência de normas e mecanismos de *enforcement* globais, e considerando-se tanto a morosidade na celebração de tratados internacionais quanto o fato de estes serem negociados diretamente pelos governos e não pelos reguladores nacionais em si, a padronização dos *standards* internacionais de regulação do mercado de capitais é feito, com grande sucesso, através de *soft law* entre reguladores e autorreguladores¹⁹⁷.

¹⁹⁶ WELDON, Marcia Narine. From Kansas to the Congo: Why Naming and Shaming Corporations through Dodd-Frank's Corporate Governance Disclosure Won't Solve a Human Rights Crisis. **Regent University Law Review**, Virginia Beach, v. 25, p. 351–401, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2228737>. Acesso em: 20 nov. 2019.

¹⁹⁷ KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 890–897.

Analisaremos, então, como se dá esse processo. Antes, é preciso apenas que se deixe registrado que se tem consciência de que se tratará neste item de *standards* para a relação entre reguladores e para atuação deles mesmos, e não diretamente de particulares, como é o caso do Parecer de Orientação.

O objetivo do presente subitem 6.2.1 será apenas o de demonstrar como o *soft law* é um elemento naturalmente inerente a como a regulação do mercado é atualmente construída e pensada, desmistificando, assim, sua utilização.

6.2.1.1 FSB

Mais uma vez, voltamo-nos para a Grande Recessão e às reflexões geradas pela insuficiente regulação do mercado de derivativos dos Estados Unidos, desta vez com enfoque em seu impacto direto sobre a regulação internacional do mercado de capitais.

Frente às reverberações globais da crise, em 2008 a Cúpula do G-20 realizou reunião específica sobre mercados financeiros e a economia mundial com fins de fortalecer a supervisão prudencial, o gerenciamento de riscos e os próprios regimes regulatórios ao garantir que todos os produtos e participantes do sistema global estivessem regulados¹⁹⁸.

Assim, em 2009, o *Financial Stability Board* (“FSB”) foi criado com o objetivo de ser o responsável pela coordenação, acompanhamento e implementação em nível internacional do trabalho desenvolvido pelas entidades reguladoras dos países membros¹⁹⁹.

Nesse contexto foi editado o *Key Standards for Sound Financial Systems*, que contempla doze temáticas regulatórias dentro de três grandes linhas, quais sejam (i) política macroeconômica e transparência de dados e informações; (ii) regulação e supervisão financeira e (iii) infraestrutura institucional e de mercado²⁰⁰.

¹⁹⁸ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 148.

¹⁹⁹ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 149.

²⁰⁰ Estes *standards* se cristalizaram em doze grandes áreas: (i) transparência da política monetária e financeira; (ii) transparência da política fiscal; (iii) disseminação de informações; (iv) supervisão bancária; (v) regulação do mercado de valores mobiliários; (vi) supervisão do setor de seguros; (vii) mecanismos de resolução de crise e seguro de depósito; (viii) insolvência; (ix) governança corporativa; (x) contabilidade e auditoria; (xi) sistemas de pagamentos, compensação e liquidação; e (xii) integridade de mercado.

Exemplificativamente, no contexto da Grande Recessão, a remuneração variável de administradores de grandes instituições financeiras durante a crise gerou polêmica, vez que absolutamente descasada da realidade calamitosa de tais instituições.

Assim, o FSB editou os *Principles for Sound Compensation Practices*, que visavam à mitigação de custos de agência e ao maior alinhamento dos interesses de administradores e *stakeholders* por meio de maior transparência e revisão dos sistemas de remuneração.

No Brasil, estes princípios encontraram ressonância na ICVM 480/09 e na obrigação de divulgação de informações sobre remuneração e benefícios recebidos por administradores, permitindo que *stakeholders* entendam tanto o custo da administração quanto o sistema de incentivos adotado pela companhia²⁰¹.

Dentro destes *standards*, foi alocada competência a órgãos internacionais específicos para cada área. A regulação do mercado de valores mobiliários ficou a cargo da IOSCO, conforme será elaborado a seguir²⁰².

6.2.1.2 IOSCO

A IOSCO, criada em 1983, é a associação internacional de órgãos reguladores do mercado de capitais²⁰³ e tem como objetivo (i) cooperar para implementar e disseminar padrões internacionais de regulação, supervisão e *enforcement* para a proteção de investidores, manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes, e endereçar riscos sistêmicos²⁰⁴; (ii) promover a

²⁰¹ Conforme edital de Audiência Pública da própria Instrução. Muito embora haja menção expressa apenas ao *Corporate Governance in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of the IOSCO*, a IOSCO e o FSB têm atuação intimamente relacionada, conforme analisado a seguir.

²⁰² Conforme: <https://www.fsb.org/>. Acesso em: 21 abr. 2021.

²⁰³ Há três categorias de membros da IOSCO, (i) ordinários: órgãos reguladores de maior autoridade em dada jurisdição e que assinaram o *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information* (“MMoU”); (ii) associados: órgãos reguladores que não são dotados da maior autoridade em dada região; (iii) afiliados: autorreguladores, entes privados de estrutura de mercado e órgãos internacionais. As diferentes categorias têm o objetivo de buscar a máxima convergência normativa, conciliando diversas perspectivas e confere apenas a membros ordinários direito de voto no Comitê Executivo, que coordena a organização. Conforme https://www.iosco.org/about/?subsection=becoming_a_member. Acesso em: 27 abr. 2021.

²⁰⁴ Partindo do ideal da FSB mencionado acima sobre a importância dada à supervisão prudencial, merece destaque este objetivo, que pode ser identificado, por exemplo, nos *Objectives and Principles of Securities Regulation*, documento que contém os 38 princípios considerados basilares pela IOSCO para a regulação do mercado de capitais. Não por acaso, este documento foi endossado pelo FSB e já foi atualizado em 2003, 2008, 2010 e 2017. Ganham destaque temas ligados à estrutura do mercado, como sistemas de liquidação e compensação e de custódia, além de aspectos prudenciais da regulação de fundos. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 179.

proteção de investidores e a confiança nos mercados mediante a troca de informações e auxílio mútuo para *enforcement*; e (iii) troca de informações em nível global e local para desenvolvimento dos mercados, fortalecimento da infraestrutura de mercado e implementação de regulação adequada²⁰⁵.

Não sendo dotada de nenhum mecanismo de *enforcement* e não podendo editar normas, a IOSCO divulga relatórios, cartas trocadas com outros entes internacionais, protocolos, resoluções e princípios elaborados por seu conselho ou um de seus comitês, além do MMoU, com o objetivo de alinhamento das práticas internacionais²⁰⁶.

A CVM, é claro, membra fundadora da IOSCO²⁰⁷, participa desse processo de alinhamento voluntário de práticas internacionais, tendo presidido diversos de seus Comitês²⁰⁸, inclusive seu Comitê Executivo²⁰⁹.

O impacto da IOSCO sobre a regulação brasileira é inegável. De acordo com a IOSCO, dentre as jurisdições participantes, a brasileira é uma das mais alinhadas a algumas de suas orientações²¹⁰.

Ademais, foi a própria CVM quem mencionou ter adotado medidas destinadas para alinhar-se às determinações da IOSCO.

Isso ocorreu em 19 (dezenove) Audiências Públicas entre 2005 e 2014, seja (i) no corpo do texto ou em notas de rodapé dos Editais de Audiência Pública, mas apenas para dar ciência ao leitor

²⁰⁵ Conforme estatuto da IOSCO. Disponível em: https://www.iosco.org/library/by_laws/pdf/IOSCO-By-Laws-Section-1-English.pdf. Acesso em: 11 ago. 2021.

²⁰⁶ Dentre estes destaca-se, além do já citado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, o *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, que se presta a dar a interpretação da IOSCO aos seus Objetivos e Princípios, além do *Corporate Governance in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of the IOSCO* citado no edital de Audiência Pública da ICVM 480/09.

²⁰⁷ Conforme <http://conteudo.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/iosco.html>. Acesso em: 11 ago. 2021.

²⁰⁸ Em exemplo recente, a CVM foi eleita para presidência de comitê da IOSCO de políticas para educação e proteção do investidor. Conforme <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-e-reeleita-para-presidencia-de-comite-da-iosco-de-politicas-para-educacao-e-protecao-do-investidor-179b68a604ed435fabebaf62595465be>. Acesso em: 11 ago. 2021.

²⁰⁹ Conforme <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-ganha-eleicao-para-integrar-comite-executivo-da-iosco-0b844c8093304772ac1ef473c8d33bd2>. Acesso em: 11 ago. 2021.

²¹⁰ Conforme, por exemplo, análise da IOSCO sobre a regulação de *Money Market Funds* através do *Peer Review of Regulation of Money Market Funds: Final Report* (conforme <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD502.pdf>. Acesso em: 18 set. 2021) e sua atualização em 2019 (conforme <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD640.pdf>. Acesso em: 18 set. 2021); sobre a regulação de securitização conforme atualização do *Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation* em 2019 (conforme <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD641.pdf>. Acesso em: 18 set. 2021).

de estudo que tenha abordado o tema (11); (ii) menção de que o novo normativo pretendia adotar padrão recomendado pela IOSCO (4); (iii) indicação expressa sobre a obrigação dos regulados observarem princípios da IOSCO (1); (iv) referência a participantes (investidores, emissores) que sejam regulados e supervisionados por autoridades que tenham celebrado o MMoU (3)²¹¹.

Deixando a atuação da IOSCO, passamos agora à análise do instituto que inspirou seu MMoU, os *Memoranda of Understanding* (“MoUs”) da SEC.

6.2.1.3 SEC e MoUs

Os MoUs surgiram como a primeira resposta de um regulador do mercado aos já citados desafios regulatórios decorrentes da globalização da economia e das finanças, em especial a assimetria regulatória entre jurisdições e os limites territoriais da competência e dos poderes dos reguladores.

Assim, tentar pela via judicial obter documentos e informações de outras jurisdições ou fazer o *enforcement* internacional de decisões esbarraria nas diferenças da legislação e da regulação de cada país²¹².

A solução encontrada pela SEC para escapar à burocracia estatal foi ir direto à fonte, buscando a cooperação direta via *soft law*, isto é, a celebração dos MoUs, memorandos de entendimento, acordos com órgãos reguladores do mercado de capitais de outras jurisdições²¹³.

Atualmente, o órgão conta com o total de 95 MoUs, sendo que 26 versam sobre cooperação para *enforcement*; 53 sobre cooperação de supervisão; 1 sobre a proteção de dados; 9 sobre auxílio técnico; além de 6 termos de referência para diálogos bilaterais²¹⁴.

²¹¹ NASSER, Salim Hikmat; RACHMAN, Nora; PRADO, Viviane Muller. Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e *accountability*. **Revista de Direito Internacional**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 268–283, 2016. p. 277–278.

²¹² KARMELO, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 910–911.

²¹³ CADMUS, Eduard H. Revisiting the SEC’s Memoranda of Understanding: A Fresh Look. **Fordham International Law Journal**, New York, v. 33, n. 6, p. 1800–1859, 2011. p. 1838–1841.

²¹⁴ Conforme: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_cooparrangements.shtml. Acesso em: 27 abr. 2021

A utilização de MoUs se tornou tão proeminente no arcabouço regulatório da SEC que foi criada uma divisão interna essencialmente para coordenação com outros reguladores e negociação de novos acordos, o *Office of International Affairs*²¹⁵.

Dentre eles, destacamos, de início, os MoUs de cooperação para *enforcement* de decisões, já que, em 1º de julho de 1988, a SEC e a CVM celebraram um MoU desta categoria. Este prevê a cooperação para (i) compartilhamento de informações; (ii) colheita de provas e depoimentos; e (iii) condução de inspeções.

Em linhas gerais, essa é a estrutura adotada por esta classe de MoU, visando à convergência de interesses entre os órgãos reguladores para assegurar ao máximo a efetividade da supervisão para além de suas fronteiras²¹⁶.

Outro tipo de MoU relevante é o de supervisão regulatória, focado na comunicação recíproca sobre assuntos regulatórios. A maior disseminação destes decorre em parte de serem posteriores ao MMoU²¹⁷.

Isso porque, inspirada pelo sucesso da experiência da SEC, a IOSCO passou a exigir que seus membros assinassem o MMoU, que também prevê o compartilhamento de informações entre seus membros. Em 2019, sob a tutela do MMoU, a IOSCO registrou 4.319 pedidos de compartilhamento de informações²¹⁸.

Muito embora trate-se de estrutura de *soft law*, estes MoUs são respeitados pelas partes envolvidas. Isso porque atuam no melhor interesse de todos, conferindo a flexibilidade e o dinamismo necessários para a regulação internacional do mercado de capitais²¹⁹. Ademais, frise-se

²¹⁵ De acordo com a SEC, este departamento promove proteção a investidores, operações internacionais com valores mobiliários e mercados mais transparentes, eficientes e justos ao estimular a cooperação para *enforcement* e regulação internacionais, via adoção de elevados padrões regulatórios no mundo todo e a formulação de programas de assistência técnica para fortalecer a infraestrutura global dos mercados financeiros. Para tanto, o departamento atua diretamente com os órgãos reguladores internacionais e órgãos do Poder Judiciário para facilitar o *compliance* internacional com a regulação e impedir a utilização de fronteiras internacionais como uma proteção para fraudes. Conforme <https://www.sec.gov/oia#:~:text=The%20Office%20of%20International%20Affairs,worldwide%2C%20and%20for%20mulating%20technical%20assistance>. Acesso em: 27 abr. 2021.

²¹⁶ CADMUS, Eduard H. Revisiting the SEC's Memoranda of Understanding: A Fresh Look. **Fordham International Law Journal**, New York, v. 33, n. 6, p. 1800–1859, 2011. p. 1842.

²¹⁷ CADMUS, Eduard H. Revisiting the SEC's Memoranda of Understanding: A Fresh Look. **Fordham International Law Journal**, New York, v. 33, n. 6, p. 1800–1859, 2011. p. 1845–1846.

²¹⁸ Conforme: <https://www.iosco.org/about/?subsection=mmou>. Acesso em: 27 abr. 2021

²¹⁹ CADMUS, Eduard H. Revisiting the SEC's Memoranda of Understanding: A Fresh Look. **Fordham International Law Journal**, New York, v. 33, n. 6, p. 1800–1859, 2011. p. 1854–1855.

que tendem a conduzir ao alinhamento normativo entre as jurisdições, induzindo sua sedimentação em *hard law*²²⁰.

Desta forma, na ausência da criação de uma regulação global ou da possibilidade de imposição dos padrões regulatórios de uma jurisdição sobre as demais, MoUs servem como uma forma de cooperação internacional no âmbito do mercado de capitais, um necessário passo para a harmonização da regulação, fiscalização e *enforcement*²²¹⁻²²².

6.2.1.4 IASB

Outro órgão referido nas orientações do FSB que merece destaque é o já referido IASB. Trata-se de um órgão independente e de financiamento privado²²³, destinado a definir padrões internacionais de contabilidade²²⁴, dos quais se destacam os também já referidos IFRS.

Embora a contabilidade seja praticada no mundo todo, ela não era (e ainda não é) totalmente uniforme²²⁵. Isto não é um problema banal, porém, já que a utilização de um ou outro modelo de contabilidade pode levar a resultados extremamente diferentes, o que representa grande

²²⁰ KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 893.

²²¹ KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 915.

²²² Embora os MoUs celebrados pela SEC não prevejam especificamente a convergência das mesmas normas de direito material, é importante mencionar que isto já foi verificado por meio de outros MoUs. Antes da criação da *European Securities and Markets Authority* (ESMA), não havia nenhuma iniciativa pública para alinhamento das normas de mercado de capitais na União Europeia. Essa iniciativa surgiu do próprio mercado, com o grupo Euronext, que à época detinha e administrava cinco bolsas no bloco. O grupo então celebrou MoUs com as entidades reguladoras destes países com a função de diretamente promover a harmonização de normas entre estas jurisdições. SHIPP, Bryan Thomas. Filling Gaps in European Union Securities Law: Contractually Organized Supervision & the College of European Regulators. **American University International Law Review**, Washington, v. 23, n. 2, p. 387–450, 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1151037. Acesso em: 27 abr. 2021.

²²³ A governança do IASB é destinada a mitigar potenciais conflitos de interesse na medida em que o gerenciamento das finanças e financiamento é conduzido pelo *International Accounting Standards Committee Foundation*, braço do IASB que não participa da delimitação das normas. KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009. p. 903.

²²⁴

Conforme: [https://www.ifrs.com/updates/iasb_listing.html#:~:text=The%20International%20Accounting%20Standards%20Board%20\(IASB\)%20is%20an%20independent%2C,setter%20based%20in%20London%2C%20UK](https://www.ifrs.com/updates/iasb_listing.html#:~:text=The%20International%20Accounting%20Standards%20Board%20(IASB)%20is%20an%20independent%2C,setter%20based%20in%20London%2C%20UK). Acesso em 27 abr. 2021.

²²⁵ Os Estados Unidos, por exemplo, ainda utilizam US.GAAP. para sua contabilidade. Conforme <http://usgaap.com.br/>. Acesso em: 11 ago. 2021.

preocupação para companhias transnacionais²²⁶. Surge, então, a necessidade e o desafio de padronização da contabilidade internacional.

Embora não sejam diretamente vinculantes, os IFRS encontraram seu caminho para o arcabouço regulatório brasileiro por meio da legislação federal. Em um esforço de adequação à padronização internacional, foi editada a Lei 11.638/07, que promoveu grande revolução na contabilidade brasileira, como referido acima.

As normas infralegais passaram a ser editadas por um corpo único e independente, o Conselho Fiscal de Contabilidade (“CFC”), que efetua o processo de recepção dos IFRS e edição dos Princípios Técnicos Contábeis Brasileiros. Estes deverão ser adotados por todos os órgãos reguladores que antes editavam normas de contabilidade, como a própria CVM²²⁷.

Em linhas gerais, a reforma: (i) desvinculou a contabilidade societária de aspectos tributários; (ii) focou a contabilidade nos interesses dos investidores e credores; (iii) permitiu que o processo de normatização contábil fosse feito por organismo constituído para essa finalidade específica; (iv) permitiu que as demonstrações contábeis das companhias brasileiras fossem entendidas com facilidade em outros países; e (v) proporcionou aumento da transparência, confiabilidade e importância das demonstrações financeiras²²⁸.

Analisado o impacto do *soft law* entre jurisdições, passamos agora para o ponto mais pertinente a este trabalho, a utilização de *soft law* no âmbito nacional.

6.2.2 SEC além da regulação normativa

Traçado o cenário internacional, é importante agora trazer a análise da adoção de mecanismos regulatórios não normativos para o nível nacional. Para tanto, voltamos uma vez mais à SEC.

²²⁶ Caso paradigmático, que colocou luz sobre o impacto das diferentes linguagens de contabilidades e catalisou a atuação do IASB foi a abertura de capital na NYSE da Daimler Benz AG. em 1993, principal companhia alemã a abrir capital nos Estados Unidos até então. A companhia reportava lucros de DM 0,6 bi de acordo com as regras de contabilidade alemãs, mas, elaborando suas demonstrações financeiras para o mesmo período conforme as regras americanas, a companhia reportou, na verdade, ter tido um prejuízo de DM 1,8bi. ZEFF, Stephen. The Evolution of the IASC into the IASB, and the Challenges it Faces. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, v. 87, n. 3, p. 807–837, May 2012. p. 807–837.

²²⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 138 a 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3. p. 322.

²²⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 138 a 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3. p. 321.

Nesse sentido, a SEC possui à sua disposição os chamados *interpretative releases*. Trata-se da interpretação dada pela SEC para a legislação federal do mercado de capitais e a regulação da própria SEC, mas que não é de observância obrigatória pelos participantes do mercado²²⁹. Estes *interpretative releases* são classificados pela própria SEC como podendo ter duas funções não excludentes, de orientação e interpretação, conforme indicado no preâmbulo de cada um deles²³⁰. A semelhança com o Parecer de Orientação é evidente.

Ao contrário do Parecer de Orientação, porém, trata-se de mecanismo amplamente utilizado. Foram editados 229 *interpretative releases* referentes ao *Securities Act* de 1933 e sua regulamentação²³¹, 220 ao *Securities Exchange Act* de 1934 e sua regulamentação²³², 13 ao *Trust Indenture Act* de 1939 e sua regulamentação²³³, 105 ao *Investment Company Act* de 1940 e sua regulamentação²³⁴ e 29 ao *Investment Adviser Act* de 1940 e sua regulamentação²³⁵⁻²³⁶.

Tais números demonstram a diferença na extensão da utilização do instituto pela SEC. Este elemento, conjugado com o extenso leque de temas por ele abarcados, como indicado pelas leis às quais se referem e os exemplos citados, dão um indício da importância dos *interpretative releases*. Resta, então, analisar o quão longe eles podem ir.

²²⁹ Informação disponível em: <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/role-sec/researching-federal-securities-laws-through-sec>. Acesso em: 16 mai. 2021.

²³⁰ A título exemplificativo, o *release* mais recente, número 33-10751/34-88094, oferece orientação para os administradores de companhias abertas preencherem a análise da administração sobre a companhia (“MD&A”), especificamente sobre quais métricas de *performance* devem ser utilizadas pela administração para avaliação da própria companhia. Já o *release* anterior, número 34-86721, destina-se conjuntamente à interpretação e orientação sobre a norma referente à votação por procuração em companhias abertas. Fazendo alusão direta à construção deste *interpretative release* por meio da interação com o mercado em fóruns e declarações ao longo dos anos, este regramento define quando a consultoria sobre votação por procuração poderá ser interpretada como uma solicitação e de que forma a regulação de votação por procuração aplica-se a esta hipótese. Por fim, o *interpretative release* anterior a este último, o IA-5249, dedica-se à interpretação dada à definição de “consultor de investimentos”. Nos termos do *Investment Adviser Act*, ficam excluídos da definição os corretores e intermediários que proveriam consultoria de investimentos apenas de modo auxiliar à sua atividade principal e sem aferirem remuneração. Com base na evolução de sua jurisprudência e de sua interpretação divulgada em outros *releases*, além da interação com o mercado, este *interpretative release* avança a definição dos contornos de atividades que estariam enquadradas na exceção.

²³¹ Informação disponível em: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:3.0.1.1.13&rgn=div5#_top. Acesso em: 16. mai. 2021.

²³² Informação disponível em: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.2&rgn=div5>. Acesso em: 16. mai. 2021.

²³³ Informação disponível em: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.17&rgn=div5>. Acesso em: 16. mai. 2021.

²³⁴ Informação disponível em: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.20&rgn=div5#_top. Acesso em: 16. mai. 2021.

²³⁵ Informação disponível em: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.23&rgn=div5#_top. Acesso em: 16 mai. 2021.

²³⁶ Há que se mencionar que alguns destes referem-se a mais de uma lei, de modo que não se pode afirmar que a soma destes números representa o total de *interpretative releases* editados.

6.2.2.1 Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change²³⁷

Embora este não seja o primeiro *interpretive release* sobre o tema²³⁸, o *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change* é seu maior expoente e o primeiro dedicado exclusivamente à interpretação de como as normas de *disclosure* existentes se aplicariam ao contexto das mudanças climáticas.

Em apertada síntese, ele tem impacto sobre quatro itens da *Regulation S-K*: (i) item 101, ao prever divulgação do impacto do cumprimento da legislação ambiental nas finanças da companhia; (ii) item 103, ao prever a divulgação de processos ambientais; (iii) item 303, ao orientar a divulgação de comentários da administração sobre como as incertezas no campo ambiental, incluindo a evolução legislativa, poderá afetar a companhia; e (iv) item 503, ao abordar a divulgação de fatores de risco ambientais relevantes às atividades da companhia.

É importante pontuar dois aspectos específicos deste *interpretive release*. O primeiro é como expressamente encoraja que as companhias divulguem não apenas o impacto negativo das mudanças climáticas e da regulação ambiental, mas também o impacto positivo, como lucros advindos do sistema de “*cap and trade*” e outras novas oportunidades de negócio. Isto é, o *disclosure* ambiental não é, e não precisa ser, inerentemente negativo para os negócios.

O segundo e principal é o como ele adapta obrigações regulatórias pré-existentes de *disclosure* para a seara ambiental, criando quase obrigações de fato de *disclosure* ambiental²³⁹, de

²³⁷ Divulgado sob os números 33-9106 e 34-61469.

²³⁸ Ele mesmo faz remissão expressa ao *Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations; Certain Investment Company Disclosures*, seu precursor. Este *interpretive release* foi a primeira orientação da SEC sobre o preenchimento do MD&A que tratou do *disclosure* ambiental, dentre outros temas. O Item 101, 17 C.F.R. § 229.101 prevê que a administração descreva o impacto econômico que o cumprimento da regulação ambiental tem sobre a atuação da companhia, como os gastos para cumprimento da legislação ambiental, bem como todo potencial risco ambiental que possa ter um impacto material relevante sobre a atuação da companhia. Tais riscos devem ser divulgados desde o momento em que descobertos, não importando o quão especulativo sejam, desde que sabidos. Neste momento, identificada a não adesão à interpretação, a SEC enviava carta à administração com o objetivo de que esta (i) editasse o MD&A de forma a incluir as informações necessárias; (ii) fornecesse informações adicionais que justificassem a divulgação feita; e/ou (iii) passasse a se adequar à interpretação da SEC para as futuras divulgações. Por fim, contextualizando este *interpretive release*, mencionamos situar-se em meio à crescente atenção dada pela SEC sobre a temática, destacando-se o acordo de cooperação e compartilhamento de informações celebrado no ano seguinte com a *Environmental Protection Agency* (EPA). ARMAO, Joseph J.; GRIFFITH, Brian J. The SEC’s Increasing Emphasis on Disclosing Environmental Liabilities. **Natural Resources & Environment**, Chicago, v. 11, n. 4, p. 31–35, Spring 1997.

²³⁹ DEATHERAGE, Scott D. The SEC Enters the Fray on Climate Risk Disclosure. **Natural Resources & Environment**, Chicago, v. 25, n. 3, p. 35–39, Winter 2011. p. 36.

maneira muito semelhante aos Pareceres de Orientação referentes a demonstrações financeiras, instruindo sua elaboração com pouca margem para interpretação em contrário, como analisado no Capítulo 3.

O *disclosure* ambiental, por sua vez, não cria em si nenhuma obrigação de redução de emissões ou aumenta diretamente o custo de comportamentos não sustentáveis. Contudo, ao garantir a transparência e a comparabilidade, permite-se que seja feito um *screening* positivo entre companhias. As informações ambientais se tornam materiais e a sustentabilidade se torna, assim, mais facilmente identificável e tende a se disseminar.

Naturalmente, é claro, surgem questionamentos sobre a legitimidade para que a SEC influencie a conduta do mercado de modo a induzir a adoção de boas práticas ambientais, implicando maiores custos de *compliance* e *disclosure* às companhias.

Uma primeira resposta a estes questionamentos pode ser identificada no contexto regulatório em que se insere o *interpretive release*. Assim, relembramos como este não foi o primeiro *interpretive release* sobre o tema.

Além disso, desde a edição do *Sarbanes-Oxley Act* em 2002, houve uma elevação geral do padrão de *disclosure* no mercado americano ao ampliar o risco de emissores incorrerem em fraude pela divulgação de informações incorretas ou insuficientes²⁴⁰.

Por fim, retomamos também a análise feita no item 6.1.2, acima, de regulação pela SEC para além do *full disclosure* tradicional. Por mais que a poluição represente uma das mais tradicionais externalidades negativas e uma falha de mercado, não se confunde com a assimetria de informações, fugindo, portanto, ao escopo tradicional da regulação do mercado de capitais.

Contudo, ponto que deriva deste último, a principal resposta identificada se encontra na própria temática e seu grande impacto sobre a atividade econômica das companhias, sendo do pleno interesse dos investidores.

Se a SEC tem o dever de garantir o *disclosure* das companhias abertas e, por meio dele, promover a eficiência dos mercados, encorajar a competição e facilitar a formação de capital, ponto de contato com a atuação da CVM desenhada no Capítulo 5, estes objetivos devem ser analisados por meio das lentes da realidade global atual.

²⁴⁰ WASIM, Roshan. Corporate (Non)disclosure of Climate Information. *Columbia Law Review*, New York, v. 119, n. 5, p. 1311–1354, June 2019. p. 1325.

As mudanças climáticas, seu impacto sobre o mercado de capitais e os riscos impostos sobre as companhias tornam estas informações um elemento crítico na avaliação do risco e do potencial retorno de investimentos.

O mais importante ponto a ser ressaltado, porém, é o impacto positivo que este tipo de regulação e seus impactos sobre a conduta dos agentes traz para a eficiência do mercado, objetivo primordial da regulação. Isso porque a adesão e o respeito à regulação ambiental abrem oportunidades negociais²⁴¹, como adiantado pelo próprio *interpretive release*.

Ademais, a própria reflexão sobre os processos produtivos de uma companhia decorrente da regulação ambiental pode levar a aumento da produtividade, corte de gastos e aumento da inovação, entre ganhos de competitividade decorrentes da adoção de práticas sustentáveis de produção²⁴².

Evidências empíricas podem ser identificadas no mercado do valor criado pelo *disclosure* ambiental no mercado de capitais.

Um estudo que examinou o efeito de *disclosure* de emissão de gases do efeito estufa em companhias listadas na bolsa de Londres demonstrou como as companhias mais impactadas pelas mudanças na legislação ambiental reguladas tiveram grande impacto positivo em sua cotação de mercado. Esses ganhos foram ainda mais significativos em companhias de grande porte e com alta liquidez.

²⁴¹ Por exemplo, 87% das companhias que submeteram informações ligadas a mudanças climáticas para o programa de *disclosure* voluntário do *Carbon Disclosure Project* (CDP) conseguiram identificar oportunidades de negócio ligadas ao endereçamento de riscos ligados a mudanças climáticas. O CDP é uma ONG apoiada por 767 (setecentos e sessenta e sete) investidores institucionais que somam US\$92 (noventa e dois) trilhões. Ela entra em contato diretamente com companhias abertas em países emergentes e desenvolvidos para conduzir pesquisas qualitativas ligadas à emissão de gases do efeito estufa. WASIM, Roshan. Corporate (Non)disclosure of Climate Information. *Columbia Law Review*, New York, v. 119, n. 5, p. 1311–1354, June 2019. p. 1320. Naturalmente, a SEC não pode nem garantir a existência de tais oportunidades negociais e nem decidir pelas companhias quais oportunidades negociais devem aproveitar. Contudo, nesta análise é importante considerar a existência de um ganho social e macroeconômico que não apenas não impõe necessariamente um custo ou a perda de dinheiro como pode abrir espaço para que as companhias expressamente se beneficiem. Caso seja absolutamente impossível que uma empresa adote boas práticas ambientais, ou ela é uma empresa cujo modelo de atividade é danoso para a sociedade, que terá interesse em poder dissociar-la das demais empresas do setor, ou isso é uma decorrência da própria atividade e todo o setor será igualmente afetado pelo *disclosure*.

²⁴² Michael Porter e Claas van der Linde analisaram uma série de exemplos nacionais e internacionais para demonstrar o impacto economicamente positivo para as próprias companhias, e não apenas para a sociedade como um todo, da conformidade a legislações ambientais robustas. Esta teoria ganhou o nome de “*Porter hypothesis*”. PORTER, Michael E.; LINDE, Claas van der. Green and Competitive: Ending the Stalemate. *Harvard Business Review*, Boston, v. 73, n. 5, p. 120–134, Sept./Oct. 1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/09/green-and-competitive-ending-the-stalemate>. Acesso em: 12 ago. 2021. Acesso em: 12 ago. 2021.

Os dados analisados mostraram que, antes mesmo que se pudessem verificar efeitos reais sobre a conduta das companhias, os acréscimos no apreçamento destas companhias foram decorrentes de efeitos de mercado, isto é, aumento de liquidez e redução de assimetrias de informação, implicando uma avaliação positiva dos investidores sobre o *disclosure*²⁴³.

Um estudo complementar, utilizando metodologia de pesquisa semelhante e partindo do mesmo normativo, demonstrou que, com o tempo, também houve efeitos diretos na atividade das companhias e, em três anos, a emissão de gases do efeito estufa diminuiu 18%.

Ademais, o estudo concluiu que tais efeitos foram duradouros e se perpetuaram ao longo dos anos. Por fim, também concluiu que as companhias mais sensíveis eram aquelas que ainda não divulgavam anteriormente informações ambientais, reforçando o impacto direto que a reflexão inspirada pelo *disclosure* teve na administração de uma companhia²⁴⁴.

Mencionamos que também outro estudo identificou grande correlação entre elevados níveis de investimentos em sustentabilidade com crescimento econômico, tendo performado significativamente melhor que companhias com piores índices dentro dos mesmos segmentos²⁴⁵.

²⁴³ Como metodologia, o autor se aproveitou da edição do *Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations* de 2013 para realização de um experimento natural contabilizado via DID (*difference in differences*) em que avaliou o impacto da regulação sobre a cotação da ação das empresas. Esta lei introduziu no Reino Unido a obrigação de divulgação de relatório sobre a emissão de gases do efeito estufa. Como grupo de controle, o estudo utilizou companhias europeias listadas fora do Reino Unido. Já o grupo de tratamento foi dividido entre companhias do Reino Unido que já divulgavam tais relatórios antes da obrigatoriedade e as que não divulgavam. Os grupos de tratamento foram comparados entre si e contra o grupo de controle de modo a melhor compreender o impacto da nova regulação. O estudo demonstrou que as companhias que já divulgavam as informações exigidas não experimentaram grande impacto em sua cotação com a entrada em vigor da nova lei e que as que tiveram maior impacto positivo foram as que passaram a divulgar as informações ambientais. KRUEGER, Philipp. Climate Change and Firm Valuation: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. **Swiss Finance Institute Research Paper n.º 15–40**, p. 1–55, 2015. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2565523>. Acesso em: 21 mai 2021.

²⁴⁴ Também neste caso foi conduzido um experimento natural contabilizado via DID referente ao *Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations* de 2013 no qual o grupo de tratamento era composto por companhias inglesas e o grupo de controle por companhias europeias não afetadas pela legislação. É importante registrar que os dados sobre emissões de gases do efeito estufa não eram divulgados no próprio disclosure previsto no *Companies Act* e foram analisados com base nas informações de emissões de gases de 533 instalações distribuídas pela União Europeia e divulgadas por meio do Sistema de Troca de Emissões da União Europeia. A maior redução de emissões identificada ocorreu no grupo de tratamento. DOWNAR, Benedikt; ERNSTBERGER, Jürgen; RETTENBACHER, Hannes; SCHWENEN, Sebastian; ZAKLAN, Aleksandar. Fighting Climate Change with Disclosure? The Real Effects of Mandatory Greenhouse Gas Emission Disclosure. **DIW Berlin Discussion Paper No. 1795**, Berlin, p. 1–42, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3352390>. Acesso em: 21 mai. 2021.

²⁴⁵ O estudo usou como parâmetro a divulgação de informações que são consideradas materiais pelo *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)*, organização não governamental destinada à padronização da análise do impacto financeiro da sustentabilidade no mercado, em suas recomendações de elaboração dos documentos exigidos pela SEC. Para a categorização das companhias, foi usado o índice social MSCI KLD. O estudo concluiu que companhias que estavam bem avaliadas de acordo com o índice de referência nos temas que o SASB considerava materiais tiveram

Dessa maneira, entendemos que a emissão de orientações da SEC sobre *disclosure* ambiental que, ainda que não sejam obrigatórias, têm o claro objetivo de serem cumpridas pelas companhias e influenciar suas condutas, estão em plena consonância com a promoção da eficiência e desenvolvimento do mercado.

Assim, a experiência da SEC com *interpretive releases* pode servir de relevante paralelo para a edição de Pareceres de Orientação. Por sua vez, esta experiência, em conjunto com a regulação internacional dos mercados de capitais, demonstra que a regulação do setor por *soft law* já é uma realidade. Este arcabouço regulatório internacional e global, em conjunto com o arcabouço teórico analisado no item 6.1, acima, sustentam nossa tese de que a CVM deve regular via *soft law*.

Encerrando a análise do embasamento para que a CVM utilize o Parecer de Orientação no sentido proposto neste trabalho, passemos, então, à análise da capacidade da CVM de influenciar o mercado via Pareceres de Orientação.

performance econômica superior às companhias que estavam mal avaliadas. KHAN, Mozaffar N., SERAFEIM, George, YOON, Aaron. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, v. 91, n. 6, p. 1697–1724, 2016.

7 A CAPACIDADE DA CVM DE INDUZIR CONDUTAS VIA PARECER DE ORIENTAÇÃO

Tendo analisado que a CVM pode e deve induzir boas práticas no mercado, resta analisar qual a capacidade da autarquia de influenciar condutas por meio de Pareceres de Orientação.

Conforme analisado nos capítulos anteriores, ao mesmo tempo em que a regulação via *soft law* pode ter tanta eficácia quanto instrumentos regulatórios cogentes, sua eficácia não deve ser pressuposta, mas analisada conforme a realidade regulada.

Se já verificamos que o Parecer 35 teve ampla adesão do mercado e que não há problemas em um Parecer de Orientação ser tido como obrigatório pelo mercado e seguido por todos os agentes, nada impede que ocorra o contrário, isto é, que não haja adesão a um Parecer de Orientação, como no citado caso do CAF, justificando, portanto, a presente análise.

Sobre este aspecto é importante esclarecer que é perfeitamente possível que um Parecer de Orientação, mesmo que não tenha adesão, simplesmente por existir, suscite importantes reflexões aos participantes do mercado e mude condutas em alguma medida.

Todavia, este impacto é muito pouco tangível, e certamente será muito menor que o pretendido com a sua edição. Assim, considerando todas as dificuldades neste processo, analisadas na Parte III, será muito mais defensável a maior adoção deste instrumento regulatório se tiver boa adesão do mercado.

Ainda com relação à adesão do mercado ao Parecer 35, acreditamos que ele não seja um bom parâmetro para, isoladamente, aferir a eficácia do Parecer de Orientação enquanto instituto.

Isso porque, como visto, trata-se de uma hipótese muito particular, vivenciada por número limitado de companhias, envolvendo muitos interesses, grande potencial de litígio e elevadas somas, fatores que aumentam muito a probabilidade de ser seguido, incitando a já citada aversão ao risco nessas operações. Assim, não temos subsídios para extrapolar a adesão ao Parecer 35 para o Parecer de Orientação como um todo.

Por este motivo, voltamo-nos para a adesão ao Parecer 38. Este Parecer de Orientação em particular foi selecionado por alguns motivos. Primeiro, é importante que seja utilizado um dos Pareceres de Orientação que apontamos ser voltado para a indução de boas práticas no mercado, de modo a testar a tese delineada no Capítulo 4.

Contudo, acima de tudo, ao contrário do caso do Parecer 35, este Parecer de Orientação é potencialmente aplicável a toda companhia aberta. Toda companhia possui administradores e todo administrador tem interesse em mitigar os riscos de sua atividade.

Ademais, a estrutura do Parecer 38, mais aberta e referente a diversas cláusulas contratuais, permitirá a análise da adesão ao Parecer de Orientação não apenas de forma binária, se adotado ou não, mas em um espectro, aferindo o grau de adesão dos agentes do mercado, a quais previsões se adaptaram e em que medida o fizeram.

Essa análise é importante, por sua vez, para demonstrar como um Parecer de Orientação não é a mera chancela de comportamentos do mercado, na medida em que algumas orientações serão ignoradas e outras extrapoladas pelos agentes do mercado. Assim, daremos concretude à definição de regulação enquanto alteradora de comportamentos na sociedade.

Esta pesquisa será feita primordialmente em duas etapas, uma com enfoque quantitativo e outra com enfoque qualitativo²⁴⁶. A primeira analisará quantas e quais companhias passaram a tratar de contratos de indenidade em seus documentos societários. A segunda se aprofundará no conteúdo dos documentos identificados, de modo a entender quais elementos do Parecer 38 foram internalizados ou não pelas companhias, como o foram e de que forma as companhias foram além do estrito texto do Parecer 38.

7.1 Os números do Parecer 38

Esta análise será inspirada no teste empírico realizado na tese de doutoramento de Luciana Dias. Por meio dele, a autora investigou se e de que forma as regras de transparência implementadas pela ICVM 480/09, que introduziu a obrigatoriedade de divulgação anual das políticas de transações com partes relacionadas adotadas por companhias abertas, foram capazes de influenciar o comportamento das companhias abertas no Brasil²⁴⁷.

²⁴⁶ Sabemos que nenhuma análise é exclusivamente quantitativa ou qualitativa e, conforme se perceberá, estas duas análises se misturarão. Entretanto, isto não afasta o fato de as análises terem enfoques bastante distintos, que se evidenciam tanto na metodologia utilizada quanto nas conclusões obtidas. Acreditamos que, apesar da imprecisão da terminologia, ela transpareça a ideia que se busca com cada análise e, assim, ajude a esclarecer o objeto de cada etapa da pesquisa.

²⁴⁷ Nas palavras da autora, “este estudo procurou medir se, diante da ausência de norma indicando uma conduta específica, a introdução de uma regra de transparência seria capaz de induzir os emissores de valores brasileiros à adoção de práticas mais robustas em matérias que são particularmente sensíveis em termos de governança”. DIAS,

Para além dos temas correlatos, ambas tendo como preocupação subjacente o conflito de interesses, há algumas características adicionais que nos influenciaram a escolher esta pesquisa como base para a presente.

Assim, o objetivo daquele estudo foi medir o percentual de companhias abertas que, com a nova instrução, adotou regras de conduta mais estritas que as exigidas. É importante que este último aspecto seja sublinhado. Embora se trate de uma Instrução, a conduta em si analisada não era imposta, aproximando a pesquisa, portanto, da nossa análise. Em uma última semelhança, ela também analisou regulamentação vigente havia 3 (três) anos.

Temos, assim, um estudo do impacto de práticas voluntárias influenciadas por instrumento regulatório vigente havia 3 (três) anos, cuja preocupação subjacente é centrada no conflito de interesses, exatamente como o presente estudo.

Dessa forma, acreditamos que os resultados serão comparáveis, de modo que faremos remissão ao estudo de base sempre que possível e pertinente.

Para garantia da comparabilidade, foram adaptadas as hipóteses de pesquisa da autora à realidade da presente pesquisa conforme cada subitem abaixo, nos quais se fará referência às perguntas e conclusões do estudo.

Na presente pesquisa, foram analisados os documentos divulgados por todas as companhias abertas em busca de referências a contratos de indenidade²⁴⁸. Estes documentos foram os Estatutos

Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas.** 280 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 234.

²⁴⁸ Foram analisadas todas as companhias abertas que tinham capital listado na B3 S.A. na data de 1º de junho de 2021, momento da coleta do espaço amostral, independentemente de terem realizado a abertura de capital social antes ou após a edição do Parecer 38. A única exclusão feita foi das companhias abertas cujo registro havia sido cancelado antes da coleta de dados, já que suas informações seriam defasadas e afetariam desnecessariamente os dados desta análise. A pesquisa foi iniciada em 1º de junho de 2021, de modo a capturar as AGOs referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2020. Os dados foram coletados do *site* <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx?tipoconsulta=CVM&codigoCVM=25330>, pesquisando o nome de cada companhia e o tipo de documento específico procurado, em “Categoria: Estatutos Sociais” e “Categoria: Contratos de Indenidade”, ou selecionando a opção “Categoria: TODAS” e o termo “indenidade”, sem especificação do período, de forma a capturar toda menção a contratos de indenidade possível.

Sociais²⁴⁹, Contratos de Indenidade²⁵⁰ e Políticas de Indenidade, documentos referidos no Parecer 38 como aptos a tratar do tema²⁵¹.

*7.1.1 Estatutos sociais previam os procedimentos de celebração de contratos de indenidade antes do Parecer 38?*²⁵²

Como mencionado, muito embora a celebração de contratos de indenidade fosse prática recorrente no mercado, o regime regulatório anterior ao Parecer 38 tinha como única previsão referente ao tema a divulgação da existência ou não de contratos com os administradores em geral no Formulário de Referência.

Desta forma, inexistindo qualquer orientação sobre a governança recomendada para a celebração de tais contratos e sobre a transparência sobre o tema, é essencial que esta análise se inicie verificando como e se as companhias divulgavam quaisquer informações sobre a celebração destes acordos.

Esta análise permitirá examinar o contexto em que se deu a edição do Parecer 38, identificando até mesmo se havia necessidade de a CVM editá-lo. Fornecerá, ainda, o parâmetro para a adesão do mercado ao Parecer 38. Os resultados completos são apresentados na “Tabela 6.1: Tratamento sobre contratos de indenidade pré Parecer 38”, no Apêndice B.

Os dados ali apresentados provam que, embora prática comum no mercado, as companhias não se preocupavam com a forma de governança para a celebração de contratos de indenidade ou não acreditavam tratar-se de informação pertinente, a merecer *disclosure* e previsão específicos.

²⁴⁹ Para esta análise, foi selecionada a última versão consolidada e registrada até a data de edição do Parecer 38, no caso de companhias já registradas, e a versão consolidada e registrada mais recente do estatuto, se existente uma posterior ao Parecer 38. Para esta análise, foram contabilizadas exclusivamente as menções específicas a contratos de indenidade, optando-se por não incluir menções genéricas a todo contrato celebrado com administradores. Esta escolha se justifica pelo fato de termos buscado ao máximo medir a sensibilidade específica ao Parecer 38, de modo que a seleção de toda menção genérica à contratação com administradores poderia não ser um referencial adequado.

²⁵⁰ Em linha com os Estatutos Sociais, foi analisado apenas o último contrato ou modelo registrado.

²⁵¹ O estudo de referência baseou-se na seção 16.1 do Formulário de Referência. Embora o item 12.11 do Formulário de Referência preveja a divulgação de contratos de indenidade, optou-se por fazer a análise deste documento em separado, de modo diverso. O objetivo principal não era analisar a existência ou não de contratos de indenidade e, sim, a permeabilidade das companhias em relação à governança sugerida pelo Parecer 38 e aos mecanismos de divulgação e transparência por ele previstos. Assim, o item 12.11 será analisado abaixo pontualmente, de modo a verificar se as companhias que nele informaram que celebraram contratos de indenidade optaram por registrá-los e vice-versa.

²⁵² Com base na hipótese 1 (“No período anterior à implementação de regras de transparência, haveria uma baixa adoção voluntária de regras mais estritas que as determinadas em lei em relação a transações com partes relacionadas”) do estudo de referência.

Acreditamos ser este um terreno fértil para a edição de um Parecer de Orientação que busque influenciar o comportamento no mercado. Delineado o contexto em que foi editado o Parecer 38, passamos à análise do seu impacto.

7.1.2 Qual o grau de adesão do mercado ao Parecer 38?²⁵³

Esta é a pergunta chave desta pesquisa empírica. Se o Parecer de Orientação puder ser um mecanismo eficiente de indução de comportamentos no mercado, se companhias são sensíveis a orientações da CVM de adoção voluntária, então isto deveria se refletir em seus documentos, dado um prazo suficientemente longo. Os dados completos se encontram na “Tabela 6.2: Tratamento sobre contratos de indenidade pós Parecer 38”, no Apêndice B.

Em termos absolutos, os resultados são apenas moderados. Apenas 16,7% das companhias abertas possuem algum tipo de previsão sobre a celebração de contratos de indenidade.

Este número é até mesmo inferior ao obtido no estudo de referência, em que 31,5% das companhias adotavam regras de transação com partes relacionadas mais robustas que as exigidas, embora deva ser ressaltado que o patamar inicial daquela pesquisa era de 16%, contra 3,81% aqui.

Ainda quanto ao estudo de referência, fazemos as mesmas ponderações da autora sobre os resultados obtidos.

A primeira se refere ao período ainda não tão longo de vigência do instrumento regulatório analisado, havendo boas chances de crescimento da adesão do mercado. Elemento que nos dá segurança para este prognóstico é a rápida variação verificada no período, conforme “Tabela 6.3: Evolução do tratamento sobre contratos de indenidade”, no Apêndice B.

A análise da evolução traz números extremamente expressivos, demonstrando que um número muito maior de companhias que o inicial passou a tratar do tema em seus documentos societários, destacando-se o percentual de 1200,00% a mais de companhias que adaptaram seus estatutos sociais e de 435,71% de companhias que passaram a ter algum tipo de previsão sobre o tema.

²⁵³ Com base na hipótese 2 (“A análise dos formulários de referência de 2013 demonstraria que uma parcela não desprezível de companhias passou a adotar regras de transações com partes relacionadas mais estritas que as determinadas em lei”) do estudo de referência.

Desta forma, combinando-se as duas análises deste subitem, acreditamos ter um forte indício de que o mercado no geral foi, de fato, impactado e influenciado pelo Parecer 38.

A segunda ponderação trazida pela autora é a de que o crescimento não foi uniforme em todos os segmentos, merecendo análises específicas. Este elemento será explorado em maiores detalhes nos dois subitens abaixo.

7.1.3 Apenas companhias com melhores práticas de governança se mostraram sensíveis à adoção voluntária de regras de governança corporativa?²⁵⁴

Seria natural assumir que eventual permeabilidade das companhias estaria restrita aos segmentos de listagem onde as práticas de governança já são mais elevadas e que, nos números acima mencionados, houvesse um peso desproporcional destas companhias. Isso porque os segmentos de listagem fornecem um sinal do próprio mercado de qual o grau de ponderação dado por seus agentes a práticas mais rígidas de governança.

Bem é verdade que as Tabelas 6.2 e 6.3 do Apêndice B demonstram que o segmento tradicional foi sensivelmente menos afetado pelo Parecer 38, em parte validando estas hipóteses. Contudo, também é verdade que mesmo o segmento tradicional experimentou um aumento não desprezível.

Acima de tudo, porém, merece destaque que o Novo Mercado sequer foi o segmento com o maior percentual de companhias que se adaptaram ao Parecer 38, tendo sido verificados aumentos relevantes em todos os segmentos. Este resultado é novamente compatível com os resultados do estudo de referência²⁵⁵.

Desta maneira, embora um Parecer de Orientação tenha capacidade diferente de influenciar companhias de acordo com seu segmento, os números demonstram que há inegável impacto sobre todo o conjunto analisado de companhias abertas.

Devemos, então, buscar entender se outros fatores também podem afetar tal sensibilidade.

²⁵⁴ Com base na hipótese 3 (“As companhias com melhores práticas de governança corporativa adotariam voluntariamente regras para lidar com transações com partes relacionadas em percentual superior àquelas do segmento tradicional”) do estudo de referência.

²⁵⁵ No total, foram identificados os seguintes percentuais: (i) 14,5% das companhias do segmento tradicional (16); (ii) 33,5% das companhias do Nível I (12); (iii) 62,5% das companhias do Nível II (10); e (iv) 46% das companhias do Novo Mercado (44).

7.1.4 Outros fatores podem influenciar a adesão a um Parecer de Orientação?²⁵⁶

Para além da análise de segmentos de listagem, é possível identificar outras formas de categorizar as companhias para melhor compreender quem é influenciado por um Parecer de Orientação.

Aproveitando novamente categorizações fornecidas pelo próprio mercado, controlamos os resultados obtidos para companhias integrantes do IBOVESPA na data de análise²⁵⁷, assim como fez o estudo de referência. Os resultados completos estão dispostos na “Tabela 6.4: Tratamento sobre contratos de indenidade pós Parecer 38 no IBOVESPA”, no Apêndice B.

Em essência, o IBOVESPA é o principal índice de desempenho de ações no mercado brasileiro, reunindo as ações e *units* dotados de maior liquidez no mercado²⁵⁸. A lógica por trás da utilização desse índice é selecionar as companhias mais visadas, que chamam a atenção de intermediários e analistas e que buscam atrair mais investidores. A maior interação com estes agentes e sua maior visibilidade no mercado poderiam, então, levar a um maior interesse na sinalização e no seu *screening* positivo.

Esta hipótese confirmou-se, sendo possível identificar que o percentual de companhias do IBOVESPA que se adaptou ao Parecer 38 foi bem acima da média do mercado, 25,32% contra 16,28%, superior até mesmo que o percentual no Novo Mercado, de 23,81%.

Em nossa visão, estes resultados fazem sentido, conforme adiantado acima, especialmente se considerarmos que, mesmo antes do Parecer 38, as companhias mais líquidas já estavam acima da média do mercado, 5,06% e 3,81%, respectivamente. Estes resultados sugerem, assim, que a liquidez é um fator ligado à sensibilidade das companhias a orientações da CVM.

Os resultados são também compatíveis com o estudo de referência, que chegou à mesma conclusão. Conforme identificou Luciana Dias, 55% das companhias do IBOVESPA à época adotavam alguma regra de conduta a respeito de transações com partes relacionadas, aproximadamente 75% acima da média do mercado e 20% acima do Novo Mercado.

²⁵⁶ Com base na hipótese 4 (“As companhias mais líquidas e as companhias maiores reagiram às normas de transparência de maneira mais significativa que a média do mercado”) do estudo de referência.

²⁵⁷ Composição do IBOVESPA em 01 ago. 2021 obtida em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-composicao-da-carteira.htm. Acesso em: 01 ago. 2021.

²⁵⁸ Em mais detalhes, o IBOVESPA tem como critério de seleção que o ativo esteja entre os ativos que representem 85% em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN) (*buffer* 90%); 95% de presença em pregão; 0,1% do volume financeiro no mercado a vista (lote-padrão); e não seja *penny stock*, conforme http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/ibovespa.htm. Acesso em: 02 ago. 2021.

Esta conclusão é importante por demonstrar que a maioria das operações no mercado é de alguma forma impactada pelas recomendações da CVM, ajudando a dar melhor dimensão do seu impacto.

A segunda hipótese desenvolvida neste subitem é a de que companhias que já possuíam valores mobiliários negociados e tivessem uma posição consolidada no mercado seriam menos afetadas a sugestões da CVM.

A *contrario sensu*, novas companhias seriam mais sensíveis a tais orientações, procurando adequar-se a toda recomendação da autarquia de modo a buscar o *screening* positivo de sua governança.

Nesse aspecto, foram feitas duas análises complementares. Na primeira, contabilizamos o percentual de novas companhias abertas que se adaptaram ao Parecer 38 em comparação com o total de aberturas de capital. Esta análise teve como objetivo avaliar a sensibilidade de novos entrantes no geral a recomendações da CVM.

Na segunda, analisamos o percentual de novas companhias que se adaptaram ao Parecer 38 comparado ao total de companhias que se adaptaram no próprio segmento, buscando compreender o peso de novas companhias no total de cada segmento. Os resultados completos se encontram na “Tabela 6.5: IPOs e o Parecer 38”, no Apêndice B.

Os números identificados demonstram como um percentual extremamente relevante de novas companhias foi influenciada pelo Parecer 38, em todos os segmentos. Nossa leitura desses dados reforça o entendimento de que a tendência é o aumento no número de companhias adaptadas com o tempo. A entrada de novos agentes econômicos e o crescimento do mercado representam também o crescimento da influência da CVM e da disseminação de boas práticas.

Ao mesmo tempo, os números apontam que não apenas novas companhias foram influenciadas pelo Parecer 38, o que indica que a disseminação de boas práticas não depende exclusivamente de fatores externos à atuação da CVM como a entrada de novas companhias no mercado e encontra terreno fértil também em companhias já consolidadas.

A análise referente aos IPOs não tem paralelo no estudo de referência, de modo que não foi possível comparar conclusões neste caso.

Com base nas análises feitas ao longo deste item 7.1, acreditamos ter demonstrado que um Parecer de Orientação pode influenciar o mercado. Resta saber, no entanto, de que forma as companhias se deixaram influenciar pela autarquia.

7.2 O Parecer 38 e os documentos societários

Este subitem se dedicará à análise dos documentos em si divulgados pelas companhias abertas, de modo a verificar de que forma o texto do Parecer 38 foi internalizado pelo mercado. Nesse sentido, para dar maior clareza à análise, cada subitem abaixo seguirá a estrutura do próprio Parecer 38, fazendo os apontamentos pertinentes²⁵⁹.

7.2.1 “1. Objeto deste Parecer de Orientação”

Muito mais que apenas a introdução do Parecer 38, o item 1 apresenta duas decisões a serem tomadas pelas companhias abertas.

A primeira se refere a definir com quem a companhia poderá celebrar contratos de indenidade, aqui chamados de beneficiários. Embora o corpo do Parecer 38 apenas se refira a administradores e membros de comitês estatutários, na nota de rodapé 1 é reconhecida a possibilidade de que ocupantes de outros cargos também sejam beneficiários.

Desde já, começamos a identificar a criatividade das companhias e os benefícios da flexibilidade de um Parecer de Orientação, de modo que cada companhia pode adaptá-lo à sua realidade, conforme destacado nos capítulos acima.

As definições identificadas foram de abrangência muito variada, sendo curiosamente raro encontrar previsões restritas a administradores e membros de comitês estatutários²⁶⁰. Definição comumente encontrada englobava todos os funcionários que exercessem cargo ou função de gestão na companhia²⁶¹⁻²⁶².

Também foi comum identificar menções expressas a administradores de controladas e entidades das quais a companhia participasse na qualidade de sócia, associada ou patrocinadora²⁶³⁻

²⁵⁹ Excluimos desta análise o item “5. Aplicação e efeitos deste Parecer de Orientação”. Trata-se apenas da conclusão, que prevê que o mero cumprimento formal do Parecer 38 não exclui por completo a possibilidade de responsabilidade dos administradores e que sua aplicação respeitará a segurança jurídica e a vedação à incidência retroativa da interpretação, conforme art. 2º, parágrafo único, XIII, Lei n.º 9.784/99 e do Decreto-lei n.º 4.657/42.

²⁶⁰ Foram identificados apenas 8 (oito) casos.

²⁶¹ A título exemplificativo, citamos 3R Petroleum Óleo e Gás S.A.

²⁶² Mencionamos também que a Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS foi além e incluiu na definição até mesmo contadores e advogados da companhia, funcionários sem poder de gestão.

²⁶³ A B3 S.A., por exemplo, fez questão de deixar registrado que esta definição inclui o Presidente e Vice-Presidente da Câmara de Arbitragem.

²⁶⁴, o que se alinha com a importância do contrato de indenidade para retenção de bons administradores e desenvolvimento do grupo econômico como um todo apontada no Capítulo 4.

Um caso extremamente particular foi o da Cosan S.A. e da Rumo S.A.; cada uma tinha uma política única para Seguro D&O e contratos de indenidade, chamados de “compromisso adicional”. Nesse contexto, a definição daqueles que podem ser beneficiários é indireta, sendo celebrado compromisso adicional automaticamente com todos os beneficiários de Seguro D&O.

A segunda decisão é trazida na nota de rodapé 2, em que é facultado às companhias tratar do tema no estatuto social ou em política interna, e não apenas em contratos de indenidade, conforme adiantado na pesquisa quantitativa do item 7.1., acima.

Decidimos, então, investigar como cada companhia se portou, conforme “Tabela 6.6: Análise dos documentos societários”; e “Tabela 6.7: Análise da conjugação dos documentos societários”, no Apêndice B.

Estes dados demonstram, em primeiro lugar, o acerto da CVM em mencionar expressamente que o Parecer 38 se aplicaria a políticas internas e, particularmente, a estatutos sociais, já que poucas companhias registraram apenas contratos de indenidade.

É possível perceber, também, a grande predileção dos agentes do mercado pela implementação do Parecer 38 via estatuto social. Entendemos que este fato decorra, a uma, de eventual preferência das companhias de não divulgarem a integralidade dos contratos e, a duas, do fato de as previsões contidas nos estatutos sociais serem notoriamente as mais simples.

Um efeito colateral desta predileção, porém, foi que um número não desprezível de companhias tinha como único documento que tratava do tema estatutos sociais que eram quase lacônicos.

Fazemos referência àqueles que se reservavam a indicar quem poderia ser beneficiário e dar breve e genérica descrição das perdas indenizáveis, sem absolutamente qualquer outra menção a elementos do Parecer 38, como quais perdas são excluídas da indenização e como a companhia mitiga conflitos de interesse²⁶⁵.

²⁶⁴ O Banco do Brasil S.A. englobou administradores, conselheiros fiscais e integrantes de órgãos de assessoramento técnicos ou consultivos indicados pelo Banco do Brasil S.A. nestas companhias, desde que sejam seus empregados ou administradores e não tenham celebrado contrato de indenidade específico com essas entidades.

²⁶⁵ Foram identificados 10 (dez) casos no Novo Mercado, 1 (um) no Nível 1 e 1 (um) no segmento tradicional.

Aqui se encontra, na prática, a primeira dificuldade trazida pela adoção de mecanismos de regulação de adoção voluntária e a importância de não se ter uma confiança excessiva nestes institutos, qual seja, a possibilidade de as mudanças implementadas pelo mercado, embora existentes, serem de baixa qualidade.

Embora não acreditemos que esta tenha sido hipótese comum o suficiente para invalidar as demais análises aqui conduzidas, é importante que se tenha clara a possibilidade da adesão meramente formal a um Parecer de Orientação por companhias que tentem passar a falsa impressão de adequação a todas as recomendações da CVM sem o custo de observância do compromisso com o substrato destas recomendações.

Entendemos que o fato de isso ter sido fenômeno quase exclusivo do Novo Mercado deve-se, justamente, a tentarem manter a aparência de terem os mais elevados níveis de governança, sendo pertinente que a CVM tenha consciência deste fato.

7.2.2 “2. Atos e despesas passíveis de indenização”

O item 2 do Parecer 38 se dedica a abordar um dos aspectos mais relevantes do tema, que está na própria essência do contrato de indenidade. Fazemos referência à definição das perdas indenizáveis e, acima de tudo, das não indenizáveis. A preocupação aqui, é claro, é o tipo de incentivo criado para a conduta dos administradores.

Sendo o cerne da previsão de indenização via contrato de indenidade, praticamente todas as companhias deram alguma forma de definição de despesas indenizáveis; também aqui foram encontradas definições extremamente diversas.

Uma das definições mais comuns previa apenas a cobertura por dano ou prejuízo efetivamente sofrido pelos beneficiários por força do exercício regular de suas funções na companhia²⁶⁶. Esta previsão apenas timidamente exclui atos irregulares da possibilidade de indenização, que é uma das principais preocupações do Parecer 38.

Por sua vez, outras companhias enumeraram toda sorte de custo, perda ou despesa, sendo dignos de nota os valores incorridos durante (como com sua defesa, seja custeada ou reembolsada

²⁶⁶ Identificado em diversas ocasiões como no estatuto da Aliance Sonae Shopping Centers S.A.

pela companhia) e após (especialmente o valor da condenação) processos judiciais, arbitrais, administrativos e até inquéritos policiais.

Elemento que surgiu na definição dos valores que poderiam ser indenizados foi a relação da indenização com o Seguro D&O. Nesse aspecto, foram encontradas tanto previsões de que o contrato de indenidade era cumulativo com o Seguro D&O e dele independente²⁶⁷, quanto redações que faziam incidir indenização apenas após esgotado o ressarcimento pela via securitária, correspondendo ao excedente do valor coberto pelo seguro²⁶⁸.

Também chamou a atenção a previsão da Tecnisa S.A. que, além da definição geral, previu em sua política de indenidade a possibilidade de indenização por quaisquer riscos mapeados e aceitos pela companhia.

O Parecer 38, ressalte-se, não contém uma definição expressa de perdas indenizáveis. A definição é residual, sugerindo que não sejam indenizáveis perdas originadas de atos “(a) fora do exercício de suas atribuições; (b) com má-fé, dolo, culpa grave ou mediante fraude; ou (c) em interesse próprio ou de terceiros, em detrimento do interesse social da companhia”²⁶⁹.

De todo o conteúdo o Parecer 38, a orientação que mais ressoou no mercado foi a de exclusão de indenização nos três casos acima elencados. A maioria das companhias incluiu estas hipóteses de exclusão de responsabilidade, muitas das quais englobando expressamente também as ações de responsabilidade e o ressarcimento de prejuízos em sede de termo de compromisso.

Encontramos, neste aspecto, pequenas variações das três hipóteses, como (i) a definição dos diversos tipos de dolo abarcados²⁷⁰; (ii) a exclusão de dano na hipótese de desvio de finalidade²⁷¹, particularmente no caso da divulgação de informação estratégica e confidencial contra os interesses da companhia, ou fora da esfera de competência do cargo para o qual foi eleito²⁷²; (iv) exclusão da hipótese do recebimento de vantagens pessoais direta ou indiretamente²⁷³; (v) não ressarcimento

²⁶⁷ Como no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A.

²⁶⁸ Conforme estatuto social da Sendas Distribuidora S.A.

²⁶⁹ Sobre esta última hipótese, o Parecer 38 esclarece em nota de rodapé que estariam incluídas indenizações decorrentes de ações de responsabilidade previstas no art. 159 da Lei n.º 6.404/76, ou do ressarcimento dos prejuízos de que trata o art. 11, § 5º, II da Lei n.º 6.385/76.

²⁷⁰ Como no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A. que trata de crimes dolosos, o Estatuto Social da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A – Usiminas que prevê o dolo eventual, e da Atom Empreendimentos e Participações S.A., que previu, ao lado do dolo eventual, a indiferença temerária.

²⁷¹ Por exemplo, no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A.

²⁷² Vide contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A.

²⁷³ Previsto no contrato de indenidade da Tupy S.A.

se identificado qualquer conflitos de interesses com a companhia²⁷⁴; e (vi) exclusão de qualquer ato danoso à companhia, mesmo se no exercício de suas competências²⁷⁵.

Mais interessante do que isso, aqui é onde vemos que a reflexão inspirada pela existência da orientação pode fazer com que as companhias vão além do conteúdo do Parecer de Orientação, trazendo práticas ainda mais robustas de governança. Este foi campo de análise muito rico e muito poderia ser comentado, mas nos reservaremos a alguns comentários.

De início, ressaltamos as previsões ligadas à preocupação levantada no início deste item com os incentivos e o possível estímulo à ocorrência de risco moral, trabalhando o tipo de incentivos dados aos beneficiários.

Assim, dentre estas, destacam-se aquelas que excluíram a indenização por erros e omissões na qualidade do serviço prestado²⁷⁶; falta de cooperação durante o curso do processo investigativo²⁷⁷; agravamento intencional, pelo próprio beneficiário do risco atrelado ao ato indenizável²⁷⁸; e até mesmo quando envolvido o abandono do cargo²⁷⁹.

Previsão encontrada nos contratos e que nos chamou a atenção pela sua ausência no rol de exclusões proposto pela CVM foram as perdas decorrentes de processos movidos pelo beneficiário contra a companhia²⁸⁰, hipótese em que dificilmente se justificaria a companhia ressarcir o beneficiário.

Em termos de boas práticas de governança, cabe destacar as companhias que previram a exclusão de indenização em caso de descumprimento de qualquer política da companhia²⁸¹ ou de seu Estatuto Social²⁸²; de perdas com operações com valores mobiliários²⁸³.

Por fim, realçamos as companhias que afastaram a possibilidade de indenização em função da gravidade das condutas envolvidas. Foi o caso, por exemplo, de perdas decorrentes de atos

²⁷⁴ Caso da política de indenidade da Embraer S.A.

²⁷⁵ Por exemplo, o estatuto social do Banco do Brasil S.A.

²⁷⁶ Vide política de indenidade da Cosan S.A. e da Rumo S.A.

²⁷⁷ Como previsto no contrato de indenidade da Natura & Co Holding S.A.

²⁷⁸ Caso do contrato de indenidade da Techos S.A.

²⁷⁹ Conforme contrato de indenidade da Marisa Lojas S.A.

²⁸⁰ Como, por exemplo, contrato de indenidade de Marisa Lojas S.A.

²⁸¹ Como extraído da política de indenidade da B3 S.A. e da Embraer S.A.

²⁸² Conforme Estatuto Social do Atacadão S.A. em sua versão pré-Parecer 38. A previsão foi excluída na versão pós Parecer 38.

²⁸³ Vide política de indenidade da Cosan S.A.

comprovadamente em violação a normas visando ao combate e prevenção de corrupção, lavagem de dinheiro e *insider trading*, conforme decisão transitada em julgado²⁸⁴.

A exemplificar a importância da maleabilidade trazida por um Parecer de Orientação, ressaltamos que foram identificados posicionamentos diferentes sobre um mesmo tema, como três políticas de indenidade que excluíram indenizações por responsabilidade trabalhista, tributária e previdenciária²⁸⁵, seguindo o caminho inverso do mais comum, de expressamente incluí-las²⁸⁶.

Uma forma de controle indireto sobre quais as despesas indenizáveis identificada foram as restrições à celebração de acordos pelos beneficiários²⁸⁷. Muito embora geralmente não tenha sido apontado o órgão da companhia competente, por diversas vezes foi afastada a indenização por acordos não aprovados previamente, seja pela própria companhia ou por terceiro independente²⁸⁸⁻²⁸⁹.

Ainda neste ponto, é interessante notar que encontramos um estatuto social que previa a obrigação de restituição dos valores pagos pela companhia em caso de qualquer condenação, sem restrições²⁹⁰.

Quanto à recomendação de que tais excludentes estejam previstas nos contratos de indenidade, embora não fique claro se esta orientação se restringe aos contratos em si, pontuamos que todo contrato registrado tratou do tema.

No tocante à possibilidade do adiantamento de pagamentos, antes da decisão final em um processo, a maciça maioria das companhias apresentou previsões nesse sentido, o que nos parece bastante razoável ao analisarmos os contínuos e elevados gastos envolvidos em litígios antes mesmo de eventual decisão de mérito²⁹¹.

²⁸⁴ Como previsto no contrato de indenidade da Natura & Co Holding S.A.

²⁸⁵ Fazemos referência à Rumo S.A., Cosan S.A. e Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS.

²⁸⁶ Por exemplo a Braskem S.A.

²⁸⁷ Dentre as companhias que trataram destes casos, vale menção à BRF S.A., única para a qual estariam cobertos acordos celebrados a exclusivo critério do beneficiário.

²⁸⁸ Previsão sobre o terceiro independente encontrada no contrato de indenidade da Petrobrás Distribuidora S.A. e da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás.

²⁸⁹ O estatuto social da Raia Drogasil S.A. foi além e excluiu a indenização de quaisquer acordos em quaisquer hipóteses.

²⁹⁰ Foi o caso da Raia Drogasil S.A.

²⁹¹ Encontramos apenas um caso de exclusão expressa da possibilidade de adiantamentos, o contrato de indenidade da Vale S.A.

Nesse sentido, dentro dessa hipótese, damos destaque à previsão, identificada no mercado e não prevista no Parecer 38, referente ao eventual bloqueio ou constrição dos bens dos beneficiários pela relevância econômica dos valores envolvidos para a companhia.

Nestes casos, diversas companhias optaram por prover ao beneficiário o pagamento de valores correspondentes a um valor fixo²⁹², a uma parcela²⁹³, ou à totalidade de sua remuneração mensal, visando ao cumprimento de suas obrigações e despesas²⁹⁴ ou sendo garantido todo o valor constricto²⁹⁵.

Situação semelhante foi identificada com relação à previsão de que a companhia pagaria valor equivalente à remuneração mensal do beneficiário suspenso ou afastado de seu cargo²⁹⁶.

Identificamos que há aqui um grande risco de que sejam realizados pagamentos indevidos e, embora nestes casos todas estas companhias excluam as hipóteses de indenização sugeridas pela CVM, acreditamos que seria pertinente que a CVM se aprofundasse melhor sobre o tema dos adiantamentos em seus futuros posicionamentos.

Isso porque a outra previsão sobre o tema no Parecer 38 não teve grande adesão do mercado. Assim, passamos à orientação de que pedidos de adiantamento analisem o conjunto fático-probatório disponível.

Embora seja uma recomendação importante, é digno de nota termos encontrado poucas referências ao processo de avaliação de pedidos de adiantamento, espelhando as previsões sobre a decisão da concessão de indenização no geral, com será visto abaixo. Poucas vezes foi identificada a previsão de que o órgão competente deveria analisar o conjunto-fático probatório especificamente em um pedido de adiantamento²⁹⁷⁻²⁹⁸.

²⁹² Oi S.A. previu o pagamento do valor máximo mensal de R\$100.000,00 (cem mil reais). Além disso, eventuais perdas decorrentes do bloqueio dos bens seriam ressarcidas.

²⁹³ A BRF S.A. limitou este valor a 70% da remuneração mensal do beneficiário ou R\$100.000,00 (cem mil reais), o que fosse menor. Já a Biom S.A. limitou o valor à última remuneração mensal do beneficiário ou R\$200.000,00 (duzentos mil reais), o que fosse menor.

²⁹⁴ A Linx S.A., por exemplo, exigiu em seu contrato de indenidade a apresentação do extrato bancário do beneficiário dos três meses anteriores ao bloqueio para comprovação de despesas.

²⁹⁵ Conforme contrato de indenidade da Even Construtora e Incorporadora S.A.

²⁹⁶ Foi o caso do contrato de indenidade da Afluente Transmissão de Energia Elétrica S.A., Itapebi Geração de Energia S.A. e Termopernambuco S.A.

²⁹⁷ Trata-se da BRF S.A., da Marisa Lojas S.A., Vivara Participações S.A. e Padtec Holding S.A. Curiosamente, esta última previsão é acompanhada da exigência de que o administrador apresente declaração por escrito de que acredita de boa-fé que possui legalmente direito a indenização, um controle evidentemente frágil.

²⁹⁸ Outras companhias, como Oi S.A., previram que a decisão final de enquadramento da perda como indenizável deveria avaliar o conjunto fático-probatório.

Adicionalmente, entendemos que merece destaque a previsão da Natura & Co Holding S.A. envolvendo regras de governança especiais. Assim, caso a decisão de adiantamento seja urgente, será tomada por um dos Copresidentes do Conselho de Administração, devendo ser ratificada pelo órgão. Caso o beneficiário seja um dos Copresidentes, a decisão será tomada por, em ordem sucessiva, (i) outro Copresidente; (ii) Presidente Executivo do Conselho de Administração; (iii) Presidente do Comitê de Auditoria Estatutário; (iv) Comitê de Auditoria Estatutário; ou (v) Diretor Jurídico e de *Compliance*.

Por fim, em linha com a recomendação da CVM, a maioria das companhias, quando previu hipóteses de exclusão da indenização, previu também a obrigação de restituição de valores adiantados em que se verificou, ao final, a condenação por perda não indenizável.

Nesse tópico, pertinente notar que algumas companhias foram além e incluíram também a, estranhamente ausente no Parecer 38, previsão de correção monetária²⁹⁹ e de juros e multa³⁰⁰.

7.2.3 “3. Decisão sobre a concessão de indenização”

O item 3 do Parecer 38 trata de outro aspecto central à sua temática, a decisão em si de indenização. Nesse tema, a CVM pontua ser importante que os contratos especifiquem regras claras sobre dois aspectos.

O primeiro é a definição do órgão responsável por avaliar se o pedido é ou não indenizável, seu enquadramento. Neste ponto, a previsão mais comum foi a de atribuir competência para decidir ao Conselho de Administração³⁰¹. Nesse contexto, merecem destaque as companhias que previram mecanismos adicionais de governança que auxiliassem a tomada de decisão pelo órgão.

Assim, por exemplo, a Oi S.A. previu em sua política de indenidade que sua Diretoria Jurídica daria seu parecer prévio às decisões de enquadramento. Caso a Diretoria Jurídica se entenda conflitada, este parecer será dado por especialista externo.

²⁹⁹ Foi identificada a utilização de vários índices para correção monetária: IPCA-IBGE (Afluente Transmissão de Energia Elétrica S.A., por exemplo); CDI (Even Construtora e Incorporadora S.A., por exemplo), INPC (Tupy S.A. por exemplo), IGPM/FGV (Banestes S.A. – Banco Estadual do Espírito Santo, por exemplo) e até SELIC (Marcopolo S.A.).

³⁰⁰ As políticas de indenidade da Cosan S.A. e da Rumo S.A., por exemplo, além da atualização monetária, preveem juros de 1% ao mês calculados *pro rata temporis*, e multa de 10% sobre o valor em atraso. Já o contrato de indenidade da Linx S.A. previu multa de 2%, juros de mora de 1%, e correção monetária pelo IGPM/FGV, calculado *pro rata temporis*.

³⁰¹ Como no caso da Aliance Sonae Shopping Centers S.A.

Já a decisão de enquadramento em si será dada por um Comitê Interno Ad Hoc, composto por membros da diretoria e do Conselho de Administração. As exceções à regra são as decisões de enquadramento quanto a diretores não estatutários, que serão dadas pela Diretoria Estatutária, e a hipótese de mais da metade do Conselho de Administração estar conflitado, quando o Comitê Interno Ad Hoc poderá sugerir submeter a decisão a um grupo de especialistas externo.

Mencionamos, também, a Tupy S.A., que, além de prever a emissão de parecer de sua Diretoria Jurídica na análise de todo pedido de indenização, previu a emissão de parecer complementar de seu Comitê de Auditoria caso o valor da indenização seja igual ou superior a 1% do seu ativo.

Destacamos, ainda, a Braskem S.A., que criou um Comitê de Conformidade especificamente voltado para dar seu parecer sobre o enquadramento de determinada perda como indenizável antes da decisão do Conselho de Administração sobre o enquadramento³⁰².

Também foram identificados casos que retiraram do Conselho de Administração a competência para essas decisões, transferindo a decisão para a Assembleia Geral³⁰³ seja parcial³⁰⁴, seja totalmente.

A competência da Assembleia Geral para a decisão sobre a indenização foi particularmente interessante no caso da Padtec Holding S.A. Esta previu em seus contratos que a Assembleia Geral

³⁰² Este parecer é dispensado, sendo permitida a aprovação direta pelo conselho de administração (i) de taxas, emolumentos e custas processuais; (ii) de valores que não excedam R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) ou o valor equivalente em dólares; (iii) se o pagamento decorrer diretamente de obrigação já previamente assumida em contrato, acordo, transação ou termo de compromisso anteriormente autorizado pela companhia; ou (iv) se for aprovado o pagamento já no momento da aprovação do enquadramento do custo como uma despesa indenizável.

³⁰³ Vide estatuto social da Eternit S.A.

³⁰⁴ É o caso da B3 S.A., em que o Conselho de Administração é responsável por decisões envolvendo beneficiários administradores e a Diretoria, beneficiários não administradores. Também foram identificados casos que recorreram à Assembleia Geral como um terceiro julgador neutro, como o da Marisa Lojas S.A. Esta companhia prevê a possibilidade de que o beneficiário cujo pedido de indenização for negado poderá pedir parecer a escritório de advocacia independente. Caso esse parecer se posicione pelo cabimento da indenização, contrariamente ao Conselho de Administração, a decisão será remetida à Assembleia Geral. É importante, nesse aspecto, realçar como a Marisa Lojas S.A., assim como outras companhias, criou alguns mecanismos que acabam dificultando muito que um pedido de indenização seja eventualmente negado, o que entendemos que desvirtua o instituto. A Assembleia Geral também será chamada a decidir caso (i) a decisão sobre uma perda indenizável envolva mais da metade dos membros do Conselho de Administração da Companhia; (ii) haja empate na decisão do Conselho de Administração sobre o pagamento de perdas indenizáveis; (iii) o departamento jurídico emita parecer desfavorável ao pagamento e o Conselho de Administração seja favorável ao pagamento das perdas indenizáveis; (iv) a decisão sobre uma perda indenizável gere uma exposição financeira à companhia superior a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). A Braskem S.A. incluiu previsão de que o Conselho de Administração poderá delegar as decisões à Diretoria, a seu exclusivo critério. O Banestes S.A. – Banco do Estado do Espírito Santo delegou a competência para a Assembleia Geral caso a maioria dos membros do Conselho de Administração pleiteie indenização.

seria competente para julgar todos os conselheiros e diretores quando os valores envolvidos excederem, de forma isolada ou agregada, o valor de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais).

Entendemos que, considerando os já citados conflitos de interesses envolvidos, bem como os potenciais elevados valores, esta estrutura de previsão seja a que melhor versou sobre o tema, conferindo celeridade às decisões de menor impacto e dando a devida importância e transparência às de maior monta.

Nesse sentido, a própria votação em Assembleia Geral pode servir como controle do já citado risco moral, ao inserir um grau a mais de publicidade para as decisões de indenização e distanciar os administradores das decisões.

Merecem destaque, ainda, as previsões de realização prévia de auditoria quando do recebimento de um pedido de indenização de um beneficiário³⁰⁵.

Em contrapartida, muitas companhias, especialmente aquelas que adaptaram apenas seus estatutos sociais, previram apenas o órgão competente para a celebração dos contratos em si, e nada sobre a decisão de indenização.

Nesse caso, novamente a expressiva maioria das companhias conferiu esta competência ao Conselho de Administração, sendo identificados também alguns casos de aprovação pela Assembleia Geral³⁰⁶ e um especificamente pelo acionista controlador³⁰⁷, caso que parece fugir ao espírito do Parecer 38.

Identificamos também casos de companhias que designaram terceiros³⁰⁸ ou órgãos internos independentes que pudessem especificamente avaliar o tópico evitando o conflito de interesses

³⁰⁵ Foi o caso do contrato de indenidade da Afluente S.A., Itapebi Geração de Energia S.A. e Termopernambuco S.A. Todas previram que a auditoria seria realizada em conjunto pelo departamento jurídico e pela Superintendência de *Compliance*, que poderá contar com a assessoria de terceiros independentes, se necessário.

³⁰⁶ Referimo-nos aqui tanto aos casos em que cada contrato é aprovado pela Assembleia Geral, como por exemplo o contrato de indenidade da Padtec Holding S.A., quanto aos casos em que houve a aprovação do modelo pela Assembleia Geral, mas a celebração de cada contrato ficou a cargo da Diretoria, como a Companhia Energética de Pernambuco – CELPE e a Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – COELBA. Esta última hipótese foi particularmente comum no período pré-Parecer 38.

³⁰⁷ Manguinhos S.A.

³⁰⁸ A Petrobrás Distribuidora S.A. e a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás, em seus contratos de indenidade, previram apenas genericamente a contratação de profissionais externos, que poderão atuar de forma individual ou conjunta, de reputação ilibada, imparcial e independente ou um escritório de advocacia independente para analisar o pedido de indenização como forma de evitar conflitos de interesse. O Banestes S.A. – Banco do Espírito Santo indicou que em situações excepcionais, por deliberação fundamentada e justificada do Conselho de Administração, a companhia poderia contratar profissionais externos ou escritório de advocacia para analisar o pleito. Contudo, não são dados maiores detalhes sobre o que se considerariam situações excepcionais.

como um Comitê de Governança e Indicação³⁰⁹, Comitê de Gente³¹⁰, Comitê de Pessoas e Governança³¹¹. Acreditamos que estes mecanismos de governança adicional sejam alternativas interessantes a endereçar o conflito de interesses e poderiam ser estimuladas pela CVM.

Em linha com esta última análise, passamos ao segundo aspecto que a CVM recomenda que seja objeto de regras claras. Fazemos referência à definição dos procedimentos que serão adotados para afastar a participação dos administradores conflitados.

Nesse sentido, é digno de nota o não esclarecimento da CVM sobre quais administradores deveriam ser impedidos de participar das decisões. A orientação dada é a de que caberá “aos administradores” avaliar, no caso concreto, a existência de conflito de interesses e a necessidade de adoção de procedimentos adicionais para proteger a independência das deliberações sobre a indenização, bem como garantir que sejam tomadas no interesse da companhia.

Esta recomendação, em particular, parece um pouco confusa, não ficando claro quais administradores ficarão responsáveis por fazer essa análise. Como bem perceberam algumas companhias, não apenas o beneficiário que faz o pedido de indenização deveria ser afastado do processo decisório, como também todos aqueles que podem ser afetados pela decisão por estarem envolvidos no mesmo fato gerador da indenização³¹².

Assim, o texto do Parecer 38 abre espaço para previsões de que caberia apenas ao próprio beneficiário conflitado fazer este controle³¹³. Dada a natureza da decisão, o mais lógico seria o que esse tipo de controle fosse externo à pessoa conflitada em linha com as alternativas acima descritas.

Em regra, o órgão apontado para a análise foi o Conselho de Administração, ressalvadas as companhias que adotam procedimentos adicionais de governança.

Nesse aspecto, o Parecer 38 recomendou procedimentos como o encaminhamento para deliberação em Assembleia Geral nas situações em que: (i) mais da metade dos administradores sejam beneficiários diretos da deliberação; (ii) houver divergência de entendimento sobre o enquadramento do ato como indenizável; ou (iii) a exposição financeira da companhia for significativa.

³⁰⁹ Conforme estatuto social e política de indenidade da B3 S.A.

³¹⁰ Conforme contrato de indenidade da CVC Brasil Operadora de Viagens S.A.

³¹¹ Como previsto na política de indenidade da Embraer S.A.

³¹² Por exemplo, a Technos S.A., em seu contrato de indenidade.

³¹³ Caso da política de indenidade da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A – Usiminas.

Foram encontrados diversos casos de transcrições da enumeração acima. Embora consideremos, no geral, positiva a adoção da recomendação de um Parecer de Orientação, neste caso em particular, como trata-se de conceitos bastante abertos, teria sido proveitoso ver mais previsões específicas à realidade de cada companhia e não meras transcrições.

Assim, não foi comum encontrar melhores conceituações sobre qual o grau de divergência que justificaria a adoção dessas práticas³¹⁴ ou sobre o que configura exposição financeira significativa³¹⁵.

Pior que isso, é importante registrar que, muitas vezes, a previsão ficou aquém do sugerido pela CVM, sendo mencionado apenas que o Conselho de Administração deveria garantir que as condições de indenização estivessem no melhor interesse da companhia e evitar que as deliberações ocorressem em situação de conflito de interesse.

Ao mesmo tempo, ressaltamos que também com relação a essa previsão e às hipóteses elencadas acima, ao invés de remeter a decisão para Assembleia Geral, por vezes a responsabilidade pela decisão foi atribuída a comitês internos³¹⁶, ou até mesmo profissionais externos à companhia³¹⁷.

Mais uma vez, veem-se o interesse e a aptidão do mercado para criar mecanismos de controles internos mais robustos, inspirados pela orientação da CVM. Para além de reforçar o

³¹⁴ Tecnisa S.A., em sua política de indenidade, definiu esta divergência como os casos de empate, decisão por voto de qualidade do presidente do Conselho de Administração ou decisão por um voto.

³¹⁵ A B3 S.A. definiu exposição financeira como 1% do seu patrimônio líquido no exercício social imediatamente anterior). Já Marisa Lojas S.A. previu a tomada de decisão pela Assembleia Geral sempre que o valor a ser pago for de, ao menos, R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). Itapebi Geração de Energia S.A., Termopernambuco S.A. e Afluente definiram exposição financeira significativa quando o valor for superior a 2% do valor da companhia de acordo com a cotação média de suas ações em bolsa ao longo do mês imediatamente anterior ao da apresentação do pleito de indenização. Estas foram as únicas companhias que foram além da simples previsão de a exposição financeira ser relevante considerando os valores envolvidos. Entendemos que, destes critérios, o mais adequado a aferir o impacto sobre as finanças de uma companhia foi a proposta pela B3 S.A., que a indexou com base em suas demonstrações financeiras por ser mais condizente com a realidade econômica da companhia.

³¹⁶ Estes comitês receberam variados nomes. BRF S.A. e Tecnisa S.A. o chamaram de Comitê Especial, composto por membros independentes do Conselho de Administração. A B3 S.A. o chamou de Comitê Ad Hoc, composto por membros externos e independentes escolhidos pelo Conselho de Administração ou pelo Coordenador do Comitê Ad Hoc, caso os conselheiros estejam conflitados. A Oi S.A. também o chamou de Comitê Ad Hoc e, especificamente neste caso, vale menção ao fato de que estariam dispensadas de aprovação da indenização as despesas que já tivessem sido enquadradas e que sejam (i) taxas, emolumentos e custas processuais; (ii) inferiores a R\$ 1 milhão por indenização ou indenizações da mesma natureza; ou (iii) decorrente de obrigação já previamente assumida em contrato, acordo, transação ou termo de compromisso anteriormente autorizado.

³¹⁷ Natura & Co Holding S.A. remeteu a decisão a um conselheiro independente de outra companhia aberta. Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP mencionou genericamente a tomada de decisão por profissional externo à companhia.

impacto de Pareceres de Orientação, isto pode levar a uma reflexão na própria autarquia, que pode ela mesma orientar a adoção de práticas semelhantes.

Encerramos a análise deste item 3 mencionando que é também sugerido que a decisão de indenização considere a razoabilidade dos valores envolvidos, assim como todas as informações necessárias e disponíveis no momento para avaliar a adequação da concessão de indenização.

Por vezes, foram identificadas menções gerais a esta orientação, exatamente de cobertura apenas por despesas razoáveis³¹⁸, ou menção geral à análise das informações necessárias e disponíveis³¹⁹. Entretanto, como já mencionado, poucas foram as vezes em que encontramos previsões que fossem mais a fundo sobre os parâmetros e critérios para análise dos pedidos de indenização³²⁰.

Neste aspecto, a crítica deve ser direcionada aos próprios participantes do mercado, que falharam em endereçar uma orientação em um tema crucial, devendo ter sido dada maior transparência e previsibilidade ao procedimento decisório.

7.2.4 “4. Termos e condições do contrato”

Este item 4 ressalta a importância da transparência dada ao conteúdo dos contratos de indenidade, de modo que os acionistas possam avaliar as possíveis consequências patrimoniais para a companhia, e, conforme o caso, tomar as providências que entenderem cabíveis.

É mencionado, ainda, que a CVM considera que o envolvimento dos acionistas na decisão sobre a celebração de contratos de indenidade poderia mitigar essas preocupações. Os exemplos dados são de o Estatuto Social prever a possibilidade de indenizações ou da submissão dos termos e condições das minutas dos contratos à Assembleia Geral.

³¹⁸ Como no caso do contrato de indenidade registrado pela Allied Tecnologia S.A., embora não haja uma definição do que seja uma despesa razoável. Oi S.A. menciona em sua política de indenidade que a razoabilidade será definida com base nos padrões aplicáveis a casos semelhantes.

³¹⁹ Conforme contratos de indenidade de Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica – CEEE-D e Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-GT, do mesmo grupo econômico.

³²⁰ Foi o caso da política de indenidade da B3 S.A. Nesse caso, a razoabilidade do pagamento de honorários advocatícios seria decidida pela maioria dos membros do órgão responsável tendo como fundamentação a sua experiência e os parâmetros do mercado; no caso de multas, seriam considerados razoáveis os valores objeto da condenação; e no caso de acordos, seriam considerados como razoáveis os valores mínimos aceitáveis pelo órgão regulador ou pela administração pública. A Linx S.A. previu no contrato de indenidade que a indenização somente ocorreria se o valor fosse razoável e dentro dos padrões aplicados a casos semelhantes. A Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP mencionou a análise do conjunto-fático probatório, em linha com o recomendado pela CVM para decisões de adiantamento de pagamentos.

Antes de prosseguir, é importante pontuar que, conforme ressaltado sobre a diferença das previsões em Estatutos Sociais e em contratos de indenidade, estes dois exemplos representam dois graus extremamente diferentes de participação e conhecimento dos acionistas sobre o procedimento indenizatório e não deveriam ser equiparados para fins de mitigação das preocupações da CVM.

Em seguida, a CVM recomenda que ao menos algumas informações sejam divulgadas. Muitas delas já haviam sido mencionadas nos itens precedentes³²¹, o que demonstra a preocupação da autarquia com esses temas. Já tendo tratado deles anteriormente, este subitem se dedicará às novidades deste item 4.

A primeira delas é a indicação sobre se há previsão estatutária sobre a indenidade e, em caso afirmativo, seus termos. Esta é mais uma orientação cujo objetivo não compreendemos totalmente.

Vemos pouca utilidade em o contrato fazer remissão ao conteúdo de um documento cuja previsão é muito mais simples que o conteúdo do próprio contrato. Se a intenção é facilitar que acionistas verifiquem se o contrato de indenidade viola o Estatuto Social, há pouco ganho prático em transcrever o seu conteúdo para dentro do contrato de indenidade.

Esta não nos parece que deveria ser uma das prioridades da CVM. Assim também parece ter entendido o mercado, já que não foram encontrados contratos que entrassem em muitos detalhes sobre a previsão estatutária, quando chegavam fazer remissão a ela³²².

A recomendação subsequente, por sua vez, é uma das mais importantes de todo o Parecer 38, qual seja, a indicação do valor limite para a indenização oferecida. Contudo, apesar da pertinência de haver um limite, esta se mostrou previsão incomum.

³²¹ Foram eles os seguintes itens: “d) os administradores que poderão celebrar contrato de indenidade com a sociedade; e) as hipóteses excludentes do direito à indenidade; f) os tipos de despesa que poderão ser pagas, adiantadas ou reembolsadas com base no contrato; e g) os procedimentos relativos às decisões quanto ao pagamento, reembolso ou adiantamento de despesas decorrentes do compromisso de indenidade, indicando: (i) órgão da companhia que será responsável pelas decisões referentes à sua concessão; e (ii) as regras e os procedimentos que serão adotados para mitigar conflitos de interesses, garantir a independência das decisões e assegurar que sejam tomadas no interesse da companhia”.

³²² Foram encontradas 9 (nove) companhias que fizeram remissão à existência de previsão em seu estatuto social da possibilidade de celebração de contratos de indenidade, mas nenhuma que tenha entrado em detalhes quanto à previsão. Há aqui uma diferença entre o total de companhias que registraram contratos de indenidade e, ao mesmo tempo, continham previsões sobre o tema em seu estatuto social, 14 (quatorze), conforme verificado na Tabela 6.7 do Apêndice B.

Com relação aos limites efetivamente previstos, é interessante notar como comprovam, em números, a relevância econômica da celebração de contratos de indenidade para uma companhia aberta delineada no Capítulo 4.

Nesse sentido, registra-se terem sido identificados os seguintes limites: R\$1.850.000,00³²³; R\$20.000.000,00³²⁴; R\$80.000.000,00, a serem divididos entre todos os administradores³²⁵; R\$90.000.000,00, a serem divididos entre todos os administradores, R\$100.000.000,00³²⁶; R\$100.000.000,00 anuais, a serem divididos entre todos os administradores³²⁷; o maior valor entre a apólice de Seguro D&O e USD 50.000.000,00³²⁸; US\$ 80.000.000,00³²⁹; R\$ 673.608.000,00³³⁰; e U\$ 500 milhões³³¹.

A última cláusula contratual cuja divulgação é recomendada pelo Parecer 38 é o período de cobertura que poderá ser abrangido pelo contrato. Esta foi uma das previsões mais uníssonas, ainda que não houvesse recomendação de qual devesse ser o prazo.

Os agentes do mercado, em essência, ofereceram indenização por despesas decorrentes de fatos ocorridos durante a gestão do administrador e daqueles praticados por gestões passadas, mas cuja responsabilidade recaía sobre eles.

Com relação ao momento em que ocorridos, foram abarcados também fatos ocorridos antes da publicação da política ou celebração do contrato de indenidade. O enfoque, assim, era subjetivo, na responsabilidade do agente independentemente do recorte temporal. Este elemento é problemático sob a perspectiva do conflito de interesses, conforme se retomará na análise do caso da JBS S.A. no Capítulo 10, abaixo.

³²³ Conforme contratos de indenidade da Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica – CEEE-D e Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-GT, do mesmo grupo econômico.

³²⁴ Conforme contrato de indenidade da CVC Brasil Operadora de Viagens S.A.

³²⁵ Conforme política de indenidade da Companhia de Gás de São Paulo – COMGÁS.

³²⁶ Estipulado pelo contrato de indenidade da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP.

³²⁷ Conforme política da Rumo S.A.

³²⁸ Previsão da Linx S.A. em seu estatuto social.

³²⁹ Previsto pela política de indenidade da Cosan S.A.

³³⁰ Como extraído do contrato de indenidade da Petrobrás Distribuidora S.A.

³³¹ Como extraído do contrato de indenidade da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás.

Quanto ao prazo em si, em regra, a vigência se estendeu pelo período de 5 (cinco)³³² a 10 (dez)³³³ anos contados da data do fim do mandato; até o trânsito em julgado das ações em curso³³⁴; ou até a prescrição do evento indenizável³³⁵, o que fosse maior.

Fica evidente, portanto, o interesse do mercado como um todo de oferecer a maior vigência possível, visando abarcar todas as perdas potencialmente incorridas por administradores. Este fato está em linha com a importância, já mencionada, dada pelo mercado ao contrato de indenidade como meio de retenção e atração de administradores.

Contudo, interessante pontuar que também foi encontrada a hipótese de fim da vigência por rescisão do contrato em caso de demissão por justa causa³³⁶ ou em caso de condenação por evento não indenizável³³⁷, ambas previsões interessantes do ponto de governança e do risco moral e que poderiam ter abrigo no próprio Parecer 38.

Em seguida, é recomendado que a celebração de um contrato de indenidade seja respaldada por prévio parecer da Diretoria e aprovado pelo Conselho de Administração, que descreva os fundamentos de acreditar não haver conflito de interesses na celebração. Por mais pertinente que seja essa previsão, infelizmente, essa recomendação pouco ressoou entre os agentes do mercado³³⁸.

Chamamos a atenção para o caso da CVC Brasil Operadora de Viagens S.A., em que foram efetivamente divulgados os próprios pareceres elaborados pelo Comitê de Gente e pela Diretoria respaldando a celebração de contratos de indenidade com diretores³³⁹.

Assim, o conteúdo deste parecer demonstra não ter havido um mero cumprimento formal da recomendação da CVM, mas a sua internalização de fato pelos órgãos da companhia, inclusive pelo próprio Conselho de Administração.

³³² Vide estatuto social da Linx S.A.

³³³ Como no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A.

³³⁴ Vide CVC Brasil Operadora de Viagens S.A.

³³⁵ Caso de Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A.

³³⁶ Novamente, como no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A.

³³⁷ Conforme extraído do contrato de indenidade da B3 S.A.

³³⁸ Como no caso do contrato de indenidade da Allied Tecnologia S.A. e da Vivara S.A.

³³⁹ De acordo com os pareceres, o contrato se justificaria por terem sido identificados indícios de erros nas demonstrações financeiras da companhia de 2019. Assim, os contratos estariam restritos a este tema. Nestes pareceres foi identificado que o Comitê de Gente e a Diretoria recomendaram que o contrato eventualmente celebrado excluísse as hipóteses de indenização sugeridas pela CVM, que fosse prevista a possibilidade de adiantamentos e que fosse garantida a não participação dos beneficiários no processo decisório do Conselho de Administração.

Para além desse caso, também com relação a esta recomendação, foi identificado o surgimento espontâneo de outras formas de governança no mercado, com a exigência de pareceres prévios jurídicos, como já indicado acima³⁴⁰.

A última recomendação feita diz respeito ao registro de contratos de indenidade na CVM. Com relação a esse ponto, é oportuno pontuar, de início, que poucas companhias que divulgaram ter celebrado contratos de indenidade no período anterior ao Parecer 38 os registraram após a criação do campo no sistema Empresas.Net³⁴¹. A grande maioria não acatou a sugestão³⁴².

Cabe mencionar, também, que poucas companhias registraram os contratos individuais que foram efetivamente celebrados com beneficiários³⁴³. Isto é, a grande maioria registrou apenas o modelo que poderia ser no futuro celebrado, sem a indicação da contraparte.

Esse fato é relevante na medida em que retira parte da transparência e previsibilidade que poderiam ser atingidas com os registros dos contratos. Sem saber com quem eles são celebrados, os acionistas têm menor capacidade de aferição dos riscos na atuação da companhia.

Assim, entendemos que o mais adequado seria a CVM ter recomendado o registro de todos os contratos celebrados, ainda que em complemento aos modelos, como algumas companhias fizeram³⁴⁴, ou que ao menos criasse alguma forma alternativa de indicação dos beneficiários.

Ainda com relação ao registro dos contratos, notamos que 27 companhias optaram por não o fazer, mas divulgaram no item 12.11 do Formulário de Referência sua celebração. Este número é praticamente idêntico ao de companhias que os registraram, 28. Preocupados com o tema,

³⁴⁰ A Marisa Lojas S.A. previu em sua política de indenidade que as decisões do Conselho de Administração deveriam ser embasadas por parecer do departamento jurídico. A Tupy S.A. remeteu a competência para emitir o parecer para sua Diretoria jurídica. O Banco do Nordeste S.A., por sua vez, apresentou previsão semelhante com relação à sua superintendência jurídica. Já a Technos S.A. previu a emissão de opinião formal por escrito de seu departamento jurídico e a possibilidade de contratação de uma opinião legal externa. Por sua vez, Tecnisa S.A. previu a contratação de assessor jurídico externo para dar seu parecer sobre a demanda.

³⁴¹ Foi o caso apenas de BRF S.A. e Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A.

³⁴² Foi o caso tanto de companhias que chegaram a celebrar e registrar novos contratos após o Parecer 38, que foram Afluente Transmissão de Energia Elétrica S.A., Banestes S.A. Banco do Espírito Santo (conforme analisado no Capítulo 4) e Neoenergia S.A. (que, ao aprovar o contrato, mencionou que representava “novo modelo de contrato de indenidade”, em relação ao aprovado em 2009, muito embora não tenha sido identificado o anterior); quanto àquelas que somente fizeram menção à celebração de contratos de indenidade no período pré-Parecer 38, são elas Braskem S.A., Paranapanema, CELPE, COELBA, COSERN, Dohler. A Concessionária Auto Raposo Tavares S.A., por sua vez, aprovou contratos antes e após o Parecer 38 e nunca registrou nenhum.

³⁴³ Foram elas: a Bahema Educação S.A., Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica – CEEE-D, Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica – CEEE-GT.

³⁴⁴ Foi o caso, por exemplo, de Allied Tecnologia S.A.

estendemos a pesquisa para outros documentos societários, de modo a identificar quais companhias teriam efetivamente celebrado tais contratos.

Dessa forma, é importante mencionar que, por vezes, identificamos a aprovação de contratos em Assembleia Geral³⁴⁵ ou reuniões do Conselho de Administração³⁴⁶ que nunca vieram a ser registrados na CVM.

Chamou a atenção, em particular, o caso da Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar. Esta divulgou em diversas atas do Conselho Fiscal ter sido feita análise prévia da celebração de contratos de indenidade, mencionando-se a realização de estudos e a análise dos contratos divulgados por outras companhias.

Além disso, divulgou a aprovação pelo Conselho de Administração de contratos e política de indenidade, mas nunca registrou nenhum deles na CVM. Isto é, há uma grande preocupação e interesse pelo tema na companhia, mas ela optou por não divulgar seus documentos.

Com base nestes elementos, concluímos, então, que a influência do Parecer 38 sobre a divulgação em si de contratos celebrados não é grande. Do contrário, seria possível ter para análise mais que o dobro do número de contratos atualmente registrados.

Aqui há um claro espaço para que a CVM seja mais incisiva em sua recomendação e procure incentivar o registro dos contratos. Reforçamos mais uma vez a importância da transparência representada pela divulgação dos termos dos contratos de indenidade para conhecimento do mercado.

Com base nos elementos analisados neste item 7.2, por meio da análise qualitativa, foram identificados, na prática, os efeitos de se orientar via Parecer de Orientação.

Ao mesmo tempo em que nem todas as recomendações foram seguidas, muitas companhias foram muito além da orientação dada. Mediante nossa análise, concluímos que há, sim, grande influência do Parecer 38 sobre a postura das companhias, ainda que essa influência seja imperfeita.

³⁴⁵ A única nesta condição que não havia também divulgado no Formulário de Referência foi a Concessionária Auto Raposo Tavares S.A.

³⁴⁶ Além da Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar, citada a seguir, as companhias que aprovaram contratos de indenidade nestas condições e que não haviam também divulgado no Formulário de Referência foram: Caixa Seguridade Participações S.A., e Melnick Desenvolvimento Imobiliário S.A. Esta última anexou o modelo de contrato de indenidade à ata da reunião do Conselho de Administração que o aprovou, mas não o registrou. Menciona-se também a Atom Empreendimentos e Participações S.A., que aprovou sua política de indenidade em reunião do Conselho de Administração, mas nunca a registrou.

Esta análise soma-se à análise quantitativa. Embora os números absolutos ainda não sejam elevados, controlando os dados para todos os fatores analisados foi possível identificar que uma parcela considerável e crescente de companhias abertas demonstrou ser influenciada pela edição do Parecer 38.

Assim, com base neste capítulo e em todos os conceitos analisados até aqui, acreditamos ter demonstrado a capacidade da CVM de induzir condutas via Parecer de Orientação, comprovando a tese desenhada ao longo desta Parte II.

Se a CVM pode, deve e consegue fazê-lo, resta entender, então, por que a CVM quase não o faz.

PARTE III: A (NÃO) EDIÇÃO DE PARECERES DE ORIENTAÇÃO

8 “POR QUE A CVM NÃO EDITA MAIS PARECERES DE ORIENTAÇÃO?”

Superados entendimentos em contrário em relação à nossa tese, um questionamento se torna latente. Se realmente a CVM pode utilizar o Parecer de Orientação para induzir boas práticas como um mecanismo de *soft law*, se ela de fato deve fazê-lo, e se ela efetivamente pode ter sucesso nestas empreitadas, então por que ela não edita mais Pareceres de Orientação?

Para além do auto evidente fato de que a CVM, em 46 (quarenta e seis) anos, editou apenas 39 (trinta e nove) Pareceres de Orientação, lembramos que (i) que ela havia editado 602 (seiscentos e duas) instruções e 800 (oitocentas) deliberações até a edição do Parecer 38; (ii) que, entre a edição dos Pareceres 38 e 39, foram editadas 25 (vinte e cinco) novas Instruções, 74 (setenta e quatro) Deliberações e 57 (cinquenta e sete) Resoluções; e (iii) que a CVM, já passou anos sem editar um novo Parecer de Orientação, sendo o período de 7 (sete) anos entre os Pareceres 37 e 38 o mais longo sem fazê-lo.

Em um certo sentido, essa pergunta pode ser respondida com o conceito de fundo que permeia essa tese desde o primeiro capítulo, isto é, de que a edição de Pareceres de Orientação depende das estratégias regulatórias adotadas por cada composição do Colegiado, de sua opinião sobre o arcabouço regulatório da autarquia.

Contudo, é fundamental ir além da resposta óbvia e, em certa medida, simplista, e tentar aprofundar essa questão. Somente assim será possível compreender com maior propriedade a edição de Pareceres de Orientação nos termos aqui propostos e avaliar se a CVM eventualmente poderá fazê-lo.

Para essa análise, acreditamos que seria inocente tentar conjecturar apenas por meio de inferências da leitura de documentos da CVM. Dessa forma, aproveitamos a oportunidade criada pelas entrevistas realizadas neste trabalho para propor aos entrevistados a pergunta que dá nome a este capítulo e levantar as hipóteses a seguir elencadas.

No entanto, e é importante que se registre, não existe uma resposta em concreto para essa pergunta; não há um motivo específico ou alguma crítica em particular. Há apenas possibilidades e opiniões, ou seja, hipóteses.

Assim sendo, por questões de honestidade intelectual, optamos por não atribuir as hipóteses a seguir analisadas a nenhuma entrevista em particular. Pedimos nas entrevistas apenas que nos

ajudassem a levantar hipóteses e acreditamos que não seria adequado vincular alguém nominalmente a estas conjecturas. Passemos agora, então, às possibilidades aventadas.

8.1 Agenda regulatória

Neste tópico, encontram-se duas hipóteses distintas, a utilização direta de outros instrumentos regulatórios para orientação; e as dificuldades de a CVM conciliar a edição de Pareceres de Orientação com a elaboração de outros instrumentos regulatórios.

O primeiro ponto poderia ser exemplificado, de início, com como certas questões, especialmente na época inflacionária, acabaram sendo reguladas por outros instrumentos, em especial Deliberações ou até mesmo Instruções, quando a CVM pretendesse dar uma carga normativa mais intensa que um Parecer de Orientação. Estes são temas que, como visto na Parte I, poderiam ser objeto de um Parecer de Orientação.

Pode-se mencionar também a concorrência pela função de orientação com as Notas Explicativas, que servem primordialmente como uma exposição de motivos para a edição de uma Instrução, com forte conteúdo de orientação, de modo semelhante a um Parecer de Orientação.

Contudo, o instrumento que mais foi mencionado em nossas conversas foram os Ofícios-Circulares. Ausentes da Deliberação 01/78, eles adentraram a lista de mecanismos regulatórios à disposição da CVM prevista na Resolução 01/20, analisada no capítulo a seguir.

De acordo com o texto da norma, os Ofícios-Circulares representam atos provenientes das superintendências que se destinam a dar orientações, recomendações e diretrizes, cujo não atendimento não implique aos destinatários consequências jurídicas, efetivas ou potenciais, quanto à forma de cumprir as obrigações previstas em Resoluções, Instruções Normativas, na Lei 6.404/76 ou na Lei 6.385/76. A semelhança com Pareceres de Orientação é evidente.

Em uma espécie de discussão de ovo e galinha, não foi possível precisar se o Colegiado edita poucos Pareceres de Orientação por influência da maior edição de Ofícios-Circulares ou se os Ofícios-Circulares preenchem uma lacuna deixada pela não edição de Pareceres de Orientação. Fato é, porém, que ambos podem servir a propósitos semelhantes.

Esse aspecto é realçado pelo fato de que os principais Ofícios-Circulares, não são propriamente substituídos, e sim atualizados a cada ano, com o destaque de quais são as novas orientações incluídas naquela versão em particular. Há, dessa forma, uma sedimentação e

agregação de diretrizes, a acumulação de entendimentos ao longo do tempo, que tem a função de servir de cartilha para os agentes do mercado, tendo grande valia para sua orientação.

Dentre os Ofícios-Circulares, ganham particular relevo os Ofícios-Circulares da SNC, que concentram as orientações para elaboração de demonstrações financeiras e documentos contábeis de companhias abertas. Estes Ofícios-Circulares são, de fato, extremamente semelhantes aos Pareceres de Orientação que tratam do tema, como os Pareceres 15 e 39, acima citados.

Ao lado destes, citamos os Ofícios-Circulares da SEP, que compilam as decisões do Colegiado, a jurisprudência acumulada da CVM e algumas orientações e decisões da própria área técnica. Aqui também há forte paralelo com Pareceres de Orientação, em especial no sentido da orientação via consolidação de entendimentos.

A orientação dada pelas áreas técnicas é um fator determinante na orientação das condutas dos agentes no mercado porque são elas as intérpretes primárias das normas. São as áreas técnicas que estabelecem o primeiro e o mais constante contato com entes regulados, analisando e interpretando as normas e definindo como elas serão cobradas destes agentes.

Deve ser destacado também que, quando uma orientação está contida em um Ofício-Circular, muitas vezes o ente regulado tem mais consciência de seu teor não normativo, de que se trata apenas de uma interpretação da área técnica e que terá a oportunidade de convencer o Colegiado da regularidade de sua própria interpretação da norma.

Estes elementos fariam com que o Colegiado se sentisse confortável para deixar a maior parte das interpretações a serem feitas pela área técnica, justamente para não engessar demais as orientações aos entes regulados e para que os particulares saibam que é possível que se vá contra aquela orientação caso represente uma boa inovação.

Para a área técnica, essa situação também é positiva, pois significa que ela pode dar a sua interpretação e não está acabando com toda a inovação que surgir no mercado; ela sabe que qualquer um que esteja disposto a convencer a CVM pode desafiar aquela interpretação e levar a questão ao Colegiado.

Dessa forma, nessa dinâmica, a área técnica dá sua opinião, o ente regulado a questiona e leva o tema ao Colegiado, e o Colegiado tem a oportunidade de dar a sua opinião a respeito de uma mesma regra.

A segunda hipótese contida neste subitem 8.1 diz respeito às dificuldades operacionais de se editar um Parecer de Orientação. Em primeiro lugar, trata-se de instrumento regulatório que causa certo estranhamento por sua natureza interpretativa, não normativa, ressaltada acima.

Há sempre o receio da cristalização de uma interpretação que possa se mostrar equivocada. Esse desconforto é realçado pelas polêmicas que podem surgir com a edição de um Parecer de Orientação, como no caso do Parecer 35.

Além disso, como visto no Capítulo 2, as discussões referentes à elaboração de Pareceres de Orientação concorrem com a edição de todos os demais instrumentos do arcabouço regulatório da CVM.

O tempo, que já precisa ser partilhado com outras funções como sessões de julgamento e elaboração de votos, é um recurso escasso e, em geral, a edição de novas normas e a atualização de antigos regramentos acaba sendo a prioridade.

Ademais, é necessário que haja grande consenso para que se cristalize um entendimento via um Parecer de Orientação. Um Parecer de Orientação sobre um assunto controverso que tivesse sido aprovado de modo não consensual não teria o mesmo poder de influência do que o mesmo parecer aprovado com unanimidade³⁴⁷.

A eficácia de um Parecer de Orientação para orientação do mercado depende puramente do convencimento dos entes privados. Esse efeito diminui se o Parecer de Orientação não tiver sido unânime, já que o consenso faz parte de sua autoridade. Porém, essa unanimidade não é simples de ser atingida, em especial em temas controversos.

8.2 Contexto histórico

Outra hipótese que surgiu foi a de que o mercado, a doutrina e a própria CVM teriam evoluído e mudado muito ao longo do tempo, o que ajudaria a explicar não apenas a pouca edição de Pareceres de Orientação, mas também a redução da sua utilização ao longo dos anos.

³⁴⁷ Neste ponto, é pertinente fazer a ressalva de que os Pareceres de Orientação não são divulgados com a indicação de sua votação ter sido unânime ou não. Contudo, entendemos que isto não afaste esta ponderação, na medida em que se trata de informação que poderia vir ao conhecimento do mercado e, principalmente, que tem implicações na forma como o Parecer de Orientação será aplicado. Nesse sentido, é importante lembrar o ocorrido com o Parecer 34 e o caso Telemar.

Assim, após mais de quarenta anos da edição da Lei 6.404/76, é de se esperar que já haja um acervo bibliográfico rico sobre as questões teóricas, não cabendo à CVM concorrer com o setor privado e traçar comentários à Lei 6.404/76.

Ao mesmo tempo, as próprias questões levadas à discussão perante a CVM mudaram ao longo do tempo. Com o avanço da interpretação da lei pela CVM e pela doutrina, temas mais elementares como os critérios para estipulação do preço em um aumento de capital, objeto dos Pareceres 01 e 05, se consolidaram.

Assim, abre-se espaço a discussões mais substanciais, especialmente concentradas em questões comportamentais, como ligadas à responsabilidade fiduciária do administrador, do auditor, e especialmente julgamentos sobre juízos de valor. Estas discussões seriam mais afeitas à doutrina, enquanto a CVM orientaria a aplicação em particular de dispositivos.

É relevante mencionar também que, no início da atuação da CVM, havia uma relação particular da CVM com o extinto Ministério da Fazenda. Um dos diretores era indicado pelo Ministério da Fazenda e havia, assim, uma grande vivência, proximidade com o que ocorria no Ministério da Fazenda e na Receita Federal. Esta era extremamente ativa na publicação de pareceres, tendo chegado a publicar mil pareceres em um ano.

Havia, assim, um processo de orientação muito grande através destes mecanismos. Isto é, nos primórdios da atuação da CVM, havia uma cultura pela publicação de pareceres no geral que teria influenciado a atividade regulatória da autarquia.

8.3 Jurisprudência

Outra questão que surgiu em nossas entrevistas foi a adoção do modelo de orientação por meio de votos, a construção de doutrina e arcabouços conceituais e a consolidação de entendimentos através da construção de jurisprudência em processos administrativos, sancionadores ou não. Essa seria uma forma mais simples, menos solene de orientar o mercado.

A aproximação do Parecer de Orientação com a jurisprudência já foi por diversas vezes mencionada neste trabalho. Embora represente uma interpretação em tese, em abstrato da norma, ele ainda é uma interpretação, tal qual se interpretam normas em julgamentos.

Além disso, como analisado no Capítulo 3, por mais que se trate de interpretações gerais de normas, por vezes os Pareceres de Orientação derivam de experiências concretas, de casos

particulares. Nestas situações, é difícil que se trate de um problema tão amplo que não possa ser endereçado via jurisprudência.

Além da interpretação das normas, realçamos como também por meio da jurisprudência a CVM faz a consolidação de entendimentos, como mencionado acima. Dessa forma, quando o Colegiado ou algum diretor identifica a necessidade de consolidação de jurisprudência, de explicar a evolução de um determinado entendimento, isso pode ser feito através de votos. Assim, não haveria por que editar um Parecer de Orientação com esta finalidade.

Por fim, mencionamos como a utilização da jurisprudência para a orientação do mercado está muito ligada às dificuldades apontadas no subitem 8.1, acima. Este aspecto está muito ligado à dificuldade de atingimento de consentimento acima referida. Em primeiro lugar, casos concretos são mais fáceis para que se aborde um tema. Além disso, abre-se a possibilidade de que diferentes Diretores apresentem votos e suas considerações.

Outro ponto importante já mencionado diz respeito à escassez de tempo, sendo que o Colegiado é naturalmente instado a julgar processos administrativos e poderá aproveitar estas oportunidades para orientar o mercado.

A substituição pela jurisprudência, a relevância do contexto histórico e a agenda regulatória da CVM são hipóteses que giram em torno das dificuldades na edição de Pareceres de Orientação e de não ser mais necessário editar novos Pareceres de Orientação. Nos próximos capítulos, será feito um esforço de tentar endereçar estas hipóteses.

No Capítulo 9, em linha com a importância desenhada para o instituto, buscaremos delinear como ele pode desempenhar um papel que nenhum outro instrumento do arcabouço regulatório da CVM pode. Com isso, pretendemos dar mais concretude para como o Parecer de Orientação poderia estar entre as prioridades regulatórias da CVM, fazendo jus à superação das dificuldades envolvidas em sua edição.

Em seguida, no Capítulo 10, tendo como anteparo decisões da CVM, destacadamente em consultas, analisaremos como ainda há temas que possam ser objeto de Pareceres de Orientação, de modo que sua importância não estava restrita a determinado contexto histórico; e como a jurisprudência da autarquia não é um perfeito substituto a este mecanismo regulatório.

9 A SINGULARIDADE DO PARECER DE ORIENTAÇÃO

Neste capítulo, daremos início ao endereçamento das hipóteses acima elencadas para a edição de poucos Pareceres de Orientação. Assim, voltamos nossa atenção à possibilidade de que outros instrumentos regulatórios desempenhem a função de orientação e ao fato de que, dadas as dificuldades da edição de um Parecer de Orientação, isto acaba não sendo uma prioridade. Com relação a este último aspecto, é importante fazer uma ressalva.

Temos plena consciência de que a CVM tem à sua disposição recursos limitados, não apenas de tempo, mas também de orçamento e de pessoal. Sabemos também que a autarquia, muito em função da necessidade de renovar seu arcabouço regulatório por completo por força do Decreto 10.139/19, tem atualmente uma agenda regulatória pesada. Por fim, reconhecemos que há complexidades envolvidas na edição de Pareceres de Orientação.

Por esse motivo, este capítulo, em linha com o objetivo deste trabalho, não visa nem tecer críticas à construção do arcabouço regulatório da CVM e nem elevar o Parecer de Orientação ao status de principal instrumento regulatório da autarquia.

O que pretendemos neste momento será destacar como o Parecer de Orientação é um instrumento regulatório útil e singular, o único a poder orientar o mercado na maneira proposta na Parte II, comparando-o com os demais mecanismos à disposição da CVM.

E, por meio dessa pesquisa empírica, complementar a visão e os argumentos anteriormente trazidos neste trabalho sobre como o Parecer de Orientação é uma parte relevante da regulação, podendo entrar na agenda regulatória da autarquia.

Nesse contexto, a metodologia utilizada neste capítulo será a de analisar a utilização de outros mecanismos regulatórios pela CVM como substitutos ao Parecer de Orientação. Essa análise será feita em três etapas.

Na primeira, nosso recorte será a análise de todos os instrumentos regulatórios à disposição da CVM editados até a edição do Parecer 38, penúltimo Parecer de Orientação editado. Esta escolha se justifica por buscarmos entender como se deu a edição de Pareceres de Orientação em paralelo com estes outros instrumentos regulatórios, sendo a análise com base do Parecer 39 ainda demasiado incipiente.

Instruções e Deliberações são os normativos mais editados pela autarquia. Sua previsão legal é extremamente ampla e, desta maneira, nestes dois casos, analisaremos mais a fundo a

totalidade das Instruções e Deliberações editadas em nosso recorte temporal, buscando identificar se, na prática, a CVM as utilizava para a função de orientar o mercado, conforme foi aventado nas entrevistas. Análise semelhante será conduzida com relação às Notas Explicativas, que, como visto, também servem para a explicitação do conteúdo de normas editadas pela CVM.

Como este recorte temporal não abarca a reforma promovida pela Resolução 01/20, faremos considerações sobre o impacto desta Resolução em nossa pesquisa. Nesta análise, terá destaque a hipótese da edição dos Ofícios-Circulares.

Por fim, em complemento a estas análises, traremos o exemplo do Alerta ao Mercado e como sua utilização indevida trouxe grande confusão no mercado, demonstrando a importância de se utilizar os mecanismos corretos para orientação do mercado.

9.1 Os instrumentos regulatórios da Deliberação 01/78

Iniciaremos a primeira parte de nossa análise pela edição dos atos normativos e não normativos previstos na Deliberação 01/78 até a edição do Parecer 38, seguindo a ordem da referida Deliberação.

9.1.1 Deliberação

De acordo com o Deliberação 01/78, as Deliberações tinham o condão de “consubstanciar todos os atos do Colegiado que [constituíssem] competência específica do mesmo nos termos de Regimento Interno”.

A Portaria n.º 327, de 1977, Regimento Interno da CVM vigente até 5 de março de 2021³⁴⁸ e, portanto, vigente em nosso recorte temporal, previa competir à autarquia (i) firmar Convênios ou acordos com as demais Comissões de Valores Mobiliários ou entidades similares de outros países, para a defesa, internacionalização e integração dos mercados de capitais; (ii) exercer as atividades de regulamentação, de administração, fiscalização e autorização previstas na Lei

³⁴⁸ Nesta data, foi editada a Resolução n.º 24 de 2021, que aprovou o novo Regimento Interno da autarquia. Para referência, o art. 3º do novo Regimento Interno assim trata da competência da CVM: “Art. 3º As competências da CVM estão estabelecidas na Lei n.º 6.385, de 07 de dezembro de 1976, na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e nas demais disposições legais e regulamentares aplicáveis”. A Resolução n.º 24 de 2021 já foi alterada pela Resolução n.º 40 de 2021, mas sem ajustes neste trecho.

6.385/76; e (iii) colaborar com o Governo Federal no programa de desestatização das empresas controladas por pessoas jurídicas de direito público.

Relevantes que sejam as competências elencadas em (i) e (iii)³⁴⁹, chamamos a atenção para o comando extremamente geral delineado pelo item (ii) e para a forma como as atividades ali elencadas se relacionam à presente pesquisa³⁵⁰.

A atividade de fiscalização guarda íntima relação com o exercício de poder de polícia e da função de prevenção e fiscalização, garantindo a higidez do mercado, analisadas no Capítulo 3. Ademais, também a atividade da autorização é corolário da higidez do mercado³⁵¹.

Para nossa análise, porém, chamamos a atenção particularmente para as deliberações que exercem a atividade de regulamentação. A denominação extremamente ampla fornece como única certeza que estas Deliberações, nos termos de Nelson Eirizik *et al.*, objetivam “dar fiel execução a leis”³⁵².

A maneira mais direta de dar fiel execução a “leis”, entendidas aqui em sentido amplo, é que as Deliberações criem regras com fundamento no texto de outra norma, seja ela uma Instrução, caso mais comum, uma Lei³⁵³, uma Medida Provisória³⁵⁴ ou até um Decreto-Lei³⁵⁵.

Não podemos descartar, porém, que a expressão “regulamentação” comporte também a possibilidade de orientação sobre o cumprimento de outras normas, em linha com a hipótese

³⁴⁹ Cabe mencionar que apenas a Deliberação n.º 519 de 2017 foi utilizada pela CVM para celebração de convênio e apenas as Deliberações n.º 422 de 2002, 350 de 2000, 343 de 200, 140 de 1991 e 125 de 1991 estavam inseridas no contexto de privatizações.

³⁵⁰ Exceção feita à atividade de administração. Isso porque se trata de uma atividade mais ligada à zeladoria do mercado e da atuação da própria autarquia. Por mais importante que seja à regulação do mercado, não se confunde com o Parecer de Orientação.

³⁵¹ A higidez do mercado é uma das possíveis justificativas para a intervenção estatal na economia por meio da regulação, como visto no Capítulo 4. Salientamos que a higidez não está necessariamente atrelada à tutela da informação, e sim à solidez do sistema. Constituem outras formas de tutela da integridade do sistema o controle de entrada de agentes e intermediários e a criação do fundo de garantia. DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 101–104.

³⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. p. 372.

³⁵³ Para além das Deliberações que regulamentam as Leis 6.404/76 e 6.385/76, podemos citar, a título exemplificativo, a Deliberação n.º 107 de 1991 (“Deliberação 107/91”), citada abaixo, que regulamenta a Lei n.º 8.177 de 1º de março de 1991 (“Lei 8.177/91”), e a Deliberação n.º 710 de 2013, que regulamenta a Lei 12.527 de 18 de novembro de 2011, a Lei de Acesso à Informação.

³⁵⁴ Como no caso da Deliberação n.º 71 de 1989, que regulamenta a Medida Provisória 32 de 1989, e a Deliberação n.º 776 de 2017, que regulamenta a Medida Provisória 780 de 2017.

³⁵⁵ Como no caso da Deliberação n.º 31 de 1986 (“Deliberação 31/86”), abaixo mencionada, que regulamenta o Decreto-Lei 2.283/86 e o Decreto-Lei 2.284/86.

suscitada no capítulo anterior. Isto é, que possa haver uma intersecção com a edição de Pareceres de Orientação para a definição de parâmetros de conduta, como sugerido na Parte II.

Assim, em nossa visão, a atividade de regulamentação, na verdade, pode ser dissecada em duas, quais sejam a normativa e a de orientação, a depender do tipo de relação com a norma de que trata a Deliberação. Passemos, então, à análise das Deliberações.

9.1.1.1 As deliberações

Para esta análise, foram coletadas e analisadas todas as Deliberações que já haviam sido editadas pela CVM até a edição do Parecer 38, conforme Apêndice C. Buscamos enquadrar cada Deliberação nas atividades que pudessem desempenhar conforme a enumeração do Regimento Interno citada acima. Como mencionado, a atividade de regulamentação, por sua vez, foi dividida em atividade normativa ou de orientação.

Antes de dar início à exposição da análise, assim como com relação a todas as categorizações propostas neste trabalho, uma vez mais ressaltamos que as categorias utilizadas não são estanques e, dentro de uma mesma Deliberação, poderá haver a intersecção de atividades.

Entendemos, porém, que, na prática, uma destas atividades acaba por prevalecer dentro de cada Deliberação. As situações limítrofes e os critérios para a definição da atividade nestes casos estão dispostos em notas de rodapé do Apêndice C. Feitas estas ressalvas, passamos à análise.

O primeiro elemento que merece relevo é o fato de que a atividade que ganhou maior destaque por parte da CVM na edição de Deliberações foi a de fiscalização, contabilizando o total de 265 (duzentas e sessenta e cinco)³⁵⁶. A atividade menos desempenhada pelas Deliberações, por sua vez, foi a de autorização, verificada 115 (cento e quinze) vezes³⁵⁷. A terceira atividade acima elencada, de administração, foi identificada em 166 (cento e sessenta e seis) ocasiões³⁵⁸.

³⁵⁶ Nesta análise, consideramos como desempenhando a atividade de fiscalização Deliberações que tinham por objeto alertar os agentes sobre situações que afetam a higidez do mercado, com destaque para a colocação irregular de valores mobiliários (16 vezes) e a atuação irregular de pessoas não autorizadas (19 vezes).

³⁵⁷ Sob o exercício desta atividade, classificamos toda sorte de apontamento pontual e direcionado sobre alguma forma de autorização para atuação no mercado. Assim, nesta categoria foi situada, por exemplo, a suspensão de ofertas públicas e operações com valores mobiliários, concessões e suspensões de registro, exercício de direito de subscrição, autorização e cancelamento de leilões, aprovação de realização de OPA, aquisição de ações para manutenção em tesouraria, dispensa de registro de oferta e suspensão de registro de companhia aberta.

³⁵⁸ Este tipo de atividade foi identificada em se tratando de dispositivo sobre a organização interna da própria CVM, em especial na divulgação de sua estrutura organizacional (27 vezes), e delegação de competências a áreas específicas (57 vezes).

Como indicado, temos particular interesse no exercício da atividade de regulamentação, sobre a qual nos deteremos em maiores detalhes. Somando-se as atividades de orientação e de normatização, identificamos 254 (duzentas e cinquenta e quatro) Deliberações, analisadas a seguir.

9.1.1.1.1 Deliberação e normatização

Dentro da categoria de normatização, foram incluídas as Deliberações que, regulamentando outras disposições, criavam normas próprias, como, por exemplo, aquelas que tratavam do rito de processos administrativos³⁵⁹, da celebração de termos de compromissos³⁶⁰ e do parcelamento de débitos³⁶¹.

Dentre os temas em que foi identificado o exercício da função normativa, destacamos as normas de contabilidade. Citamos, de início, 22 (vinte e duas) deliberações que tratam diretamente da elaboração de demonstrações financeiras, informações periódicas e outros temas relacionados à contabilidade de companhias abertas.

Contudo, acima de tudo, um total de 128 (cento e vinte oito) Deliberações aprovaram ou referendaram Pronunciamentos Contábeis. Conforme já analisado, muitos Pareceres de Orientação trataram sobre o tema, sendo notório, porém, que a maioria foi editada no século passado. Destes, destacamos o Parecer de Orientação n.º 24 (“Parecer 24”).

Até o ano 2000, o Parecer 24 era uma das duas únicas fontes normativas que tratavam da contabilidade dos benefícios a empregados³⁶². Este cenário mudou com a edição da Deliberação n.º 371, que referendou o pronunciamento IBRACON n.º 26, buscando a padronização com a norma internacional IAS n.º 19, editado pelo IASB³⁶³.

³⁵⁹ Como, por exemplo, a Deliberação n.º 457 de 2002 e as Deliberações que a alteram, n.º 470 de 2004, 486 de 2005, 490 de 2005, 504 de 2006, 514 de 2006, e 523 de 2007; a Deliberação n.º 463 de 2003 e a de n.º 510, que a altera; a Deliberação n.º 481 de 2004, a Deliberação n.º 323 de 1999, a Deliberação n.º 202 de 1996 e a Deliberação n.º 175 de 1994.

³⁶⁰ Como a Deliberação n.º 390 de 2001 e as Deliberações que a alteram, n.º 486 de 2005, n.º 657 de 2011 e n.º 759 de 2016.

³⁶¹ Como a Deliberação n.º 447 e as Deliberações que a alteram, n.º 467 de 2004, n.º 483 de 2005, n.º 543 de 2008 e n.º 548; e a Deliberação n.º 776 de 2017.

³⁶² GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 587.

³⁶³ Ainda que isto demonstre a clara predileção da criação de uma norma sobre a atualização de um Parecer de Orientação, não se pode deixar de apontar que também reforça a força de padronização do ecossistema de regulação contábil analisada no Capítulo 6, ainda que composto por *soft law*.

Outro tema até então abordado apenas pelo Parecer 24 era a Demonstração de Valor Adicionado. Esta se tornou obrigatória com a Deliberação n.º 557 de 2008, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 09 – Demonstração de Valor Adicionado³⁶⁴.

Assim, destacamos o Parecer 24 em particular, na medida em que não apenas trata sobre os exatos temas de Deliberações subsequentes, como representava a única previsão existente até então no arcabouço regulatório sobre estes temas.

Em meio à necessidade de atualização destes assuntos, porém, a CVM não se voltou a um novo Parecer de Orientação ou à atualização do Parecer 24, e sim a Deliberações. Assim, acreditamos que ele seja representativo da redução da utilização de Pareceres de Orientação sobre o tema.

Trazendo a análise ao presente, destacamos que, desde a entrada em vigor da já citada Lei 11.638/07, que promoveu a grande reforma conceitual no regime da regulação contábil brasileira, alterando a Lei 6.404/76, até a edição do Parecer 38, 113 (cento e treze) Deliberações foram editadas para recepção de Pronunciamentos Contábeis do CPC. Em complemento a estes, a SNC edita Ofícios-Circulares³⁶⁵ sobre aspectos particulares e técnicos das normas contábeis, como será retomado abaixo.

Para ajudar a orientar o mercado no contexto dessa reforma, a CVM editou o Parecer 37, que, como analisado, esclarece os princípios internacionais introduzidos na contabilidade brasileira pela reforma, que previam que, mais do que estar formalmente correta, a contabilidade deve representar a essência econômica de uma operação.

É notório como esta nova diretriz exige muito mais do contador, que passa a ter de entender de economia, administração e direito, entre outros, para que possa fazer a contabilidade adequada. Em seu amparo, o único Parecer de Orientação editado foi o Parecer 37.

Considerando que foi necessária uma profunda reforma na forma de realizar a contabilidade no País para que fosse destinado um único novo Parecer de Orientação sobre o tema dentro do recorte adotado, enquanto dezenas de Deliberações foram editadas, temos um indício de que a

³⁶⁴ Outras sugestões também foram dadas sob a forma do Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n.º 01/00 e CVM/SEP n.º 01/08. GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 647.

³⁶⁵ Como, por exemplo, o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2021, que traz orientações quanto a aspectos relevantes a serem observados na elaboração das demonstrações financeiras para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2020.

edição de novos Pareceres de Orientação que versem sobre o tema não é essencial e que, de fato, eles poderão ser substituídos por outras ferramentas regulatórias³⁶⁶.

9.1.1.1.2 Deliberação e orientação

Conforme mencionado acima, em tese, Deliberações poderiam ser usadas para orientação. Nossa pesquisa, então, demonstrou que, embora a grande maioria das Deliberações contivesse comandos, elas também podiam ser usadas para orientação.

O primeiro ponto de atenção nesta análise remonta à linguagem das primeiras Deliberações. Alguns dos comandos nelas contidos eram dispostos sob a denominação de “esclarecimentos”, embora não se tratasse de uma orientação de fato³⁶⁷.

Feita esta consideração inicial, foram identificadas 22 (vinte e duas) Deliberações cujo principal enfoque foi o desempenho da função de orientação da CVM³⁶⁸.

Uma das primeiras Deliberações que revela uma interpretação da CVM foi também uma das primeiras Deliberações editadas pela CVM. A Deliberação n.º 14 de 1983 (“Deliberação 14/83”) trazia a importante conceituação de que operações de derivativos que tivessem a finalidade de gerar lucro ou prejuízo previamente ajustados não seriam consideradas operações legítimas.

A Deliberação revela que, na visão da CVM, estas operações, por gerarem alterações não espontâneas do fluxo de compra e venda de um determinado valor mobiliário, representariam um

³⁶⁶ Embora fuja ao recorte temporal proposto, não seria correto nos acomodarmos com a proteção por ele criada e seria leviano fazer afirmações do gênero sem ao menos comentar a citada edição do Parecer 39. Dela, destacamos dois pontos. O primeiro é que, tal qual o Parecer 37, embora em menor escala, ele também se situa no contexto de uma inovação legal que altera o regime contábil de companhias abertas. Isto é, também foi necessário que houvesse uma relevante modificação no regime de elaboração e apresentação de demonstrações financeiras para que a CVM editasse um novo Parecer de Orientação sobre o tema. O segundo ponto, retomado na introdução ao capítulo 10, refere-se a como, muito embora dois dos últimos três Pareceres de Orientação digam respeito a demonstrações financeiras, o que, superado o primeiro ponto, poderia indicar uma nova tendência à edição de novos Pareceres de Orientação, estes dois exemplos não se amoldam à função aqui proposta para o instituto. Isto é, ainda que esteja em curso uma redescoberta do instituto dentro deste tema e que de ora em diante outros Pareceres de Orientação como estes dois serão editados, continuaria pendente a maior utilização do Parecer de Orientação na forma analisada na Parte II.

³⁶⁷ Tome-se por exemplo a Deliberação n.º 02 de 1978 (“Deliberação 02/78”), que “esclareceu” ao mercado que a oferta pública para aquisição do controle da Companhia Mineira de Eletricidade – CME formulada pela Centrais Elétricas de Minas Gerais – CEMIG era nula.

³⁶⁸ Este número não engloba situações em que havia orientações extremamente pontuais no contexto de uma Deliberação. A título exemplificativo, mencionamos como a própria Deliberação 02/78, citada acima, embora se destine a analisar uma operação particular de aquisição de controle, continha também um esclarecimento geral ao mercado de que, uma vez tornada pública uma oferta para aquisição de controle, seria considerada ilegal e prática não equitativa a divulgação “de qualquer manifestação de intenção semelhante”.

exemplo de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, prática vedada pela Instrução CVM n.º 08 de 1979, a Instrução dedicada à manipulação do mercado na regulação da CVM (“ICVM 08/79”).

Neste aspecto, cumpre mencionar, também, a Deliberação n.º 443, editada em julho de 2002 (“Deliberação 443/02”), logo antes das eleições nacionais e estaduais, mas que mantém grande atualidade. A referida Deliberação alerta os agentes do mercado que o uso de informação de resultados de pesquisas de opinião pública relativas às eleições ou aos candidatos, para conhecimento público, antes de divulgação ao público, pode caracterizar prática não equitativa, também vedada pela ICVM 08/79.

A ICVM 08/79 é uma Instrução que contém dispositivos propositalmente abertos, com o objetivo de permitir a adaptabilidade de seu conteúdo. As Deliberações 14/83 e n.º 443/02, sob a perspectiva dos agentes do mercado, representam, assim, um auxílio na concretização de conceitos tão abertos, dando maior segurança jurídica às atividades econômicas.

Do ponto de vista da CVM, a edição da Deliberação 14/83 permitiu que, mesmo antes da consolidação de sua jurisprudência, os agentes do mercado fossem desestimulados a incorrer em tais práticas, reduzindo sua incidência, facilitando a fiscalização da autarquia e contribuindo para a higidez do mercado.

Quanto à Deliberação n.º 443/02, a impossibilidade de que se aguardasse a construção da jurisprudência da autarquia era ainda mais evidente. Meses antes da realização das eleições, era necessário que se orientasse o mercado naquele momento.

Se estes parágrafos parecem familiares, não é mera coincidência. Em nossa visão, as Deliberações 14/83 e 443/02 desempenham a mesma função de Pareceres de Orientação e poderiam ter sido editadas sob esta forma.

É possível, igualmente, traçar um paralelo com a Deliberação n.º 68, editada em 1988 (“Deliberação 68/98”), que também trata de conceito aberto e comum à prática empresarial, a divulgação de fatos relevantes.

A referida Deliberação esclarece aos agentes do mercado que a conversão de créditos externos para investimento em aumento de capital, quando constituísse fato relevante, deveria ser comunicada nos termos da Instrução CVM n.º 31 de 1984³⁶⁹, que tratava do tema à época.

Também aqui temos uma orientação que ajuda a dar concretude a um conceito aberto, reduz custos de observância e proporciona maior hígidez ao mercado. Também aqui temos uma Deliberação que poderia ter sido editada sob a forma de Parecer de Orientação.

Contudo, é pertinente ressaltar que raras foram as Deliberações que se prestaram a induzir condutas no mercado e, quando existentes, é notório que foram editadas há décadas.

Portanto, embora seja sim possível afirmar que a CVM editou Deliberações para exercerem função semelhante à de Pareceres de Orientação, não se pode afirmar que este foi o caminho deliberadamente adotado pela CVM e que a Deliberação seja um adequado substituto para Pareceres de Orientação.

Mencionamos que também foram identificadas Deliberações que esclareciam a realização de procedimentos. Destas, destacam-se duas.

A Deliberação 31/86, que regulamenta os Decretos-Lei n.º 2.283/86 e 2.284/86, esclarece aos participantes do mercado como distribuir dividendos e realizar aumento de capital social no contexto da utilização do cruzado, então nova moeda nacional, como visto no item 4.2.2. A Deliberação 107/91, que regulamenta a Lei 8.177/91, por sua vez, trouxe esclarecimentos sobre as mesmas operações no contexto da desindexação da economia.

Estas Deliberações em específico exemplificam como Deliberações foram utilizadas pela CVM para a orientação do mercado na elaboração de demonstrações financeiras em períodos de transição, de grandes incertezas, de modo semelhante aos Pareceres de Orientação.

Assim, com base neste item 9.1.1, entendemos haver indícios para afirmar que dificilmente é necessária a edição de Pareceres de Orientação contendo instruções para a elaboração de demonstrações financeiras.

³⁶⁹ É importante pontuar que, em conjunto com a Instrução CVM n.º 31/84, foi editada a Nota Explicativa n.º 28. Esta nota explicativa, reconhecendo a importância da divulgação de informações ao mercado, traz uma série de exemplos de acontecimentos que dariam ensejo à divulgação de fato relevante. Mesmo assim, posteriormente foi editada a Deliberação 68/98 para dispor sobre novos exemplos. Registramos, desde já, como este fato reforça a atuação complementar da edição de Notas Explicativas e do exercício da função de orientação após sua edição, como trabalhado abaixo.

Contudo, em linha com a tese desenhada no Capítulo 4 e com as possíveis formas de orientação do mercado descritas no Capítulo 3, esta não apenas é somente uma fração do papel que pode ser desempenhado pelo Parecer de Orientação no arcabouço regulatório da CVM, como não é a principal.

Assim, entendemos não haver prejuízo para a tese de que o Parecer de Orientação deva ser utilizado para a orientação de condutas para além do seu poder normativo, como mecanismo de *soft law* para delinear padrões de bom comportamento.

Em verdade, a desnecessidade de edição de Pareceres de Orientação para elaboração de demonstrações financeiras apenas realça a proeminência do papel aqui proposto frente a todas as demais formas de se orientar o mercado descritas no Capítulo 3.

9.1.2 Instrução

A Deliberação 01/78 previa que, nos termos do art. 8º, I, da Lei 6.385/76, as Instruções prestar-se-iam à regulamentação das matérias previstas na Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76, exercício de sua competência.

Novamente há aqui um mandato fundado na atividade de regulamentação e, embora as Instruções sejam atreladas à criação de normas gerais e abstratas³⁷⁰, novamente não se pode descartar a possibilidade de Instruções serem utilizadas como alternativas a Pareceres de Orientação, conforme cogitado no capítulo anterior.

Conduzimos, então, pesquisa semelhante à realizada no item anterior. Desta vez, porém, considerando que Instruções são circunscritas à atividade de regulamentação, foram categorizadas apenas dentro do exercício da atividade normativa ou de orientação. Os resultados completos estão dispostos em detalhes no Apêndice D.

Neste caso, contudo, os resultados foram menos expressivos. Como era esperado, as Instruções foram utilizadas pela CVM em quase sua totalidade dentro de sua atividade normativa, dispondo de comandos objetivos, as regras do jogo para atuação no mercado.

³⁷⁰ ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 139 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 110.

Embora reconheçamos que algumas dessas Instruções contêm definições e explicações de termos e conceitos que elas utilizam, estes esclarecimentos são extremamente pontuais³⁷¹⁻³⁷².

Isto é, embora haja trechos destas Instruções que se prestem a dar orientação aos entes particulares, entendemos que, por sua instrumentalidade ao objeto da Instrução, devam ser considerados como auxiliares à atividade normativa, em linha com a análise das Deliberações.

Excluídas estas hipóteses, mencionamos que foram identificadas poucas exceções à criação de obrigações via Instruções.

De início, citamos Instruções que regulamentavam normas contábeis, mas facultavam seu cumprimento pelas companhias, criando regimes de transição às suas disposições, como a Instrução CVM n.º 469 de 2008, que dispunha sobre a aplicação da Lei n.º 11.638/07, e a Instrução CVM n.º 457 de 2007, que tratava da adoção dos padrões contábeis emitidos pelo IASB.

Já a Instrução CVM n.º 52 de 1986, orientava a divulgação voluntária de LAJIDA (EBITDA) – Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização e LAJIR (EBIT) – Lucro Antes dos Juros e Impostos sobre a Renda, incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

Como se pode observar, esta Instrução traz comandos não obrigatórios sobre métricas não padronizadas³⁷³, possuindo, assim, conteúdo semelhante a algumas das Deliberações analisadas no item anterior e a Pareceres de Orientação.

Concluimos, portanto, que, em regra, as Instruções não foram utilizadas pela CVM como uma alternativa aos Pareceres de Orientação e não podem desempenhar o mesmo papel.

9.1.3 Nota explicativa

Passamos, então, às Notas Explicativas. Conforme previa a Deliberação 01/78, prestava-se a Nota Explicativa a expor os motivos pelos quais a CVM havia proposto ao Conselho Monetário Nacional determinada matéria, além das razões para edição de dada Instrução.

³⁷¹ Estas situações foram descritas em detalhes através de notas de rodapé no Apêndice D.

³⁷² Nesse sentido, tais orientações trazidas por Instruções poderiam representar, no máximo, uma invasão da competência das Notas Explicativas, e não Pareceres de Orientação, como se verá abaixo.

³⁷³ GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020. p 782.

Aqui também foi identificada uma possível intersecção com Pareceres de Orientação, na medida em que ambos podem se destinar a trazer esclarecimentos sobre o conteúdo de Instruções, o único tipo de Nota Explicativa pertinente para os fins deste trabalho³⁷⁴.

Destas, é importante destacar um aspecto. Por mais que haja a citada possível intersecção com a edição de Pareceres de Orientação, há também uma primordial diferença entre eles.

A Nota Explicativa especificamente trata das razões pelas quais uma Instrução foi aprovada. Isto é, em tese, trata-se de instrumento regulatório destinado exclusivamente a esclarecer os fundamentos da edição de uma Instrução, atuando como a Exposição de Motivos de uma lei.

Esta característica, portanto, pode reduzir a relevância da intersecção com a edição de Pareceres de Orientação. Isso porque estes não possuem nem a restrição a tratar de Instruções, nem a restrição aos motivos pelos quais estas foram editadas. Analisamos, então, como a Nota Explicativa é utilizada na prática e testamos esta hipótese.

Para tanto, analisamos a data de edição da Nota Explicativa comparada à data de edição da Instrução a que se refere. Esta análise nos revela que apenas uma das 61 (sessenta e uma) Notas Explicativas analisadas não foi editada na mesma data da Instrução que regulamenta³⁷⁵, conforme Apêndice E.

Fica claro, portanto, que as Notas Explicativas eram efetivamente utilizadas apenas para expor os motivos da edição de uma Instrução. Desta forma, embora haja uma intersecção com o escopo de Pareceres de Orientação, concluímos com segurança que a intersecção é limitada, especialmente considerando o escopo proposto para o Parecer de Orientação neste trabalho para além do poder normativo da CVM.

Outro aspecto que chamou a atenção na análise das Notas Explicativas foi que, assim como o Parecer de Orientação, sua utilização pela CVM experimentou grande declínio após ter sido

³⁷⁴ A CVM já editou 75 (setenta e cinco) Notas Explicativas. Dentre estas, 62 (sessenta e duas) referiam-se a Instruções. Uma delas foi editada após a edição do Parecer 38 e não foi considerada dentro do nosso recorte temporal (Nota Explicativa referente à Instrução CVM n.º 617). Quatro referiam-se a Resoluções do CMN (n.º 702, 680, 610, 512). Sete referiam-se a Resoluções do Banco Central (504, 470, 460, 464, 457, 454, 436 e 435). Embora fujam ao escopo ora proposto, salientamos que as 7 (sete) primeiras Notas Explicativas trataram de Resoluções do Banco Central, e a última que não tratou de uma Instrução da CVM foi editada em 1981 (Resolução CMN n.º 702). Fica claro, assim, que, além da menor expressividade em quantidade, a edição deste tipo de Nota Explicativa representa tendência superada pela CVM. É inclusive interessante notar como, a partir da Nota Explicativa n.º 33, elas deixaram de ter numeração própria, adotando-se a nomenclatura de “Nota Explicativa referente à Instrução n.º”, como indicado acima nesta nota de rodapé quanto à Instrução CVM n.º 617.

³⁷⁵ Nota Explicativa referente à Instrução CVM.º 247.

utilizada por diversas vezes nos anos 80 e 90. Decidimos, assim, investigar o porquê de a autarquia dar pouca atenção a esse tipo de orientação do mercado atualmente, de modo a melhor compreender a relação da autarquia com a função de orientação.

Para a total compreensão do declínio da utilização das Notas Explicativas, partimos de sua grande aproximação temática também com a Audiência Pública, procedimento já referido quando da análise da edição de Pareceres de Orientação.

Relembramos que, por meio do edital de Audiência Pública, a CVM divulga o escopo pretendido para a Instrução proposta. Já através do relatório, são endereçadas as sugestões e comentários dos participantes do mercado sobre o novo instrumento regulatório proposto, explicando os motivos para sua aceitação ou não³⁷⁶. A aproximação com as Notas Explicativas é, assim, clara.

Em uma primeira análise, nenhuma das Notas Explicativas analisadas referia-se a Instrução que foi também precedida por Audiência Pública³⁷⁷. Tem-se, assim, um primeiro indício de tratar-se de mecanismos utilizados de maneira concorrente pela CVM.

Para aprofundarmos esta análise, decidimos comparar a utilização histórica de Notas Explicativas e de Audiências públicas pela CVM. Os resultados obtidos estão elencados no Apêndice F. Com base nas informações ali dispostas, elaboramos a “Figura 9.1.3: Instruções Precedidas por Notas Explicativas e por Audiências Públicas”.

Antes de analisar a imagem, é preciso fazer uma consideração preliminar. Ao contrário do que a figura pode dar a entender, relembramos que o art. 8º, §3º, III, da Lei 6.385/76, fundamento para a Audiência Pública, estava presente desde a redação original da lei.

Como revelado por Marcelo Trindade em nossa conversa, com a disseminação da Internet, foi necessário que a CVM realizasse um longo processo de digitalização de seus atos e de sua regulação. Dessa forma, há notícia de terem sido realizadas Audiências Públicas anteriores àquelas publicadas no site, embora não estejam disponíveis para acesso.

Independentemente disso, é notória a tendência em “X” do gráfico. Se, no início de suas atividades, a CVM editava muitas Notas Explicativas, esta tendência claramente se inverte a partir

³⁷⁶ Ante as características essenciais da Audiência Pública acima dispostas, entendemos que ela não poderia de forma alguma servir de alternativa ao Parecer de Orientação. Por esta razão, não foi conduzida uma análise específica para Audiências Públicas.

³⁷⁷ Cumpre mencionar que a Nota Explicativa referente à Instrução CVM n.º 617, excluída do recorte, foi a única a ser editada em conjunto com a realização de Audiência Pública.

de 2005, quando da edição da Instrução mais antiga acompanhada no site da CVM de audiência pública³⁷⁸.

Desde então, foram editadas 5 (cinco) Notas Explicativas (3% das Instruções editadas no período) enquanto foram realizadas Audiências Públicas para a edição de 119 Instruções³⁷⁹ (64% das Instruções editadas no período). Dessa forma, há fortes indícios de que a Audiência Pública e as Notas Explicativas são, de fato, mecanismos considerados excludentes pela CVM.

Assim, com base nos elementos trabalhados neste item, acreditamos ter demonstrado que não apenas a Nota Explicativa não é um adequado substituto para a edição de Pareceres de Orientação, como não explica sua baixa utilização pela CVM.

9.1.4 *Parecer*

A primeira impressão deixada pela leitura da Deliberação 01/78 é a de que há grande aproximação entre o Parecer e o Parecer de Orientação. O Parecer se destinava a responder a consultas específicas formuladas por agentes do mercado e investidores, sempre sobre matéria que cabe à CVM regular. Não por acaso, ambos configuravam as chamadas “manifestações de entendimento”, como já referido no Capítulo 3.

Contudo, a leitura detalhada desta previsão permite perceber o seu escopo muito mais limitado. Em nossa entrevista, como mencionado no Capítulo 2, Paulo Aragão comentou que os Pareceres eram manifestações das Superintendências, alguns dos quais eram selecionados e publicados no Diário Oficial a critério do Superintendente, outros mais tarde eram circulados também em outras publicações, sempre acompanhados da ressalva em seu cabeçalho de que eram uma opinião da Superintendência e não da CVM³⁸⁰.

³⁷⁸ Instrução CVM n.º 415 de 2005.

³⁷⁹ No total, foram realizadas 122 (cento e vinte duas) Audiências Públicas no período, considerando que foram realizadas 2 (duas) Audiências Públicas para a edição das Instruções CVM n.º 443, 442 e 431. Considerando que o escopo de nossa análise perquiria o método de apresentação de conceitos concomitantemente à edição de uma nova Instrução, acreditamos que o recorte por número de Instruções precedidas por Audiências Públicas seria mais correto que o número de Audiências Públicas em si.

³⁸⁰ Paulo Aragão comentou que, mais recentemente, na administração de José Luiz Osorio de Almeida Filho, presidente de 28.01.2000 a 12.07.2002, todos os Pareceres foram todos divulgados. Conforme seu comentário, apontamos que os Pareceres Jurídicos podem ser encontrados em link em separado no website da CVM, no portal do investidor: <https://www.investidor.gov.br/pareceresJuridicos/listaParecerJuridico.html>. Acesso em: 19 nov. 2021.

Por mais que tenham tido grande importância histórica³⁸¹, os Pareceres representavam opiniões e respostas de Superintendências, referentes a uma consulta específica, não necessariamente sendo públicos e não se destinando a orientar o mercado em geral.

Em um último comentário sobre o tema, a previsão do Parecer realçava nossa tese referente ao Parecer de Orientação. Isso porque o Parecer podia apenas tratar sobre matéria que coubesse à CVM regular.

Não havia, neste caso, o adendo de veicular opiniões da CVM sobre interpretação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais. Em nosso ver, essa diferença realça como foi deliberada a inclusão deste trecho na previsão do Parecer de Orientação, destacando-o dos demais instrumentos regulatórios da CVM.

9.1.5 Ato declaratório

Conforme a Deliberação n.º 01/78, o ato declaratório servia para consubstanciar os atos por meio dos quais a CVM declararia a existência de um direito, em face do seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividades. Não há grande proximidade, portanto, com o Parecer de Orientação.

9.2 O impacto da Resolução 01/20

Por mais que a análise da Deliberação 01/78 seja útil, a compreensão do papel que o Parecer de Orientação pode desenvolver atualmente dentro do arcabouço regulatório da CVM seria obviamente incompleta sem que fosse analisada também a Resolução 01/20.

9.2.1 Resolução

A primeira grande inovação introduzida pela Resolução 01/20 é a separação entre os atos chamados de normativos e não normativos.

Dentre os primeiros, sob o novo regime, as Instruções passam a se chamar Resoluções, que possuem praticamente o mesmo escopo das antigas Instruções, sendo apenas acrescentado o

³⁸¹ Gustavo Gonzalez comentou como era prática no mercado comprar CD-ROMs de Pareceres da Superintendência Jurídica para que pudessem fazer pesquisas de mercado.

“exercício de outras competências normativas” à redação original. Portanto, as conclusões delineadas acima para as Instruções se aplicam às Resoluções.

9.2.2 *Portaria*

Na categoria de atos normativos encontram-se também as Portarias, utilizadas para consubstanciar os atos editados por uma ou mais autoridades singulares, no exercício de sua competência normativa. Não identificamos, neste caso, intersecção com a edição de Pareceres de Orientação. Além disso, registramos que, no site da CVM, é possível identificar apenas duas Portarias-Conjuntas, ambas anteriores à Resolução 01/20.

9.2.3 *Instrução Normativa*

O último ato normativo previsto é a Instrução Normativa, que consubstancia os “atos que, sem inovar, orientem a execução das normas vigentes cujo não atendimento implique aos destinatários consequências jurídicas, efetivas ou potenciais”.

As Instruções Normativas parecem situar-se entre uma Resolução e um Parecer de Orientação, na medida em que orientam e não inovam, mas são classificadas como ato normativo. Dessa forma, seriam, em tese, pertinentes à nossa análise.

Contudo, resta claro que sua definição acima transcrita é muito pouco clara, de modo que se torna difícil delimitar como será sua aplicação, o que pode ser nela enquadrada. Infelizmente, até o momento, não foram editadas Instruções Normativas que nos auxiliem a melhor compreender este instituto. Por ora, podemos apenas dizer que há semelhança em potencial com a edição de Pareceres de Orientação.

9.2.4 *Deliberações*

Passando aos instrumentos não normativos, houve uma relevante alteração na previsão referente às Deliberações por força da reforma promovida pelo Decreto 10.139/19.

Chama a atenção o fato de agora a Deliberação ser categorizada como ato não normativo. Até o momento, foram editadas 14 (quatorze) Deliberações sob o novo regime³⁸². Destas, 1 (uma) suspensão de oferta pública; 1 (uma) para revogação de deliberações; 1 (uma) para alteração da estrutura interna da CVM; 5 (cinco) *stop orders*, 1 (uma) delegação interna de competências, 4 (quatro) autorizações para participação de Sandbox regulatório e 1 (uma) para fazer pequenas alterações no próprio regime de Sandbox regulatório. Isto é, a Deliberação, até o momento, foi utilizada para as atividades de autorização e administração.

Quanto à sua redação, foi mantida a previsão de que representam atos editados no exercício de competência específica, nos termos do Regimento Interno.

Foi acrescentada, porém, a previsão de representarem atos destinados a pessoa natural ou jurídica nominalmente identificada, determinando ações ou abstenções específicas e atos de delegação interna de competências, ambas as competências já desempenhadas de fato pela Deliberação.

Combinando todos estes elementos, acreditamos que a Deliberação passará a ter escopo reduzido no arcabouço regulatório da CVM, muito restrita às atividades de autorização e administração.

Assim sendo, com ainda mais propriedade, concluímos que não é possível substituir Pareceres de Orientação por Deliberações.

9.2.5 *Parecer de Orientação*

A Resolução 01/20 manteve a previsão do Parecer de Orientação praticamente idêntica à Deliberação 01/78. Portanto, todas as nossas conclusões quanto ao Parecer de Orientação traçadas até o momento se mantêm.

No âmbito da reforma promovida pelo Decreto 10.139/19, esclarecemos que, de acordo com seu art. 1º, *caput*, ele se aplica diretamente apenas a atos normativos inferiores a Decreto, portanto, não tendo efeito direto sobre o Parecer de Orientação. Assim, determinações como, por exemplo, a obrigação de consolidação e revisão de todos os atos normativos inferiores a Decreto não incluem o Parecer de Orientação.

³⁸² Análise conduzida em 22 de fevereiro de 2022.

9.2.6 *Nota Explicativa*

As Notas Explicativas, por sua vez, receberam um incremento relevante em seu escopo de aplicação. Foi mantida a previsão de tornar públicas as razões pelas quais o Colegiado da CVM aprovou determinada Resolução ou propôs, ao Conselho Monetário Nacional, matéria objeto de sua decisão. Foi acrescentada, ainda, a possibilidade de “refletir o entendimento do Colegiado da CVM quanto a aspectos relacionados aos atos normativos editados pela CVM”.

Há neste adendo uma clara possível intersecção com o Parecer de Orientação, já que não há mais a referência a tratar especificamente sobre Instruções. Além disso, chamamos a atenção ao fato de que esta nova competência não faz mais alusão apenas à aprovação em si do normativo.

Há que se registrar, porém, que, até o momento, foi editada apenas a “Nota Explicativa à Resolução CVM 50” e a “Nota Explicativa à Resolução CVM 156”, mantendo a tendência histórica verificada no item 9.1, acima. Isto é, ainda não há como saber se nossas conclusões com relação à utilização das Notas Explicativas se sustentarão.

Em todo caso, ainda que Notas Explicativas passem a ser utilizadas para a orientação de qualquer Resolução, mesmo aquelas já editadas, a utilização, de acordo com a Resolução 01/20 estaria restrita a dar orientações sobre os atos normativos editados pela CVM.

Isto é, se levada a cabo a redação acima transcrita, realça-se a importância da edição de Pareceres de Orientação sobre temas dispostos na Lei 6.385/76 e Lei 6.404/76 sobre os quais a autarquia não tenha competência para regular, na forma da tese proposta na Parte II.

9.2.7 *Ofício-Circular*

Finalmente, chegamos aos Ofícios-Circulares, que receberam destaque na análise do capítulo anterior.

De acordo com a definição dada pela Resolução 01/20 já trazida acima, estes são os atos por meio dos quais as superintendências da CVM dão orientações, recomendações e diretrizes para o cumprimento de obrigações previstas na Lei 6.385/76, Lei 6.404/76, Instruções Normativas, observados os precedentes da CVM, cujo não atendimento não implique aos destinatários consequências jurídicas.

Ao contrário dos principais instrumentos regulatórios acima estudados, não há sentido em fazer uma pesquisa empírica para identificar se há superposição de funções com os Pareceres de Orientação.

Isso porque, retomando as considerações feitas no capítulo anterior, reconhecemos a grande aproximação entre os institutos. Assim, possíveis orientações que tenham fundamento na experiência e competência específica das áreas técnicas tornam-se objeto de Ofícios-Circulares.

Contudo, tal qual indicado com relação às notas explicativas, a própria previsão legal dos Ofícios-Circulares e o escopo nela delimitado fazem com que sua sobreposição com Pareceres de Orientação seja limitada.

O primeiro ponto de separação entre os institutos está no seu órgão de emissão, não se confundindo orientações advindas da experiência do Colegiado com aquelas provenientes das áreas técnicas.

Se as Superintendências são as primeiras intérpretes das normas, seu legítimo e último intérprete é o Colegiado; é ele quem dá a interpretação vinculante à atuação do mercado e da própria CVM. Desta forma, não há comparação entre a segurança jurídica para o mercado trazida pela consolidação de um entendimento via Parecer de Orientação e via Ofício-Circular.

A segunda diferença, muito ligada à primeira, está no escopo de atuação de cada instituto. Aqui, nosso esforço de categorização de Pareceres de Orientação conduzido no Capítulo 3 ganha ainda mais concretude.

De todas as formas de exercício da função de orientação, acreditamos que somente haja verdadeira concorrência com o Ofício-Circular para a consolidação de entendimentos, seja do Colegiado, seja da própria área técnica. Embora ele possa ser usado para manifestar esclarecimentos ao mercado, estes sempre serão esclarecimentos sobre a sua visão, pendente de confirmação do Colegiado. O mesmo ocorre com o acompanhamento da evolução do mercado.

Assim, relembremos, por exemplo, como a área técnica fazia exigências muito maiores para a celebração de contratos de indenidade que aquelas que o Colegiado à época, e na edição do Parecer 38, entendia serem necessárias.

Mencionamos também, novamente, como as superintendências viam as ofertas objeto dos Pareceres 32 e 33 com grande rigor, emitindo *stop orders* antes de sua edição, como relatado no Capítulo 3. Só há verdadeira segurança para o mercado quando os entendimentos, inclusive aqueles consolidados em alguma orientação, são provenientes do Colegiado.

Nesse sentido, a orientação aqui proposta de indução de boas práticas para além das competências regulatórias da CVM, em especial, não poderá ser exercida pelos Ofícios-Circulares, por ultrapassar muito a competência de áreas técnicas. Ofícios-Circulares não deveriam conter inovações ou novas exigências próprias, atuando na interpretação extensiva das normas sem que tenha legitimidade para isso, como nos casos descritos.

É somente o Colegiado o legitimado para editar normas e quem dá a última opinião sobre conceder dispensas. O Ofício-Circular hoje ocupa um espaço muito grande no arcabouço regulatório da CVM, o que não é o mais adequado do ponto de vista do princípio da hierarquia do direito administrativo³⁸³. A independência regulamentar da área técnica, entendemos, deveria ser vista com maior parcimônia³⁸⁴.

Acrescentamos, ainda, que não há nenhum parâmetro para que a jurisprudência do Colegiado seja consolidada via Ofício-Circular. Isto é, ao relegar inteiramente à área técnica este papel, é dada grande discricionariedade para a seleção de qual entendimento do Colegiado será divulgado ao mercado como a opinião da CVM.

Dessa forma, nada impede que decisões com as quais Superintendentes não concordem não sejam incluídas nos Ofícios-Circulares e não ganhem a mesma visibilidade das demais.

Principalmente, porém, a possível não edição de Pareceres de Orientação em prol da edição Ofícios-Circulares significaria para o Colegiado furtar-se da oportunidade de assumir as rédeas da

³⁸³ O princípio da hierarquia administrativa condiciona todas as autoridades administrativas e permite seu funcionamento único e harmônico. Aqui ele é invocado enquanto determinante da vigilância dos superiores sobre os inferiores, a substituição do inferior pelo superior, a revisão dos atos dos subordinados, o dever de obediência e a resolução do conflito de atribuição. Dessa forma, não pode haver uma invasão de competências do inferior ao superior hierárquico. CRETELLA JÚNIOR, José. Princípios informativos do direito administrativo. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 63, p. 263–285, 1967. p. 272–274. Disponível em <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66562>. Acesso em: 19 set. 2021.

³⁸⁴ A forte independência da área técnica pode ser identificada também em outras facetas de sua atuação. Citamos, como recente exemplo, o art. 4º, I, b e §4 da Resolução 45/21, pelo qual não é admitido que entes regulados ajuízem recurso perante a decisão de uma área técnica de expedição de um Ofício de Alerta, exceto se ausente fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalente no Colegiado. Ofícios de Alerta possuem a natureza de uma quase sanção, de apontamento de uma irregularidade na conduta do agente, com a qual este pode não concordar, desejando o reconhecimento da regularidade de sua conduta. Foi o que ocorreu, por exemplo, no Processo 19957.011294/2017-81 (j. 19/02/2019, D. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho). Trata-se de hipótese distinta daquela em que o reclamante busca reverter a decisão da área técnica de apenas enviar Ofício de Alerta e não instaurar um processo administrativo sancionador, revertendo seu juízo de proporcionalidade da infração identificada, como foi no caso do recurso no Processo RJ2010/16884, Caso Santa Fé, (j. 17/12/2013, D. Rel. Otavio Yazbek). Ambas as hipóteses foram tratadas em conjunto, porém, quando do atual tratamento sobre as decisões de áreas técnicas na Resolução 45/21. A área técnica, assim, tem um relevante poder diante do qual não há possibilidade de reversão, e isso está corporificado na norma.

orientação e de induzir, ele mesmo, boas práticas no mercado, como defendido na Parte II, perdendo uma oportunidade única de interagir com o mercado.

Com todo o analisado, ressaltamos que a atuação dos Ofícios-Circulares é indispensável para a construção do arcabouço regulatório da CVM e traz muito da experiência de dia a dia das áreas técnicas, de sua interação com o mercado. São eles que dão granularidade a todo o arcabouço regulatório e ajudam grandemente a ordenar condutas dos entes privados. Contudo, pelos motivos acima delineados, seu escopo não pode se confundir com o de Pareceres de Orientação.

Dessa forma, por mais importantes para a regulação que sejam os Ofícios-Circulares, acreditamos que, idealmente, mesmo para o exercício de consolidação de jurisprudência, Pareceres de Orientação podem ter um papel destacado.

9.2.8 Ato Declaratório

Mais uma novidade introduzida foi a alteração do escopo dos Atos Declaratórios, que representam atos por meio dos quais a CVM declara a existência de um direito, tendo em vista seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividade, e atos destinados a alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral acerca da inexistência de autorização para que determinada pessoa exerça atividade sob a competência regulamentar da CVM, competências antes desenvolvidas pelas Deliberações.

Apesar das alterações, continua não havendo intersecção de funções com o Parecer de Orientação.

9.2.9 Portaria de Pessoal

Por fim, a Portaria de Pessoal consubstancia os atos referentes a agentes públicos nominalmente identificados. Portanto, não há intersecção com o Parecer de Orientação.

9.3 Alerta ao Mercado e à CVM

Encerrando a análise deste capítulo, vamos além dos atos normativos e não normativos tradicionais da CVM para indicar os riscos da utilização de meios inadequados para orientar o mercado.

“CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários” é o título deste Alerta ao Mercado, essencialmente uma notícia divulgada no site da autarquia em 12 de dezembro de 2013³⁸⁵.

Ele dá o entendimento da CVM de quais são as circunstâncias de ofertas de investimentos em condo-hotéis que as qualificam como ofertas de contratos de investimento coletivo a dar ensejo a pedido de registro ou dispensa de registro perante a CVM nos termos dos arts. 2º, IX, e 19, Lei 6.385/76.

O Alerta ao Mercado é bastante claro sobre quais são os elementos da oferta que podem levar à sua classificação como valor mobiliário e, a partir dele, as áreas técnicas passaram a identificar ofertas de condo-hotéis irregulares.

Ocorre que o Alerta ao Mercado não cumpriu seu papel de orientar os agentes econômicos, que continuaram a atuar nestas ofertas estando certos de que não havia irregularidade, ainda que recebendo ofícios da SRE que indicavam que poderia estar sendo realizada uma oferta pública, cujo registro é obrigatório.

A própria CVM veio a reconhecer a insuficiência da orientação. Não apenas posteriormente editou a Deliberação n.º 734 em 2015 (“Deliberação 734/15”) para disciplinar pedidos de dispensa de registro de ofertas públicas de condo-hotéis, como hesitou em aplicar qualquer condenação a quem atuasse nestas operações no período entre o Alerta ao Mercado e a Deliberação 734/15.

Este período entre a publicação do Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação 734/15 foi chamado de “período nebuloso” pela CVM em precedente paradigmático sobre o tema, o Caso Setin. Foi definido, então, que a análise sobre o conhecimento ou não da obrigação de registro deveria ser feita no caso concreto, a depender da conduta de cada agente³⁸⁶.

Desde então, a análise das condutas das companhias envolvidas neste tipo de empreendimento tem sido feita caso a caso, buscando analisar se, nas comunicações feitas pelas

³⁸⁵ Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-alerta-para-ofertas-irregulares-de-investimento-em-empreendimentos-imobiliarios-e37fd0a6fd4c4f55958d899e693669b5>. Acesso em: 09 ago. 2021.

³⁸⁶ CVM, Processos Administrativos Sancionadores 19957.00808081/2016-91 e 19957.0003266/2017-90, j. 07.08.2018, D. Rel. Gustavo Borba. Neste caso em particular, por entender que havia elementos que indicavam que os acusados tinham consciência da orientação da CVM, quais sejam o recebimento de um ofício da SRE indicando que sua oferta poderia ser enquadrada como oferta pública e o pedido de dispensa de registro em outra oferta realizada pela mesma incorporadora, foi aplicada pena de multa de R\$20.000,00 (vinte mil reais) por unidade vendida mesmo durante o período nebuloso.

áreas técnicas com estas companhias, estava claro que sua conduta era potencialmente irregular e se houve algum pedido de interrupção da oferta.

Esta questão será retomada no próximo capítulo, mas um primeiro ponto que merece destaque desde já sobre a experiência do Alerta ao Mercado e dos condo-hotéis é, assim, como a própria CVM reconheceu a necessidade de ponderação na repressão às condutas tendo em vista a evolução da assimilação pelo mercado desta orientação³⁸⁷.

Isso porque, diferente dos demais valores mobiliários elencados no art. 2º da Lei 6.385/76, os contratos de investimento coletivo são descritos por uma previsão propositalmente muito aberta, de modo a abarcar, à medida que o mercado evolui, um amplo leque de investimentos coletivos. Caberá à CVM, então, dar concretude ao conceito.

No entanto, assim sendo, o próprio mercado tem dificuldade de saber quais investimentos constituiriam ou não contratos de investimento coletivo. Essa dificuldade é ainda mais notória em uma indústria que dificilmente cogitava até então ter de registrar empreendimentos imobiliários perante a CVM.

Nesse contexto, o fato de a primeira manifestação da CVM sobre o tema ter sido via Alerta ao Mercado gerou grande confusão. Não era razoável esperar que as incorporadoras prontamente identificassem de modo correto se seus empreendimentos eram enquadrados como ofertas públicas. O próprio Colegiado não sabia como endereçar a questão no julgamento do precedente, tendo sido a decisão tomada por maioria³⁸⁸.

Com base na experiência desse precedente e de tantos outros julgados após este³⁸⁹, é possível identificar o fracasso na disseminação da orientação e a perpetuação da conduta que não era desejada pela CVM, a realização de ofertas públicas sem registro.

Fica claro que, se a intenção da CVM era divulgar sua opinião sobre o possível enquadramento deste tipo de investimento como valor mobiliário e indicar elementos que

³⁸⁷ CODORNIZ, Gabriela; HEBLING, Julia. Condo-Hotéis: A evolução do entendimento da CVM à luz do Caso Setin. In: BORBA, Gustavo Tavares, BORBA, Rodrigo Tavares, ALMEIDA, José Gabriel Assis de (Orgs.). **Comissão de Valores Mobiliários: precedentes comentados**. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 599–626. p. 611–612.

³⁸⁸ Assim, mencionamos o posicionamento do Diretor Henrique Machado que mencionou a divulgação de matérias na Internet para afastar o teor de nebulosidade no período e adotou como marco temporal definitivo o recebimento do primeiro ofício da SRE, a partir de quando deveriam ser condenadas todas as vendas realizadas sem registro, independentemente de outras características atenuantes ou agravantes.

³⁸⁹ Conforme levantamento feito nos recursos do Caso Setin, CRSFN, Processo n.º 10372.100052/2019-29 e Processo n.º 10372.100056/2019-15, j. 18.11.2020, C. Rel. Maria Rita de Carvalho Drummond, pelo menos outros 10 (dez) casos relativos ao tema foram julgados na CVM em 2018 e 11 em 2019.

caracterizassem sua oferta como oferta pública a ser registrada, mas sem o rigor de uma Deliberação, o meio adequado para tanto seria a divulgação de um Parecer de Orientação³⁹⁰. O paralelo com os Pareceres 32 e 33 é, portanto, evidente e acreditamos que deveria ter servido de inspiração para a CVM.

Entendemos que este caso sirva para exemplificar como a utilização de meios diversos daqueles previstos no arcabouço regulatório para uma determinada função poderá não apenas não trazer os benefícios esperados, como até mesmo levar a uma grande confusão.

Assim, nem o Alerta ao Mercado e nem qualquer outro mecanismo regulatório à disposição da CVM representa um bom paralelo que possa substituir o Parecer de Orientação como ferramenta de *soft law* a induzir bons comportamentos para além do poder normativo da autarquia.

Dessa forma, se não há nada que possa orientar o mercado da forma que um Parecer de Orientação pode e que permite à CVM chegar aonde ela não consegue por outros meios, advogamos que o Parecer de Orientação seja visto com melhores olhos na agenda regulatória da autarquia.

³⁹⁰ Conforme reconhecido em posicionamento identificado na jurisprudência, CRSFN, Processo n.º 10372.100238-2019-88, j. 14.07.2021, C. Rel. Pedro Frade de Andrade.

10 A ATUALIDADE DA EDIÇÃO DE PARECERES DE ORIENTAÇÃO

Este capítulo se dedicará a analisar como precedentes da CVM podem ajudar a superar as duas outras hipóteses levantadas, a de ter feito mais sentido a edição de Pareceres de Orientação no passado e a de sua possibilidade de substituição pela jurisprudência. Assim pretende-se demonstrar a atualidade da edição de Pareceres de Orientação.

Em uma primeira análise, esta questão poderia estar totalmente superada. Como se questionar a atualidade de a CVM editar um instrumento regulatório, se faz sentido que a CVM ainda o faça, quando ela efetivamente o fez há poucos meses? O Parecer 39 poderia, assim, ser um claro aceno de que Pareceres de Orientação voltaram para a pauta, ainda que sempre em quantidade reduzida frente a outros instrumentos regulatórios, e que esta questão estaria resolvida.

Contudo, trata-se de espaço amostral evidentemente ainda reduzido, em especial em se tratando do tema abordado no Parecer 39, do retorno ao tratamento da regulação sobre a elaboração de demonstrações financeiras.

Assim, em primeiro lugar, nunca se disse aqui que o Parecer de Orientação nunca era utilizado e sim que era pouco utilizado, o que ainda condiz com a realidade da CVM. Acima de tudo, porém, é importante retomar a análise do item 3.2 e compará-la com o capítulo 4. O Parecer 39 em nada se confunde com os Pareceres 34, 35 e 38 e de forma alguma representa a utilização do mecanismo como *soft law* para indução de condutas.

Ou seja, se o Parecer 39 for indicativo de uma nova tendência da CVM, da edição de novos Pareceres de Orientação como aqueles dos anos 80 e 90, então ele, na verdade, será indicativo do desvio do caminho trilhado pelos demais Pareceres de Orientação citados acima e do retorno à sua utilização pretérita, justificando, mais do que nunca, a análise deste capítulo.

De início, buscaremos demonstrar como a própria CVM, mesmo após a edição do Parecer 38, já cogitou a edição de novo Parecer de Orientação nos moldes aqui propostos. Assim, será analisado o mais recente precedente em que a CVM, em sua decisão, sugeriu a realização de estudos para a edição de um novo Parecer de Orientação.

Em seguida, será realizada análise quantitativa e qualitativa das consultas julgadas pela CVM entre a edição dos Pareceres 37 e 38. Como será melhor explorado abaixo, essa análise tem por fundamento, em primeiro lugar, a própria previsão legal do Parecer de Orientação na Resolução 01/20 sobre como ele poderá ter fundamento no serviço de atividade consultiva ou de orientação

da CVM, nos termos do art. 13, Lei 6.385/76³⁹¹, justificando sua escolha como ponto de partida. Além disso, o próprio Parecer 38 teve como fundamento consultas formuladas pelo mercado.

Por fim, utilizando de anteparo a análise das consultas, analisaremos como a jurisprudência não é um perfeito substituto para a orientação via Parecer de Orientação.

10.1 O Caso Jardim Botânico³⁹²

Muito embora se tenha introduzido acima a ideia de que consultas originaram Pareceres de Orientação, é importante ressaltar que foram identificados outros precedentes que deram ensejo a esse tipo de reflexão, ainda que não tenham levado à efetiva edição de um novo Parecer de Orientação, como adiantado no Capítulo 2³⁹³. Destes, destacamos seu exemplo mais recente, demonstrando a atualidade da relação entre os temas.

³⁹¹ “Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor. Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.”

³⁹² CVM, Processo 19957.000378/2019-51, j. 22.01.2019.

³⁹³ Para além do Caso Jardim Botânico, foram identificados 5 (cinco) precedentes nestes termos. De início, citamos o Processo RJ2002/2070 (j. 23.07.2002, D. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro), em que a Bovespa S.A. questionava a legalidade de determinado procedimento de aumento de capital social à luz do Parecer 08. A SRE sugeriu que a CVM editasse “novo Parecer de Orientação, em substituição ao de número 8”. Em resposta, o Colegiado decidiu pela realização de estudos pela Procuradoria Jurídica. Mencionamos também os já comentados Processos RJ2004/0712 e RJ 2004/0203, dois processos separados, mas julgados na mesma data, que trataram de recursos formulados à CVM por acionistas minoritários da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina após negativa a pedido de relação de acionistas. Os pedidos tinham por fundamento, além dos arts. 100, § 1º, e 126 da Lei n.º 6.404/76, o Parecer 30, mencionando que, segundo ele, a lei “não impõe qualquer condicionamento à obtenção destas certidões. A pessoa que as requer não precisa justificar o pedido, ou sequer fundamentá-lo”. Em 11.02.2004, a CVM deu provimento ao pedido. Chamamos a atenção, porém, para a decisão em sede de pedido de reconsideração de decisão do Colegiado, julgado em 16.04.2004. A companhia pediu reconsideração alegando que os acionistas não haviam esclarecido o que pretendiam fazer com a lista de acionistas. Diante desta argumentação, o Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro sugeriu a realização de estudos “com vistas à elaboração de Parecer de Orientação, ou mesmo de regulamento, acerca das questões objeto dos arts. 100, § 1º, e 126 da Lei n.º 6.404/76”. Não há menção a este posicionamento na ata da reunião do Colegiado. Além disso, o Processo RJ2007/9211 analisou recurso da Duke Energy International Geração Paranapanema S.A. contra decisão da SEP sobre a possibilidade de conversão de ações ordinárias em preferenciais, conforme previsto no estatuto social da companhia. Em seu voto datado de 21.08.2007, o Diretor Eli Loria votou por deferir o recurso da companhia, entendendo que a eficácia desta previsão de seu estatuto social estava momentaneamente prejudicada. Ademais, votou pelo encaminhamento do processo à SDM para que, em conjunto com a PFE, elaborasse minuta de Parecer de Orientação tratando da incompatibilidade entre a condição de companhia aberta com a possibilidade de conversão de ações ordinárias em ações preferenciais. O Diretor foi vencido por maioria em 28.08.2007. Por sua vez, o Processo RJ2008/1794 tratou de consulta formulada por MZ Consult Serviços e Negócios Ltda. sobre a validade de procurações de voto assinadas digitalmente e sobre a existência de restrições ou impedimentos aos serviços disponibilizados por sistema eletrônico para participação remota em assembleias gerais online. O Diretor Eli Loria, em 24.06.2008, apresentou voto em que, preliminarmente, devido à complexidade e à relevância do tema, e para que fosse dada a necessária publicidade a todos os participantes do mercado, entendeu necessário que o processo fosse encaminhado à SDM para elaboração de minuta de Parecer de Orientação sobre a

O caso Jardim Botânico chegou ao Colegiado como um recurso de decisão da SEP de indeferir pedido para realização de operação com valores mobiliários.

Este pedido foi apresentado por José Luiz Osorio de Almeida Filho, ex-presidente da CVM, para negociar ações ordinárias da BRF S.A. de titularidade do fundo de investimento JBI Focus Master FIA, por ele gerido, após pedido de resgate de um cotista.

A controvérsia surgiu pelo fato de que José Luiz Osorio de Almeida Filho era também membro do Conselho de Administração da BRF S.A., e se encontrava à época em período vedado, *blackout period*, por pendência de divulgação de Fato Relevante.

Em sua decisão, a CVM entendeu que não seria possível a negociação de posse de informação privilegiada neste caso. Em essência, o art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 criava um regime de presunções de uso de informação privilegiada. Nesse contexto, o recorrente não conseguiu demonstrar que a negociação não foi afetada pela informação privilegiada e que teria ocorrido independentemente da posse de tal informação.

Para além da decisão do caso específico, chamou a atenção o fato de a decisão ter determinado “que a SEP e SIN, em coordenação com a SDM, estudem a matéria e debatam com a indústria, com vistas a edição de um Parecer de Orientação”.

Pedimos, então, a ajuda de Gustavo Gonzalez, integrante do Colegiado à época, para melhor compreender o caso e a decisão de estudar a edição de um possível Parecer de Orientação. Ele comentou que, na sua visão, há inadequada compreensão do caso pelo mercado.

Nesse caso, o agente regulado, que atuava em uma gestora, estava no conselho de uma companhia aberta e de posse de uma informação privilegiada que faria com que as ações da companhia caíssem. Nesse contexto, recebeu uma ordem de resgate grande e pretendia fazer o resgate proporcional à carteira do fundo.

matéria. O entendimento, contudo, não foi seguido pelos demais membros do Colegiado. Ainda mais diretamente que nos demais precedentes, e em linha com o Processo RJ2007/9211 citado acima, mencionamos o Processo RJ2009/5356, em que a Associação de Investidores no Mercado de Capitais diretamente consultou sobre a possibilidade de a CVM editar um Parecer de Orientação sobre a “inequívoca legitimidade dos pedidos de lista de acionistas, conforme facultado pelo art. 100, § 1º, da Lei 6.404/1976 (‘LSA’), por qualquer acionista que deseje conhecer as posições acionárias minoritárias com o intuito de traçar uma política comum e garantir maior representatividade na defesa de seus interesses, desde que tal acionista comprometa-se, expressamente, a manter a estrita confidencialidade acerca das informações contidas na referida lista”. Contudo, em 08.12.2009, o Colegiado, inclusive o Diretor Eli Loria, entendeu que não seria oportuna a edição do referido Parecer de Orientação, já que estava sendo elaborada nova Instrução sobre o tema.

Pretendia, então, negociar nestas condições. Isto é, pediu para negociar de posse de informação privilegiada sob a premissa de manter a proporção da carteira de investimentos do fundo.

O conflito de interesses, porém, estava mantido, e a CVM entendeu que a negociação não seria possível. Contudo, o mercado não interpretou corretamente a decisão e identificou uma vedação muito maior do que aquela expressa pela CVM na decisão.

O Parecer de Orientação, então, teria como utilidade explicar que é possível que a gestora de carteira, ou algum membro da equipe da gestora, aceite o cargo na administração de companhia investida, caso entenda que isso agrega valor à gestão da companhia. Contudo, isso não afasta a aplicação das regras que proíbem *insider trading*.

Poderia, ainda, fazer menção à presunção relativa de uso da informação privilegiada de que o administrador tem posse. Nesse sentido, o fato de se estar negociando via carteira de um fundo e não em nome próprio em nada afeta o fato de a operação ter sido realizada de posse de informação privilegiada.

Assim, em razão da opção de alguém da equipe de gestão entrar na administração de alguma investida, a gestora terá limitações ao negociar sob o risco de se poder considerar que agiu com informação privilegiada.

Caso opte por essa via, deveria, então, fazer uso de ferramentas como *chinese wall* e o *disclosure* a investidores informando que estará impedido de operar com parcela da sua carteira. Estes foram os pontos que se tentou explicar na ata, mas sem o sucesso esperado.

Embora o regime da negociação com informação privilegiada tenha sido posteriormente alterado pela Resolução n.º 44 de 2021, com destaque para a previsão referente aos planos de negociação, ressaltamos como a própria CVM chamou a atenção para a importância de se estudar a edição de novo Parecer de Orientação neste caso.

Para além deste e outros precedentes, ressaltamos a íntima ligação entre a edição de Pareceres de Orientação e o diálogo com o mercado, o que se dá primordialmente por meio de consultas.

10.2 As consultas

No que se refere à relação entre consultas e Pareceres de Orientação, para além das reflexões do item anterior, este item tem fundamento primeiro na previsão legal do Parecer de Orientação, que, como visto, poderá ter fundamento em consultas.

Relembramos, ainda, o projeto de Parecer de Orientação, nunca editado, fundado em uma consulta de um agente mercado, relatado por Paulo Aragão. Mencionamos também que efetivamente houve Pareceres de Orientação fundados diretamente em consultas³⁹⁴.

Destes, destaca-se o Parecer 38, que, como nos relatou Marcelo Barbosa, teve fundamento em consultas de agentes do mercado julgadas pela CVM. A relação entre Pareceres de Orientação e consultas é, portanto, concreta.

Assim, acreditamos que sua análise possa ser um caminho para identificar possíveis novos Pareceres de Orientação. Nesse sentido, no presente item, será conduzida análise das consultas julgadas pelo Colegiado entre a edição dos Pareceres 37 e 38. Este recorte foi definido para garantir a atualidade do estudo.

Ademais, considerando que a CVM divulgou ter respondido mais de 239.605 questionamentos do público entre a edição dos Pareceres 37 e 38³⁹⁵, parece-nos improvável que apenas um assunto tenha demandado um posicionamento orientador da CVM neste período.

As consultas foram identificadas acessando-se todas as atas de reunião do Colegiado³⁹⁶ divulgadas pela CVM dentro do recorte temporal adotado³⁹⁷. Para seleção do espaço amostral,

³⁹⁴ Citamos, assim, a introdução ao Parecer de Orientação n.º 14: “Várias dúvidas têm sido levantadas com relação a alguns aspectos da INSTRUÇÃO CVM N.º 64, de 19 de maio de 1987. A fim de divulgar o entendimento desta Comissão com relação a vários dos procedimentos ali contidos, é emitido o presente parecer de orientação”.

³⁹⁵ A CVM respondeu a 44.362 consultas em 2012, 34.264 em 2013, 43.922 em 2014, 67.351 em 2015, 22.862 em 2016 e 26.844 em 2017, conforme Relatório Anual 2017 CVM, Relatório Anual 2016 CVM, Relatório Anual 2015 CVM, Relatório Anual 2014 CVM, Relatório Anual 2013 CVM e Relatório Anual 2012 CVM. Na medida em que os Relatórios Anuais não discriminam as respostas a consultas mês a mês, não foi possível determinar quantas consultas foram respondidas em 2011 após a edição do Parecer 37 e em 2018 antes da edição do Parecer 38.

³⁹⁶ As atas de reunião do Colegiado podem ser de três tipos: “ordinária”, “extraordinária” e de “regulação”. De acordo com o regimento interno da CVM, as reuniões ordinárias são aquelas que ocorrem semanalmente, enquanto as reuniões extraordinárias são convocadas a pedido do Presidente. As reuniões de regulação são aquelas referidas no Capítulo 2. Considerando o escopo da pesquisa, foram analisadas apenas as reuniões ordinárias.

³⁹⁷ Atas de reunião do Colegiado datadas, entre 22.09.2011 e 25.09.2018. Disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/index.html?dataInicioAta=22%2F09%2F2011&dataFimAta=25%2F09%2F2018&buscadoAta=false&categoria=ata>. Acesso em: 22 nov. 2020.

foram coletadas as decisões formalmente apontadas como “consultas” pela CVM³⁹⁸. Estes parâmetros definiram um espaço amostral composto de 63 (sessenta e três) decisões.

Destas, em 6 (seis) casos, embora a decisão estivesse categorizada na ata como uma consulta, não foi possível identificar qual seria o teor da consulta. Isso porque eram referidas sempre como um pedido, não havendo uma consideração em abstrato questionada³⁹⁹.

Na medida em que nosso principal objetivo era analisar a existência de demanda dos próprios agentes do mercado por maior orientação, e considerando a própria previsão legal do art. 13 da Lei 6.385/76, não foram incluídas na análise, também, as 7 (sete) consultas formuladas por áreas técnicas⁴⁰⁰.

Tendo sempre em vista tal objetivo, as consultas identificadas foram agrupadas por temas⁴⁰¹, de modo a identificar quais tópicos geraram maiores questionamentos, em relação aos quais, portanto, faria mais sentido que fossem dadas orientações no futuro. Os resultados desta pesquisa são analisados no item abaixo e estão dispostos no Apêndice G.

³⁹⁸ Este recorte se justifica como forma de redução de ruído na coleta de dados, para nos atermos ao máximo à previsão legal acima mencionada de edição de Pareceres de Orientação, que trata especificamente do serviço de consulta e orientação da CVM. Dessa forma, não foram contabilizados processos que, ainda que em algum momento chamados de consultas, não tenham sido categorizados como tal pela própria CVM.

³⁹⁹ Neste ponto, é importante mencionar que essa decisão não significa que entendemos que decisões em sede de pedidos de entes regulados não possam orientar o mercado. Pelo contrário, no caso Jardim Botânico, por exemplo, a questão de fundo era um pedido de autorização para negociação de valores mobiliários. O recorte escolhido se trata de mera escolha metodológica, de buscar a maior proximidade possível à previsão legal do Parecer de Orientação. Assim, novamente tentou-se eliminar qualquer forma de ruído nos dados coletados, ainda que sob pena de eventualmente descartar uma consulta formulada com base no art. 13 da Lei 6.385/76.

⁴⁰⁰ Em linha com a nota de rodapé anterior, esclarecemos que essa decisão não significa que acreditamos que consultas formuladas por áreas técnicas sejam incapazes de orientar o mercado ou de dar ensejo a Pareceres de Orientação. Pelo contrário, reforçam como as próprias áreas técnicas identificam a necessidade de um posicionamento norteador do Colegiado em certos temas. Contudo, esta não era a pesquisa que pretendíamos conduzir neste capítulo. O recorte escolhido, novamente, é apenas uma escolha metodológica tendo em vista a busca da maior proximidade possível à previsão legal do Parecer de Orientação, dentre outras escolhas que seriam possíveis.

⁴⁰¹ Em linha com o esforço metodológico deste trabalho, buscamos ao máximo aplicar as mesmas categorizações utilizadas nas pesquisas empíricas conduzidas nos itens 9.1.1 e 9.1.2, acima.

10.2.1 *Análise quantitativa*

Feitas as exclusões mencionadas no item anterior, o espaço amostral foi reduzido para 50 (cinquenta) consultas. Nestas, três temas sobressaíram: (i) Fundos de Investimento (16); (ii) Reorganizações societárias⁴⁰² (6); e (iii) Operações societárias⁴⁰³ (5).

Com relação à principal destas, os Fundos de Investimento, chamamos a atenção, de início, para o fato de 6 (seis) destas consultas terem sido formuladas por entidades representativas⁴⁰⁴. Na medida em que se trata de entes representativos dos agentes do mercado, que os consultam e concentram seus questionamentos, acreditamos que estas consultas tenham o condão de realçar o desejo do mercado por mais orientação.

Contudo, apesar de um terço das consultas analisadas serem enquadradas nesta categoria, há que se reconhecer que, em sua essência, tratam de temas muito diversos, o que se reflete na base legal dissonante, fundada na interpretação de regramentos diversos.

O mesmo problema não foi identificado com relação às consultas referentes a Reorganização Societária. Dos 6 (seis) casos identificados, 4 (quatro) tratavam da elaboração de laudo de avaliação nestes procedimentos.

Porém, foi encontrado um problema de outra ordem nestas consultas. Seu objetivo final era, essencialmente, consultar se seria possível dispensar a elaboração de laudos de avaliação em sede das suas reorganizações societárias, ou seja, eram consultas extremamente específicas.

Entendemos que esse tipo de consulta possa representar um importante estímulo à reflexão sobre o arcabouço regulatório da CVM e sobre a flexibilização das exigências em abstrato para reorganizações societárias, como se fará no item abaixo.

⁴⁰² Para fins deste trabalho, foram consideradas “Reorganizações societárias” operações societárias para reestruturação de um grupo econômico.

⁴⁰³ Para fins deste trabalho, foram consideradas “Operações societárias” as operações entre sociedades tratadas em conjunto no Capítulo XVIII da Lei 6.404/76, quais sejam, “Transformação, Incorporação, Fusão e Cisão”, excluídas aquelas que se encaixassem no conceito de “Reorganizações societárias”.

⁴⁰⁴ O Processo RJ2010/9066 foi apresentado pelo Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – Ibracon, o Processo 19957.002943/2016-71 foi apresentado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP; o Processo 19957.004284/2016-16 foi apresentado pela Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados – ANFIC; e os Processos 19957.003090/2015-12, RJ2012/11170 e RJ2013/1139 foram apresentados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Contudo, este tipo de análise não se amolda exatamente ao tipo de orientação que se está analisando neste item, não é o impacto quantitativo destas consultas, específicas e distintas, que implica a demanda por mais orientação.

Ambas as dificuldades acima mencionadas foram identificadas na análise da categoria de Operações Societárias, que tratavam de assuntos distintos e/ou representavam consultas muito específicas, buscando, ao final, a obtenção de algum pedido.

Desta maneira, na etapa quantitativa da pesquisa, não foi possível chegar a conclusão relativa a temas aptos a serem regulados por novo Parecer de Orientação.

10.2.2 Análise qualitativa

Passamos, então à segunda etapa da análise, de viés qualitativo, em que nos debruçaremos sobre as consultas individualmente consideradas. Para definição da metodologia de análise, inspiramo-nos na resposta dada pela CVM à consulta formulada no âmbito do Processo 19957.010393/2017-45, o caso da JBS S.A. mencionado no Capítulo 4.

10.2.2.1 O Processo 19957.010393/2017-45

Neste caso, o BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”) formulou consulta sobre a legalidade do exercício de voto pelos acionistas controladores da JBS S.A. A discussão versava sobre medidas a serem adotadas frente a atos ilícitos confessados pelos controladores/administradores da companhia no âmbito dos Acordos de Colaboração Premiada e de Leniência da Operação Lava Jato e da inclusão da previsão da celebração de contratos de indenidade com administradores em seu estatuto social⁴⁰⁵.

⁴⁰⁵ Embora fuja ao escopo desta análise, na medida em que contribui para ilustrar a complexidade deste caso e da temática, registramos que esta consulta foi originalmente precedida de pedido de interrupção do prazo de antecedência da convocação de Assembleia Geral Extraordinária (“AGE”) pelo BNDESPAR, que foi indeferido pelo Colegiado. Em seguida, a AGE foi suspensa por decisão do Tribunal Regional Federal da 3ª Região ao julgar agravo de instrumento interposto pelos controladores frente à decisão de 1ª instância proibindo seu voto na AGE. A decisão determinou que a controvérsia quanto à existência de conflito de interesses fosse submetida a juízo arbitral. A SEP, por sua vez, comunicou seu entendimento de que “os acionistas controladores, Wesley Mendonça Batista e Joesley Mendonça Batista, bem como os demais administradores e ex-administradores que detêm participação acionária da Companhia, estão impedidos de exercer seu direito de voto direta e indiretamente nas deliberações (ii) e (v) previstas na ordem do dia da AGE, por força do art. 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76”.

Neste ponto, é pertinente lembrar a análise do Capítulo 7 de como todos os contratos de indenidade celebrados no mercado abarcavam todo o período em que o beneficiário tenha sido administrador, inclusive o período anterior à celebração do contrato e de como valores decorrentes de acordos em processos poderiam ser indenizados, desde que aprovados pela companhia. O risco à JBS S.A., portanto, era evidente.

Como adiantado no Capítulo 4, o conflito de interesses é a chave desta controvérsia. Seria impossível assumir que, neste caso, os controladores estariam comprometidos com o interesse social ao decidirem sobre a celebração de contratos de indenidade e responsabilização deles mesmos pelos prejuízos causados à companhia.

Diante desse cenário, apesar de a SEP já ter dado seu posicionamento favorável citado acima, o BNDESPAR formulou consulta expressa ao Colegiado sobre a existência de impedimento de voto nessa hipótese, devido à existência de conflito de interesses.

Quando recebeu a consulta, a SEP lembrou seu posicionamento anterior e apontou o entendimento do Colegiado exarado no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/10556. Este tratou do impedimento de voto do acionista administrador de companhia aberta em discussão voltada à propositura de ação de responsabilidade civil contra si.

Precedentes e posicionamentos da Superintendência, porém, não foram suficientes para o BNDESPAR, em linha com a análise no capítulo anterior quanto à utilização de Ofícios-Circulares e com a análise do próximo item quanto à orientação via jurisprudência.

Assim, o BNDESPAR insistiu em obter um posicionamento de mérito do Colegiado e formulou recurso da decisão da SEP que, repetimos, já era em seu favor. Orientações do Colegiado, inclusive para além de seus precedentes, são muito úteis para o mercado.

Retornando ao caso, mencionamos que o Diretor Relator, apesar de julgar não ser cabível tal recurso ao Colegiado, já que a SEP havia sido favorável ao pleito, entendeu que era essencial que fossem dirimidas quaisquer dúvidas para os investidores sobre o caso e sobre o posicionamento da CVM, de modo que optou por fazer considerações em abstrato.

O que nos interessa nesse momento é o porquê de ele entender que o posicionamento norteador era necessário.

Em primeiro lugar, foi ponto importante das dúvidas que circundavam este caso o fato de que, meses antes, o BNDESPAR havia apresentado pedido de interrupção do prazo de antecedência

de convocação da AGE da JBS S.A. na qual seria votada a alteração do estatuto social da companhia para inclusão da celebração de contratos de indenidade⁴⁰⁶.

Em sua decisão à época, o Colegiado julgou que não era cabível o deferimento do pedido com base no alegado conflito de interesses, conforme entendimento da SEP. Contudo, ao contrário do solicitado por esta, o Colegiado votou contrariamente à análise se havia ou não conflito de interesses. Restaria aos próprios acionistas avaliar o cabimento do voto.

Assim, tanto a SEP quanto o BNDESPAR entenderam que agora seria necessário “dirimir eventuais dúvidas quanto à decisão proferida em 29/08/17, quando do julgamento do pedido de interrupção do prazo de convocação da referida AGE”. Isto é, a decisão dada no caso concreto não havia sido eficiente em dirimir dúvidas e orientar condutas.

Nesse contexto, o Diretor Relator ressaltou por diversas vezes que a decisão anterior não havia entrado no mérito do direito de voto. Contudo, considerando a relevância do tema e a insegurança causada por possíveis interpretações equivocadas, era necessário que tecesse as considerações adicionais aqui referidas⁴⁰⁷.

Em sua análise, o Diretor Relator lembrou que, no passado, a CVM já teria dado um posicionamento norteador sobre a legalidade do voto do acionista-administrador quanto à propositura de ação de responsabilidade civil contra si⁴⁰⁸.

Embora estes precedentes já permitissem a extensão do impedimento de voto do administrador à pessoa jurídica sob o seu controle, fazê-lo dependeria da influência do controlador e circunstâncias de cada caso concreto. Ou seja, a simples existência de jurisprudência não foi capaz de orientar as condutas.

O Diretor Relator, então, fez duas considerações adicionais, buscando ampliar a orientação sobre o tema. A primeira é que essa influência pode ser facilmente pressuposta em casos de estruturas totalitárias ou fortemente concentradas de poder. A segunda é que, nestes casos, a criação de comitês para orientação de voto não representa um controle interno adequado.

⁴⁰⁶ CVM, Processo 19957.007563/2017-12, j. 29.08.2017.

⁴⁰⁷ Para os efeitos de nossa análise, importante notar que o voto faz questão de consignar que esta análise não é referente exclusivamente ao caso concreto: “Saliente-se que as considerações acima foram feitas em tese e apenas com a finalidade de esclarecimento ao mercado”.

⁴⁰⁸ CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/10556, j. 24.10.2017, já citado. Este precedente já havia sido mencionado também pela SEP, como citado acima e, por sua vez, seguiu a linha delimitada no Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2014/10060 (j. 10.11.2015), que dispunha sobre a legalidade do exercício de voto de sociedade unipessoal, cujo capital social era detido integralmente por administrador cujas contas estavam sob análise da Assembleia Geral Ordinária.

Este tipo de estrutura seria mais adequada para negociação entre duas ou mais partes, agregando, assim, elementos para a análise da comutatividade do voto⁴⁰⁹. O comitê, porém, jamais poderia votar pelo acionista e esse seria inteiramente responsável pelo seu voto.

Sobre o contrato de indenidade em si, o Diretor Relator optou por não se posicionar nem mesmo em abstrato, motivo pelo qual não nos alongaremos neste ponto. Em uma última nota, importa, porém, destacar o motivo de o Diretor Relator não ter adentrado o mérito da questão.

Isso porque estavam sendo conduzidos estudos específicos sobre o tema. Esses estudos, dentre outros motivos, também tiveram fundamento justamente em uma consulta, formulada pela ABRASCA, que fez parte diretamente da elaboração do Parecer 38⁴¹⁰.

Com base nos elementos até aqui descritos, decidimos conduzir análise das consultas do espaço amostral sob os seguintes parâmetros: (i) existência de uma orientação em abstrato; (ii) menções a precedentes; (iii) menções a estudos, diligências ou futuras reformas legais.

10.2.2.2 Conclusões da análise qualitativa

Quanto ao primeiro destes parâmetros, 36 (trinta e seis) consultas (72%) resultaram em orientações em abstrato por parte do Colegiado, aplicáveis não apenas às consultas individuais analisadas. Deste grupo, a título exemplificativo, citamos o Processo RJ2013/7690⁴¹¹.

Esta consulta nasceu da alteração do regime regulatório para intermediários em sede ofertas públicas e da consequente necessidade de conciliação das alterações com as demais normas vigentes.

Em seu voto, o Diretor Relator extrapolou o objeto da consulta para registrar que, em sua aplicação, deve ser compatibilizada apenas a Seção I, e não a Seção II da ICVM 505/11, com o

⁴⁰⁹ Entendemos que esta seja a hipótese do Parecer 35. Usamos este caso para ilustrar como, caso se realizasse aqui a transposição de uma orientação fora de seu contexto, ela estaria inadequada. Isto é, realça-se a necessidade de uma orientação específica para cada hipótese.

⁴¹⁰ CVM, Processo RJ2014/9515, j. 29.11.2017. Infelizmente, a consulta original não está disponível. Contudo, fazemos remissão à ata da reunião: “A Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM realizou apresentação inicial sobre estudo relacionado aos contratos de indenidade, expondo os principais pontos de consulta formulada pela Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA e como o tema é tratado em outras jurisdições. Após entendimentos preliminares com o Colegiado, resolveu-se que o tema será repautado, para fins de se continuar o debate, visando futura orientação da CVM sobre o assunto”. Este estudo também foi referido no Relatório n.º 83/2016-CVM/SEP/GEA-3, já mencionado, que a ele se refere como “um processo normativo na Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (‘SDM’), deflagrado a partir de um pedido da Associação Brasileira de Companhias Abertas – ABRASCA, no qual estudos mais aprofundados sobre o tema estão sendo conduzidos”.

⁴¹¹ Julgado em 05.05.2015 e 10.02.2015.

regime da ICVM 400/03 em sede de ofertas públicas. Isso porque as previsões da Seção II não eram compatíveis com a ICVM 400/03, em sua visão.

Temos aqui, portanto, a necessidade de conciliação de um novo regime, trazendo a interpretação da CVM sobre uma norma já editada, o que encontra paralelo em Pareceres de Orientação pretéritos, como o Parecer 37, editado no contexto do novo regime de contabilidade, ou os Pareceres 32 e 33, que regulamentaram novas hipóteses a partir de normas já existentes.

Com relação aos precedentes, na quase metade dos casos (46%), 23 (vinte e três), houve menção à jurisprudência do Colegiado, seja na manifestação da área técnica, seja no voto do Colegiado.

É claro que este elemento, por si só, é pouco representativo, sendo natural e salutar que a CVM tenha memória institucional. Contudo, entendemos ser mais um elemento que contribui para o entendimento de que a jurisprudência não consegue, sozinha, desempenhar o papel de orientar o mercado, em sendo necessário citá-la em sede de consultas do mercado.

Por fim, quanto ao último quesito de análise, verificamos que o Colegiado, por 9 (nove) vezes, apresentou sugestões de reforma legal ou de realização de estudos e diligências posteriores. Assim, parcela significativa das consultas (18%) deu ensejo a reflexões sobre o arcabouço regulatório da CVM.

Destas, a maioria envolvia a revisão ou elaboração de normas⁴¹² sendo identificado um caso que menciona a necessidade de se rediscutir um regime contábil específico⁴¹³ e uma menção genérica à realização de estudos para alteração das normas aplicáveis⁴¹⁴.

Merece destaque o Processo RJ2011/4494, que tratou da remuneração da administração. Em primeiro lugar, ressaltamos que se trata de tema abordado por consultas em duas outras ocasiões, situando-se dentre os que suscitaram maior interesse do mercado.

Em não tendo a CVM competência para pré-aprovar documentos societários, o Colegiado posicionou-se pela importância de tratar do tema em abstrato. Assim, como diligência, foi determinado que a SEP analisasse os limites razoáveis a serem observados quando da outorga, pela

⁴¹² O Processo 19957.002943/2016-71 menciona ser necessário alterar a Deliberação n.º 753 de 2016 para prever também as EFPC. Já no Processo 19957.009738/2016-37, Processo 19957.011103/2017-81 e no Processo 19957.002943/2016-71, foi explicitada a necessidade de elaboração de novas Deliberações. Por sua vez, o Processo 19957.005581/2016-71 menciona que a discussão em questão deveria ser retomada quando da revisão da Instrução CVM n.º 308 de 2009.

⁴¹³ Processo 19957.003735/2017-71.

⁴¹⁴ Processo RJ2014/13261.

Assembleia Geral, de poderes a outro órgão da companhia para gestão de plano de opção de compra de ações ou de outro plano de remuneração baseado em ações.

Em linha com os conceitos trabalhados nos capítulos anteriores, realçamos como se trata de tema complexo, com muitos interesses contrapostos e que envolve custos de agência e conflitos de interesses, sendo do interesse do mercado a adequada orientação sobre o tema.

Ressaltamos a reflexão exarada por Maria Helena Santana em sua declaração de voto. Em linha com o que viria a ser o Parecer 38, ela preocupou-se com deixar que a própria diretoria estipulasse o preço de alienação ou subscrição de ações de sua remuneração⁴¹⁵.

Acreditamos que as três análises conduzidas neste item 10.2.2.2 realcem, em conjunto, a importância das consultas para a edição de Pareceres de Orientação. Seja por termos identificado decisões que trazem comandos gerais que poderiam ter amparo Pareceres de Orientação; seja por demonstrarem a busca do mercado por maior orientação; ou ainda por sua relação com a construção do arcabouço regulatório da autarquia.

Assim, as consultas analisadas e o tratamento dado a elas pela CVM demonstram como permanece perfeitamente possível falar-se na edição de novos Pareceres de Orientação pela autarquia a orientarem as práticas do mercado.

Neste momento, cabe o aprofundamento sobre o último grande tópico acima introduzido, a relação da edição de Pareceres de Orientação com a jurisprudência da CVM.

10.3 Jurisprudência e orientação

Aproveitando a experiência das consultas acima descrita, adentramos nesse momento a hipótese de utilização da jurisprudência da CVM para orientação do mercado.

Também neste caso, reconhecemos a possibilidade do exercício da função de orientação para além do Parecer de Orientação e reconhecemos a validade da hipótese levantada no Capítulo 8. Há diversos votos extremamente completos, inclusive mencionados ao longo deste trabalho, com relevantes compilados de jurisprudência e doutrina que certamente ajudam a orientar o mercado.

⁴¹⁵ Em sua visão, “[o] preço de venda das ações ou de exercício das opções é o elemento mais crítico a definir a capacidade ou não desses planos de motivarem um melhor desempenho e ao mesmo tempo alinharem interesses entre colaboradores e acionistas das companhias”.

Também reconhecemos a praticidade de se orientar via jurisprudência. Uma das principais e essenciais funções do Colegiado é julgar processos, de modo que não há aqui as citadas dificuldades operacionais e de agenda regulatória da edição de Pareceres de Orientação.

Por fim, também aqui as manifestações da CVM têm fundamento em seu poder sancionador e não estão restritas ao seu poder normativo, representando, assim, o maior ponto de contato já apontado com relação à tese defendida na Parte II para o papel do Parecer de Orientação.

Contudo, entendemos que o juízo de orientar via jurisprudência deva ser sopesado por alguns fatores.

Em primeiro lugar, é importante mencionar como, do mesmo modo que em nossa análise dos Ofícios-Circulares, a superposição de formas de orientação entre Pareceres de Orientação e a jurisprudência é muito mais clara para a consolidação de entendimentos.

Isso porque parte da importância que realçamos para o Parecer de Orientação está em dar novos posicionamentos norteadores da conduta do mercado. Nesse sentido, é oportuno destacar os problemas trazidos pela divulgação de novos entendimentos e orientações por meio de votos, em processos sancionadores ou não.

De início, há que se ter em mente que processos administrativos estão restritos pelos já citados princípios constitucionais e de direito administrativo, com destaque ao princípio da segurança jurídica, dentre outros. Especificamente no contexto da Lei de Processo Administrativo, Lei 9.784/99, este princípio se encontra no art. 2º, XIII⁴¹⁶.

A inclusão do princípio da segurança jurídica na lei que rege os processos administrativos se justifica pelo fato de ser comum na seara administrativa a evolução da interpretação de determinadas normas e leis, modificando-se, dessa forma, a orientação dada e afetando situações já reconhecidas e consolidadas na vigência de orientação anterior. Assim, serve de freio à aplicação destes novos entendimentos a casos concretos⁴¹⁷.

⁴¹⁶ “Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII – interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.”

⁴¹⁷ Ponderação trazida por Maria Sylvia Zanella Di Pietro que, como ela mesma destaca no trecho referido, participou da comissão que elaborou o anteprojeto da lei 9.874/99. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 85–86.

É claro que a possibilidade da mudança de orientação não apenas é inevitável, como é também saudável ao ordenamento jurídico, e o princípio não deve ser entendido como impeditivo à condenação de flagrantes violações à lei.

Contudo, não se pode negar que tal evolução gera insegurança jurídica. Esta, por sua vez, causa o aumento dos custos de observância para investidores, perda de eficiência e de valor no mercado e fuga de capitais. Daí a importância da vedação à aplicação retroativa da evolução da interpretação.

Assim, deverá ser observado em processos administrativos o critério da vedação à aplicação retroativa de nova interpretação. Tem-se aqui um limitador temporal para a aplicação de uma orientação a casos concretos, que já foi inclusive objeto de decisão referente a nova interpretação para a aplicação do Parecer 12⁴¹⁸, atualmente cancelado.

Ainda no tópico da segurança jurídica e da celeridade, há que se questionar o quanto se pode utilizar a condenação de particulares específicos para disseminar novas orientações ou interpretações até então pouco claras. A CVM tem o papel de regular o mercado e a melhor forma de fazê-lo é justamente por meio da regulação, e não da acusação⁴¹⁹.

Nesse aspecto, retomamos a celeuma causada pela inadequada orientação dada por meio do Alerta ao Mercado. Em primeiro lugar, como visto, a orientação foi insuficiente e a conduta indesejada continuou a ser praticada por alguns anos até a edição da Deliberação 734/15.

Além disso, ressaltamos como a decisão no Caso Setin somente foi dada em 7 de agosto de 2018, cinco anos após o Alerta ao Mercado e três anos após a referida Deliberação. Este lapso prova a ineficiência em se aguardar que temas sejam levados ao Colegiado para julgamento para receberem posicionamentos norteadores.

⁴¹⁸ Voto proferido por Marcelo Trindade no julgamento dos Processos CVM RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583 (j. 21.09.2004, D. Rel. Eli Loria). Dentre outras questões, o caso tratava sobre a utilização de prejuízos em formação apurados em balanço intermediário para a redução de capital. A SEP e a SNC entendiam que o Parecer 12 representava vedação a este procedimento. Em sua ponderação, Marcelo Trindade ressaltou que a Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina havia realizado esse procedimento nos quatro exercícios sociais anteriores sem ter sido questionada e que havia um precedente da CVM que beneficiava a companhia. Além disso, o fato de os pareceres dos auditores não apresentarem qualquer ressalva contribuiria para o entendimento de que a leitura do Parecer 12 proposta pelas áreas técnicas não estava disseminada no mercado. Dessa forma, julgou inadequado que a CVM aplicasse esse entendimento no caso concreto e recomendou a elaboração de uma nova Deliberação para explicitação do entendimento pela impossibilidade de redução de capital por meio de prejuízos em formação. O Colegiado acompanhou Marcelo Trindade por maioria, decisão dada pelo voto de qualidade.

⁴¹⁹ Sobre a visão interna da regulação via acusação na SEC, inclusive suas implicações psicológicas e morais, KARMEI, Roberta S. *Creating Law at the Securities and Exchange Commission: The Lawyer as Prosecutor*. **Law and Contemporary Problems**, Durham, v. 61, n. 1, p. 33–46, Winter 1998. p. 33–46.

Por fim, é pertinente destacar como a CVM sequer conseguiu punir da maneira que julgou adequada as condutas indesejadas. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), quando do julgamento de recurso neste caso, convolou as penas de multa aplicadas pelo “período nebuloso” em pena de advertência⁴²⁰.

Relembremos, também, a experiência trazida pelos Pareceres 34 e 35, analisada no Capítulo 4, e a necessidade premente de se orientar o mercado. Ali, como visto, havia a necessidade de uma ruptura, de correção do caminho que estava sendo trilhado pelo mercado e este é um papel que pode ser mais bem desempenhado pelo Parecer de Orientação.

Ainda no tópico da celeridade, retomamos também a experiência do Parecer 36, descrita no Capítulo 3, e como a CVM precisava dar um posicionamento norteador naquele momento de pós- crise e não se sabia como e quando ela poderia ser instada a se manifestar.

Assim, com relação a toda sorte de novo posicionamento, acreditamos haver um evidente ganho de eficiência ao editar um Parecer de Orientação em vez de esperar a oportunidade de manifestar-se sobre um determinado tópico.

Retomamos também a evolução do tratamento dado pela CVM e pela SEP aos contratos de indenidade e o Parecer 38. Damos especial destaque para a decisão de Luciana Dias de 24 de julho de 2014 no âmbito do Processo CVM RJ2011/2595, que reconheceu a validade em tese dos contratos de indenidade.

Entre esta decisão e a edição deste Parecer de Orientação, em 25 de setembro de 2018, o mercado ficou sujeito exclusivamente a posições da área técnica que nunca vieram a ser consolidadas pelo Colegiado, em um ambiente de grande insegurança.

Assim, como visto, somente o Parecer de Orientação poderá ter o relevante papel de antecipar ao mercado posições em tópicos que geram incerteza, em que áreas técnicas decidem e criam parâmetros sem uma orientação clara do Colegiado.

Dessa forma, elimina-se a controvérsia cedo, dando maior clareza sobre condutas permitidas e recomendadas e maior previsibilidade e segurança jurídica e aproximando, assim, o arcabouço regulatório da CVM do ideal do Estado de Direito, como visto no Capítulo 5.

⁴²⁰ CRSFN, Processo n.º 10372.100052/2019-29 e Processo n.º 10372.100056/2019-15, j. 18.11.2020, C. Rel. Maria Rita de Carvalho Drummond.

Ao mesmo tempo, não negamos que a experiência do caso concreto possa ajudar a dar maior clareza para a própria CVM tanto com relação ao tema a ser analisado, quanto com relação à conduta esperada, isto é, a solução jurídica a ser dada.

Assim, por exemplo, como mencionado, foi a larga experiência internacional que deu o conforto para que a CVM pudesse editar o Parecer 35 e se antecipar às decisões em casos concretos.

Contudo, neste ponto nos socorremos do posicionamento dado pela CVM no julgamento dos já citados Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, que questionavam a validade do Parecer 34.

Naquela oportunidade, o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa mencionou ser possível entender que a abordagem caso a caso seja a mais adequada. Porém, quando os casos são similares, como nas operações do Parecer 34, esta abordagem é custosa, improdutiva e traz insegurança jurídica, já que os agentes econômicos dependem, sempre, da confirmação da posição da CVM sobre sua própria operação.

Com base nestes elementos, acreditamos que, mesmo para a consolidação de posicionamentos da CVM, poderá haver espaço para a orientação via Pareceres de Orientação e não apenas via jurisprudência.

É importante, mais uma vez, repisar o ponto trazido acima de que o próprio conceito de utilizar instrumentos regulatórios para a função para a qual foram criados ajuda a dar maior clareza e eficácia ao arcabouço regulatório da autarquia como um todo.

Isto é, em primeiro lugar, não há necessidade de construir arcabouços conceituais via voto enquanto existe um instrumento que é unívoco como posição do Colegiado, o Parecer de Orientação. Por sua vez, o objetivo primário da jurisprudência, seu foco, é o julgamento aprofundando de casos concretos, sendo a orientação seu subproduto indireto.

Neste ponto, realçamos uma diferença conceitual entre a jurisprudência e o Parecer de Orientação. Como decisões são sempre impulsionadas por casos concretos, o fato de serem umbilicalmente ligadas a elementos destes casos concretos acaba por dificultar a extração de orientações em abstrato da CVM.

Casos envolvendo conflitos de interesses em operações societárias, por exemplo, possuem estruturas particulares caso a caso, onde o benefício pode dar-se em instâncias diferentes, de modo que não é simples que o conceito geral da decisão seja extraído apenas do voto, o que pode ser facilitado pela edição de um Parecer de Orientação.

Nesse sentido, acreditamos não ser comparável a transparência e divulgação dada por um posicionamento via um Parecer de Orientação a ele designado e uma orientação no interior de um voto. O Parecer de Orientação é uma consolidação de posições mais forte que a consolidação feita pela jurisprudência, com maior efeito de sinalização para o mercado.

Outro ponto interessante a se realçar é que, ao se desviar o foco do voto da análise do caso concreto para realização de longas análises doutrinárias e jurisprudenciais, acaba-se por tornar o processo de julgamento mais lento e trabalhoso.

Ou seja, a iniciativa de consolidação de entendimentos via jurisprudência representa, em si, um custo de recursos e uma perda de celeridade na atuação da CVM, sendo o tempo um recurso escasso, como mencionamos.

Assim, com base em todos os elementos levantados neste item, com o perdão da longa citação, mas que exemplifica perfeitamente nossa visão, fazemos das palavras da CVM as nossas:

não há que se confundir “orientação por parte do Colegiado” com decisão em processo administrativo sancionador. O jeito mais eficiente e democrático de se passar uma orientação é por meio da edição de uma nota explicativa ou de um parecer de orientação que tem efeito normativo e são aplicáveis a todos, ao contrário de uma decisão em processo administrativo sancionador. Além do mais, utilizar a sanção sobre determinados particulares para transmitir uma orientação geral e abstrata é meio por demais oneroso para o particular atingido⁴²¹.

Assim, com base na análise teórica da jurisprudência da CVM, além da análise direta de seus precedentes, com destaque para consultas, entendemos que a orientação via Parecer de Orientação continua muito atual.

Dessa forma, acreditamos ter endereçado nesta Parte III as principais hipóteses para a pouca utilização deste instituto, justificando a concretização da tese delineada na Parte II e esperamos ter contribuído para a construção do arcabouço regulatório da CVM.

⁴²¹ CVM, Processo Administrativo Sancionador CVM 22/2004, j. 30.01.2007. D. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Souza. Decisão na apreciação de proposta de termo de compromisso em processo instaurado para avaliar a possível utilização de informação privilegiada. Em seu parecer, o Comitê de Termo de Compromisso citou 6 (seis) julgados da CVM como a “orientação do Colegiado de que, além dos requisitos mínimos estabelecidos em lei para a celebração do Termo de Compromisso, as prestações em Termos de Compromisso não destinadas ao reembolso dos prejuízos devem consistir em pagamento de valor suficiente para desestimular a prática de infrações semelhantes pelo acusado e por terceiros que estejam em situação similar à daquele”. O Diretor, assim, por mais que tenha acompanhado a recomendação do Comitê pela rejeição da proposta, esclareceu em seu voto a separação entre jurisprudência e Parecer de Orientação no trecho destacado.

11 CONCLUSÃO

Ao longo desta dissertação, acreditamos ter demonstrado como uma interpretação que serve para orientar agentes no mercado, mesmo de natureza não normativa, é uma ferramenta poderosa para indução de comportamentos no mercado de várias formas e em várias hipóteses, sendo um importante mecanismo regulatório de *soft law* à disposição da CVM.

Esta conclusão começou a se desenhar no Capítulo 2, com a análise de que falar em um Parecer de Orientação como uma opinião do Colegiado tem implicações sobre a forma como ele é idealizado, proposto, aprovado e cancelado. Além disso, tem consequências também sobre o tipo de orientação nele contida.

Em seguida, no Capítulo 3, verificamos como falar em um Parecer de *Orientação* significa que ele dá concretude à função de orientação da CVM, sendo de utilidade geral para a atuação da autarquia. Esta orientação poderá ser dada sob várias formas, em diversos contextos, a depender do enfoque dado, conforme a experiência concreta de diversos Pareceres de Orientação demonstrou.

Abrindo a Parte II, no Capítulo 4, adentramos a tese do trabalho, de que a principal importância do Parecer de Orientação está em como ele pode ser um mecanismo de indução de bons comportamentos no mercado, traçando um paralelo com *soft law*.

No Capítulo 5, vimos como, com base nos princípios gerais de direito administrativo, na função pública da CVM, e na previsão legal do Parecer de Orientação, há destacado substrato jurídico para a posição proposta de utilização do Parecer de Orientação para além da capacidade normativa da CVM, induzindo boas práticas via *soft law*.

Em seguida, no Capítulo 6, com base na análise da regulação internacional do mercado de capitais e da regulação do mercado americano feita pela SEC, demonstramos como a regulação por *soft law* faz sentido em teoria e, na verdade, já é uma realidade.

Encerrando a Parte II, o Capítulo 7 deu mais concretude a como a CVM consegue influenciar o mercado por meio de Pareceres de Orientação, conduzindo a análise quantitativa e qualitativa do impacto do Parecer 38.

Com base nas entrevistas realizadas, no Capítulo 8, levantamos três hipóteses que podem ajudar a explicar a pouca utilização do Parecer de Orientação pela CVM. Estas essencialmente

giram em torno de não ser mais necessário editar novos Pareceres de Orientação e das dificuldades em fazê-lo.

Assim, no Capítulo 9, endereçamos uma parcela destas hipóteses. Comparamos o Parecer de Orientação com todos os demais mecanismos do arcabouço regulatório da CVM, concluindo não haver um bom paralelo que possa substituí-lo dentro da tese aqui proposta.

Já no Capítulo 10, endereçamos as demais hipóteses levantadas. Assim, analisamos o reconhecimento expresso da CVM sobre a possibilidade de edição de novos Pareceres de Orientação, a existência de consultas que demonstram como há ainda espaço para a maior orientação do mercado, e a inadequação da utilização da jurisprudência para desempenhar a função de orientação na forma aqui defendida. Concluímos, assim, ainda ser atual a edição de Pareceres de Orientação.

Com base nestes elementos, confirmamos nossa hipótese inicial de que o Parecer de Orientação pode e deve ter um papel muito mais proeminente que o atual na regulação do mercado de capitais no Brasil.

Em nenhum momento neste trabalho defendemos que o Parecer de Orientação deva ser o principal instrumento regulatório da CVM. O papel primário de um órgão regulador é o de estabelecer normas e definir as regras de atuação no mercado.

Contudo, acreditamos que a CVM não deva se limitar a condutas marginais ao regular o mercado. O papel de regulação da CVM, trabalhando pela sua eficiência e a criação de valor, não apenas pode, como deve ser desempenhado com um diálogo com o mercado, com os agentes que estão fora da margem. Este diálogo, como extraído da experiência dos Pareceres 35 e 38, será efetivo e o mercado será influenciado pelas orientações da CVM.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEMOGLU, Daron; LAIBSON, David; LIST, John A. **Economics**: Global Edition. 2. ed. London: Pearson, 2019.
- AKERLOF, George Arthur. Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 84, p. 488–500, 1970.
- APPELBAUM, Binyamin. **The Economists Hour**: How the False Prophets of Free Markets Fractured Our Society. London: Picador, 2019.
- ARAGÃO, Paulo Cezar. O Parecer de Orientação 35/2008 da CVM e a Incorporação de Companhia Fechada por sua Controlada Companhia Aberta. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 522–534.
- ARMAO, Joseph J.; GRIFFITH, Brian J. The SEC’s Increasing Emphasis on Disclosing Environmental Liabilities. **Natural Resources & Environment**, Chicago, v. 11, n. 4, p. 31–35, Spring 1997.
- BALDWIN, Robert; CAVE, Martin. **Understanding Regulation**: Theory, Strategy, and Practice. Oxford: Oxford University, 1999.
- BLACK, Barbara. The SEC and the Foreign Corrupt Practices Act: Fighting Global Corruption is *Not* Part of the SEC’s Mission. **Ohio State Law Journal**, Columbus, v. 73, n. 5, 1093–1119, 2012.
- BLACK, Julia. Critical Reflections on Regulation. **Australian Journal of Legal Philosophy**, Sydney, v. 27, p. 1–35, 2002.
- BRAITHWAITE, John. Neoliberalism or Regulatory Capitalism. **RegNet Occasional Paper No. 5**, Canberra, p. 1–43, Oct. 2005.
- BRAITHWAITE, John. **Regulatory Capitalism**: How it Works, Ideas for Making it Work Better. Cheltenham: Edward Elgar, 2008.
- CADMUS, Eduard H. Revisiting the SEC’s Memoranda of Understanding: A Fresh Look. **Fordham International Law Journal**, New York, v. 33, n. 6, p. 1800–1859, 2011.
- CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. **Direito societário e regulação econômica**. Barueri: Manole, 2018.
- CARRIGAN, Christopher; COGLIANESE, Cary. Capturing Regulatory Reality: Stigler’s The Theory of Economic Regulation. **University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economic Research Paper No. 16–15**, Philadelphia, p. 1–13, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805153. Acesso em 30 out. 2021.

- CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Art. 4º. In CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.) **Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 115-131.
- CHOI, Stephen J.; DAVIS, Kevin E. Foreign Affairs and Enforcement of the Foreign Corrupt Practices Act. **Journal of Empirical Legal Studies**, Ithaca, v. 11, n. 3, p. 409–445, Sept. 2014.
- CODORNIZ, Gabriela; HEBLING, Julia. Condo-Hotéis: A evolução do entendimento da CVM à luz do Caso Setin. In: BORBA, Gustavo Tavares, BORBA, Rodrigo Tavares, ALMEIDA, José Gabriel Assis de (Orgs.). **Comissão de Valores Mobiliários: precedentes comentados**. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 599–626.
- COFFEE JR., John. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in Separation of Ownership and Control. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 111, n. 1, p.1–82, Oct. 2001.
- COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. 3. ed. Massachusetts: Addison Wesley Longman, 2000.
- COUTINHO, Diogo Rosenthal. Regulation and Its Crisis. **LSE-CARR Discussion Paper**, v. 84, p. 73–77, 2016.
- CRETELLA JÚNIOR, José. Princípios informativos do direito administrativo. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 63, p. 263–285, 1967. p. 272–274. Disponível em <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66562>. Acesso em: 19 set. 2021.
- DEATHERAGE, Scott D. The SEC Enters the Fray on Climate Risk Disclosure. **Natural Resources & Environment**, Chicago, v. 25, n. 3, p. 35–39, Winter 2011.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Auto-regulação no Mercado de Valores Mobiliários**. 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um estudo empírico das transações com partes relacionadas**. 280 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.
- DOWNAR, Benedikt; ERNSTBERGER, Jürgen; RETTENBACHER, Hannes; SCHWENEN, Sebastian; ZAKLAN, Aleksandar. Fighting Climate Change with Disclosure? The Real Effects of

Mandatory Greenhouse Gas Emission Disclosure. **DIW Berlin Discussion Paper No. 1795**, Berlin, p. 1–42, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3352390>. Acesso em: 21 mai 2021.

DRIMMER, Jonathan C.; PHILLIPS, Noah Joshua. **Sunlight for the Heart of Darkness: Conflict Minerals and the First Wave of SEC Regulation of Social Issues**. p. 1–23, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1812063>. Acesso em: 20 nov. 2019.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada: Arts. 138 a 205**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 3.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 21, n. 45, p. 48–59, jan./mar. 1982.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019.

FERRANDO, Tomaso; FULLI-LEMAIRE, Samuel. Global supply chains: Doe vs. Nestle. In: WATT, Horatia Muir et al. (Eds.). **Global Private International Law: Adjudication without Frontiers**. Cheltenham: Edward Elgar, 2019. p. 236-254.

FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflitos de interesse)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)**. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio. **Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

KARMEL, Roberta S. Creating Law at the Securities and Exchange Commission: The Lawyer as Prosecutor. **Law and Contemporary Problems**, Durham, v. 61, n. 1, p. 33–46, Winter 1998.

KARMEL, Roberta S.; KELLY, Claire R. The Hardening of Soft Law in Securities Regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, New York, v. 34, n. 3, p. 883–951, 2009.

KENNEDY, David. **A World of Struggle: How Power, Law, and Expertise Shape Global Political Economy**. Princeton: Princeton University, 2016.

KHAN, Mozaffar N., SERAFEIM, George, YOON, Aaron. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, v. 91, n. 6, p. 1697–1724, 2016.

KOOP, Christel; LODGE, Martin. What is regulation? An interdisciplinary concept analysis. **Regulation and Governance**, Hoboken, v. 11, n. 1, p. 95–108, March 2017.

KRUEGER, Philipp. Climate Change and Firm Valuation: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. **Swiss Finance Institute Research Paper n.º 15–40**, p. 1–55, 2015. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=2565523>. Acesso em: 21 mai 2021.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais e “Insider Trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEVI-FAUR, David. Foreword. In: BRAITHWAITE, John. **Regulatory Capitalism: How it Works, Ideas for Making it Work Better**. Cheltenham: Edward Elgar, 2008. p. vii–x.

LEVI-FAUR, David. The Odyssey of the Regulatory State: From a “Thin” Monomorphic Concept to a “Thick” and Polymorphic Concept. **Law & Policy**, Denver, v. 35, n. 1–2, p. 29–50, Jan./Apr. 2013.

LOBEL, Orly. The Renew Deal: The Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 89, p. 342–470, 2004.

LODGE, Martin; WEGRICH Kai. **The Regulatory State in Crisis: a public administration moment?** n. p., 2014. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/242769864>. Acesso em: 31 mai. 2020.

MAZZUCATO, Mariana. **The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy**. London: Penguin, 2018.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 27. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World**. Chicago: University of Chicago, 2008.

MOREIRA, Egon Bockmann. **Processo Administrativo: Princípios Constitucionais e a Lei 9.784/1999**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

MYRDAL, Gunnar. **Asian Drama: An Inquiry Into the Poverty of Nations**. New York: Pantheon, 1968, v. 3.

NASSER, Salim Hikmat; RACHMAN, Nora; PRADO, Viviane Muller. Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e *accountability*. **Revista de Direito Internacional**, Brasília, v. 13, n. 1, p. 268–283, 2016.

OCHOA, Christiana; KEENAN, Patrick James. Regulating Information Flows, Regulating Conflict: An Analysis of United States Conflict Minerals Legislation. **Goettingen Journal of International Law**, Göttingen, v. 3, p. 129–154, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1809871>. Acesso em: 20 nov. 2019.

PIKETTY, Thomas. **O capital no século XXI**. Trad. Monica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

PISTOR, Katharina. **The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality**. Princeton: Princeton University, 2019.

PORTER, Michael E.; LINDE, Claas van der. Green and Competitive: Ending the Stalemate. **Harvard Business Review**, Boston, v. 73, n. 5, p. 120–134, Sept./Oct. 1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/09/green-and-competitive-ending-the-stalemate>. Acesso em: 12 ago. 2021.

PRADO, Viviane Muller; SAMPAIO, Luiza Saito. Enforcing International Financial Standards in Brazil: Limits and Possibilities for Adoption of IOSCO Principles. **FGV Direito SP Research Paper Series n. 23**, São Paulo, p. 1–35, 2014. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11839/RPS_95_vers%C3%A3o%202.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 ago. 2021.

QU, Sandy Q.; Dumay, John. The qualitative research interview. **Qualitative Research in Accounting and Management**, Bingley, v. 8, n. 3, p. 238–264, 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2058515. Acesso em: 11 set 2021.

QUEIROZ, Rafael Mafei Rabelo; FEFERBAUM, Maria (Coords.). **Metodologia da Pesquisa em Direito: técnicas e abordagens para elaboração de monografias, dissertações e teses**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. **A Capacidade Normativa de Conjuntura no Direito Econômico: O Déficit Democrático da Regulação Financeira**. 204 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 139 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Inclusion Gains in Markets for Scarce Products**. n. p., 2014. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3386817. Acesso em: 20 nov. 2019.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Monopolies and Underdevelopment: From Colonial Past to Global Reality**. Cheltenham: Edgar Elgar, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto; IDO, Vitor. Global Corruption and Economic Power. In: WATT, Horatia Muir et al. (Eds.). **Global Private International Law: Adjudication Without Frontiers**. Cheltenham: Edward Elgar, 2019. p. 223-235.

SCHAPIRO, Mario. Do Estado Desenvolvimentista ao Estado Regulador? Transformação, Resiliência e Coexistência entre Dois Modos de Intervenção. **Revista Estudos Institucionais**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 2, p. 572–614, 2018.

SCHWARTZ, Jeff. The Conflict Minerals Experiment. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, v. 6, p. 129–186, 2015.

SCHWARTZ, Jeff; NELSON, Alexandra. Cost-Benefit Analysis and the Conflict Minerals Rule. **Administrative Law Review**, Washington, p. 1–70, June 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2714620>. Acesso em: 20 nov. 2019.

SHIPP, Bryan Thomas. Filling Gaps in European Union Securities Law: Contractually Organized Supervision & the College of European Regulators. **American University International Law Review**, Washington, v. 23, n. 2, p. 387–450, 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1151037. Acesso em: 27 abr. 2021.

SILVA, Victor Hugo Cunha, PRADO, Viviane Muller. Seguro D&O e enforcement no mercado de capitais: solução ou obstáculo? In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). **Direito Societário e Outros Temas de Direito Empresarial Aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 889–908.

SOUZA, Paloma dos Reis Coimbra de. **A tomada de controle de companhia aberta: a poison pill à brasileira**. 200 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

STIGLER, George J. The Theory of Economic Regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Santa Monica, v. 2, n. 1, p. 3-21, Spring 1971.

STIGLITZ, Joseph E. **People, Power and Profits: Progressive Capitalism for an Age of Discontent**. New York: W.W. Norton Company, 2020.

TRUBEK, David M.; TRUBEK, Louise G. New Governance & Legal Regulation: Complementarity, Rivalry, and Transformation. **Columbia Journal of European Law**, New York, v. 13, p. 1–26, 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988065#. Acesso em: 2 nov. 2021.

TRUBEK, David; TRUBEK, Louise. Hard and Soft Law in the Construction of Social Europe: the Role of the Open Method of Co-ordination. **European Law Journal**, Oxford, v. 11, n. 3, p. 343–364, May 2005.

WASIM, Roshaan. Corporate (Non)disclosure of Climate Information. **Columbia Law Review**, New York, v. 119, n. 5, p. 1311–1354, June 2019.

WATT, Horatia Muir. Private International Law Beyond the Schism. **Transnational Legal Theory**, North York, v. 2, n. 3, p. 347–428, 2011.

WELDON, Marcia Narine. From Kansas to the Congo: Why Naming and Shaming Corporations through Dodd-Frank’s Corporate Governance Disclosure Won’t Solve a Human Rights Crisis. **Regent University Law Review**, Virginia Beach, v. 25, p. 351–401, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2228737>. Acesso em: 20 nov. 2019.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WOODY, Karen E., Conflict Minerals Legislation: The SEC’s New Role as Diplomatic and Humanitarian Watchdog. **Fordham Law Review**, New York, v. 81, n. 3, p. 1315–1351, 2012. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2182025>. Acesso em: 20 nov. 2019.

YAZBEK, Otávio. Crise, inovação e regulação no mercado financeiro – considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão. In: SATIRO, Francisco (Coord.). **Mercado de capitais: aspectos jurídicos**. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 121–168.

ZEFF, Stephen. The Evolution of the IASC into the IASB, and the Challenges it Faces. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, v. 87, n. 3, p. 807–837, May 2012.

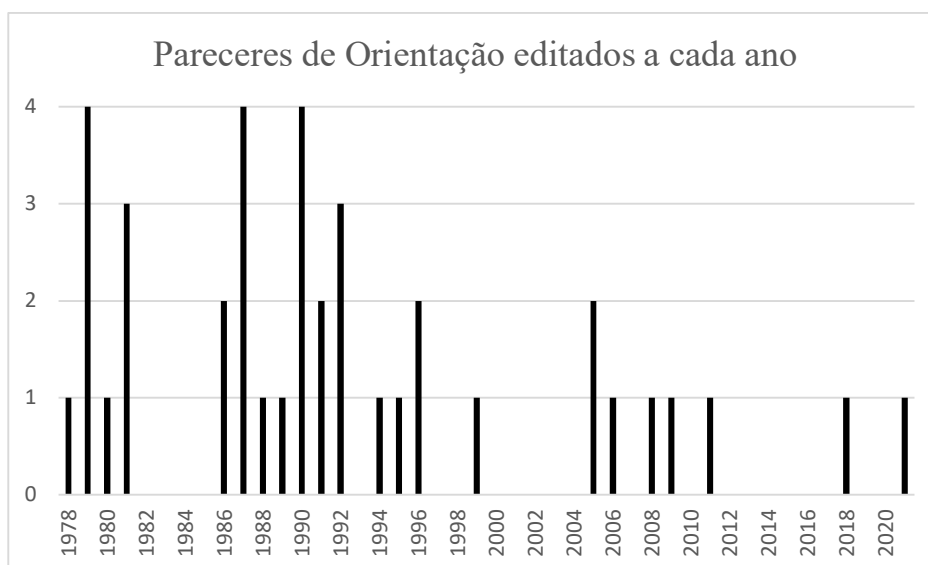
APÊNDICE A – PARECERES DE ORIENTAÇÃO

N.º	Data de publicação	Disposição	Objeto
1	27.09.1978	Interpretação do parágrafo 1º do art. 170 da Lei 6.404/76. Esclarecimento de que os parâmetros exarados no referido dispositivo devem ser observados sempre que possível, devendo a companhia demonstrar a impossibilidade de fazê-lo.	Interpretação
2	15.02.1979	Interpretação da regra do art. 167 da Lei 6.404/76. Esclarecimento da obrigatoriedade da correção monetária do valor do capital social utilizando a reserva de capital. Esclarecimento da não aplicação da exceção prevista no art. 297 à maioria das companhias. Esclarecimento sobre a incidência dos princípios relativos às demonstrações financeiras a todas as companhias abertas.	Interpretação
3	15.03.1979	Interpretação do art. 297 da Lei 6.404/76. Esclarecimento sobre a extensão da aplicabilidade do artigo.	Interpretação
4	01.10.1979	Aplicação do regime de demonstrações financeiras previsto na Lei 6.404/76. Parecer publicado em resposta à alta incidência de incorreções nas demonstrações financeiras. Enfoque na conformidade das demonstrações com a Instrução 01, revogada em 1996.	Instrução
5	03.12.1979	Interpretação do parágrafo 1º do art. 170 da Lei 6.404/76. Esclarecimento das hipóteses de diversidade do preço de emissão de ações de tipos diferentes em hipótese de aumento de capital.	Interpretação
6	28.04.1980	Interpretação dos arts. 1º e 2º da Resolução CMN n.º 454/77. Esclarecimento sobre a ausência de acusações em sede de inquérito administrativo.	Interpretação
7	05.03.1981	Esclarecimentos sobre o método de contabilização do IOF	Interpretação
8	04.08.1981	Esclarecimento sobre a impossibilidade da homologação de aumento de capital em desconformidade com o aumento aprovado. Esclarecimento da impossibilidade da homologação de aumento de capital não inteiramente subscrito com base no art. 170, §6º, da Lei 6.404/76	Interpretação
9	01.10.1981	Garantia de amplo acesso na subscrição pública de ações. Ressalta o objetivo de ampliação da base acionária. Enfoque na garantia de amplo acesso prevista na Instrução 13/80, revogada.	Interpretação
10	23.05.1986	Esclarecimentos sobre a elaboração de demonstrações financeiras extraordinárias em conformidade com as Instruções n.º 48 e 50. Fruto de dúvidas suscitadas pelas companhias abertas.	Instrução
11	15.09.1986	Esclarecimentos sobre a elaboração das demonstrações financeiras relativas ao ano de 1986 em conformidade com as Instruções n.º 48, 50, 52 e 53.	Instrução
12	12.01.1987	Esclarecimento de hipótese em que se admite correção monetária de resultados intermediários. Fruto de dúvidas suscitadas pelas companhias abertas.	Instrução
13	06.07.1987	Esclarecimento sobre o teor transitório das disposições da Deliberação 08/80	Instrução
14	14.12.1987	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras contábeis conforme a Instrução 64, já revogada. Fruto de dúvidas suscitadas pelas companhias abertas.	Instrução
15	28.12.1987	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1987.	Instrução

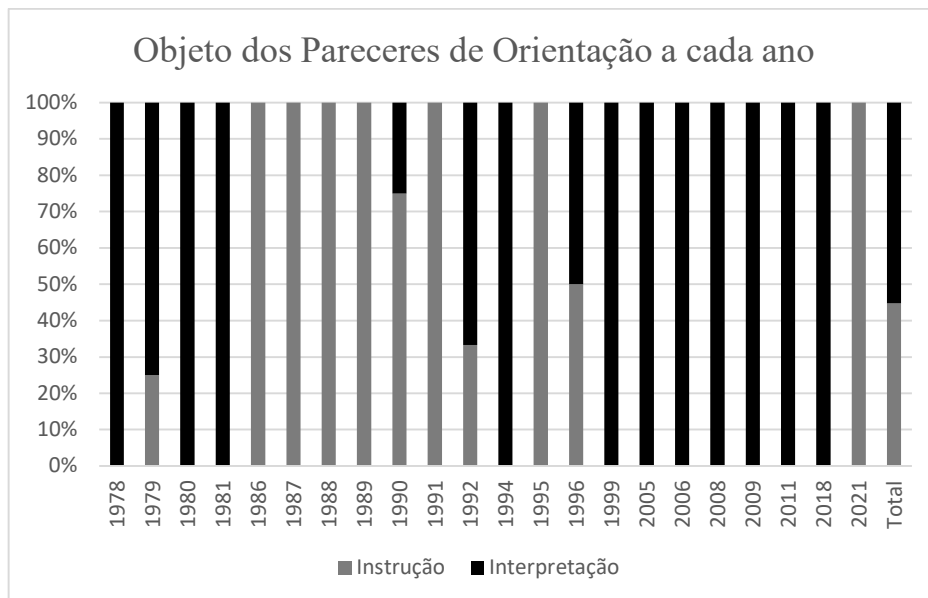
16	17.11.1988	Esclarecimentos sobre a base de cálculo do dividendo de ações preferenciais. Inclusão da correção monetária quando o cálculo é realizado com base em percentual sobre o capital social.	Instrução
17	15.02.1989	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1988. Reconhecimento de que é uma resposta aos desvios que não foram corrigidos no Parecer de Orientação n.º 15 e aos novos desvios que surgiram.	Instrução
18	18.01.1990	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1989. Declaração de que visa melhorar a qualidade das informações divulgadas e reduzir as republicações.	Instrução
19	09.05.1990	Interpretação do art. 161, §4º, a, da Lei 6.404/76. Esclarecimentos sobre a contagem de votos e os interesses a serem considerados pelo acionista quando de seu voto.	Interpretação
20	01.08.1990	Procedimentos para a elaboração das Informações Trimestrais	Instrução
21	27.12.1990	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1990.	Instrução
22	16.01.1991	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1990 em complementação ao Parecer de Orientação n.º 21.	Instrução
23	31.07.1991	Procedimentos a serem observados quando do aumento de capital para que o processo de emissão e registro de distribuição de ações seja mais célere. Esclarecimento da época, dos critérios, previsões estatutárias e procedimentos para a emissão de novas ações em sede de aumento de capital.	Instrução
24	15.01.1992	Procedimentos para a elaboração de demonstrações financeiras referentes ao ano de 1991.	Instrução
25	12.03.1992	Interpretação do art. 30 da Instrução CVM n.º 177. Esclarecimento sobre a possibilidade de aquisição em bolsa de mercadorias de índices de ações e opções.	Interpretação
26	07.04.1992	Interpretação dos arts. 4 e 5 da Lei 8.021/90. Esclarecimentos sobre o regime de transição frente à impossibilidade de negociação de ações endossáveis e ao portador	Interpretação
27	27.01.1994	Procedimentos para elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Complementação dos Pareceres de Orientação n.º 14, 17, 18, 21 e 24. Interpretação da Instrução CVM n.º 191, já revogada. A atualização foi necessária para adaptação ao uso de moeda de capacidade aquisitiva constante.	Interpretação
28	04.01.1995	Instruções para a elaboração de regulamentos de fundos de investimento em ações voltado para investimentos em países do Mercosul.	Instrução
29	11.04.1996	Orientações para a divulgação voluntária de informações com base na “Política de Divulgação de Informações”	Instrução
30	09.09.1996	Interpretação do art. 100, §1º da Lei 6.404/76. Esclarecimentos sobre quais tipos de informações devem ser divulgadas pelo público quando requerido.	Interpretação
31	24.09.1999	Interpretação do art. 3º da Instrução CVM n.º 301, já revogada. Esclarecimentos sobre o teor das informações a serem prestadas pelos clientes e mantidas pelas pessoas jurídicas abarcadas pela Instrução.	Interpretação
32	30.09.2005	Interpretação dos arts. 16 e 19, §3º, III, Lei 6.385/76 sobre a caracterização de uma oferta como pública quando do uso da Internet para comunicação e do exercício de atividade sujeita à autorização da CVM.	Interpretação
33	30.09.2005	Interpretação dos arts. 19 e 21 da Lei n.º 6.385/76 e do art. 4º, §1º e §2º da Lei n.º 6.404/76 sobre a caracterização de uma oferta como	Interpretação

		pública quando a emissora está localizada em outra jurisdição e a necessidade de registro dos participantes destas operações.	
34	18.08.2006	Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76 a respeito do impedimento de voto em caso de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão da companhia por espécie, classe ou titularidade.	Interpretação
35	01.09.2008	Interpretação sobre os deveres fiduciários dos administradores em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo uma sociedade controladora e sua controlada.	Interpretação
36	23.06.2009	Interpretação sobre a legalidade de cláusulas estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem pela restrição ou supressão de cláusulas de proteção à dispersão acionária	Interpretação
37	22.09.2011	Aplicação do conceito de primazia da essência na elaboração das demonstrações contábeis	Interpretação
38	25.09.2018	Interpretação da aplicação dos deveres fiduciários aos administradores quando da negociação de contratos de indenidade celebrados com as companhias que administram.	Interpretação
39	20.12.2020	Instruções para publicação das demonstrações financeiras de forma resumida.	Instrução

FIGURA 1.1: Pareceres de Orientação editados a cada ano



Fonte: Figura elaborada pelo autor

FIGURA 1.2: Objeto dos Pareceres de Orientação

Fonte: Figura elaborada pelo autor

APÊNDICE B – PARECER DE ORIENTAÇÃO 38

Tabela 6.1: Tratamento sobre contratos de indenidade pré Parecer 38

Segmento ¹	Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Total	136	13	1	20	26	171	367
Estatuto	4	0	0	0	0	0	4
%	2,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,09%
Contratos²	2	0	0	0	0	7	9
%	1,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,09%	2,45%
Políticas	1 ³	0	0	0	0	0	1
%	0,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,27%
Total de cias com menções⁴	7	0	0	0	0	7	14
%	5,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,09%	3,81%

Tabela 6.2: Tratamento sobre contratos de indenidade pós Parecer 38

Segmento	Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Total de cias	189	15	2	23	27	174	430
Estatuto	39	0	0	3	4	6	52
%	20,63%	0,00%	0,00%	13,04%	14,81%	3,45%	12,09%
Contratos	15	2	0	2	7	4	30
%	7,94%	13,33%	0,00%	8,70%	25,93%	2,30%	6,98%
Políticas	5	0	0	1	3	2	11

¹ Para esta análise, nos baseamos no segmento em que a companhia se encontrava na data em que coletamos seus dados. Por exemplo, Smiles Fidelidade S.A., após a reestruturação do seu grupo societário deixou o Novo Mercado para o segmento tradicional em 21 de junho de 2021, tendo sido contabilizada neste último. Este padrão será seguido em todos os próximos subitens.

² Na medida em que o campo específico para registro de contratos de indenidade somente foi criado após a edição do Parecer 38, esta linha representa tanto aqueles aprovados em Assembleia Geral conforme divulgado em ata quanto aqueles, embora anteriores ao Parecer 38, foram mesmo assim registrados.

³ De modo ser o mais fiel possível à realidade analisada, contabilizamos esta política ainda que houvesse apenas registro da aprovação em ata de Assembleia Geral da Atma Participações S.A. de política de indenização de administradores, sem o registro da política em si. Este padrão será seguido em todos os próximos subitens.

⁴ Esta linha indica o total de companhias que fazem menção a contratos de indenidade em seus documentos, excluindo-se as intersecções. Assim, não necessariamente este número representará a soma exata dos parâmetros anteriores. Este padrão será seguido em todos os próximos subitens.

%	2,65%	0,00%	0,00%	4,35%	11,11%	1,15%	2,56%
Total de cias com menções	46	2	0	4	9	11	72
%	24,34%	13,33%	0,00%	17,39%	33,33%	6,32%	16,74%

Tabela 6.3: Evolução do tratamento sobre contratos de indenidade⁵

Segmento		Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Estatuto	Variação (N.º)	35	0	0	3	4	6	48
	Variação (%)	875,00%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1200,00%
Contratos	Variação (N.º)	13	2	0	2	7	-3	21
	Variação (%)	650,00%	N/A	N/A	N/A	N/A	(42,86)%	233,33%
Políticas	Variação (N.º)	4	0	0	1	3	2	10
	Variação (%)	400,00%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1000,00%
Total com menções	Variação (N.º)	40	2	0	4	11	4	61
	Variação (%)	571,43%	N/A	N/A	N/A	N/A	57,14%	435,71%

Tabela 6.4: Tratamento sobre contratos de indenidade pós Parecer 38 no IBOVESPA

IBOVESPA (79 cias)	2018	2021	Variação (N.º/%)
Estatuto	3	13	10
%	3,80%	16,46%	333,33%
Contratos	1	9	8
%	1,27%	11,39%	800,00%
Políticas	0	5	5

⁵ A tabela foi elaborada tanto com a variação em números absolutos quanto com relação à variação percentual. Embora, é claro, a variação percentual seja um padrão de referência muito mais adequado, ela apresenta duas dificuldades. A primeira é a de que, como muitas companhias não divulgavam nenhum documento, é impossível contabilizar a variação percentual. Sendo impossível realizar divisões por 0, preenchemos as células como “Não Aplicável”. A segunda é a de que quando juntamos conjuntos de números de grandezas distintas, como as 189 companhias no Novo Mercado e 2 do Bovespa Mais 2, a análise exclusiva da variação percentual pode gerar distorções. Assim, acreditamos que as análises se complementem.

%	0,00%	6,33%	N/A
Total com menções	4	20	16
%	5,06%	25,32%	400,00%

Tabela 6.5: IPOs e o Parecer 38

Segmento		Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Total		53	2	1	3	1	3	63
Estatuto	N.º	20	0	0	2	1	1	24
	Percentual entre companhias que fizeram IPO (%)	37,74%	N/A	N/A	66,67%	100,00%	33,33%	38,10%
	Percentual entre companhias que se adaptaram no segmento (%)	51,28%	N/A	N/A	66,67%	25,00%	16,67%	46,15%
Contratos	N.º	3	0	0	0	0	0	3
	Percentual entre companhias que fizeram IPO (%)	5,66%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4,76%
	Percentual entre companhias que se adaptaram no segmento (%)	20,00%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10,71%
Políticas	N.º	0	0	0	0	0	0	0
	Percentual entre companhias que fizeram IPO (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0
	Percentual entre companhias que se adaptaram no segmento (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0,00%
N.º		20	0	0	2	1	1	24

Total com menções	Percentual entre companhias que fizeram IPO (%)	37,74%	N/A	N/A	66,67%	100,00%	33,33%	38,10%
	Percentual entre companhias que se adaptaram no segmento (%)	44,44%	N/A	N/A	50,00%	12,50%	9,09%	34,29%

Tabela 6.6: Análise dos documentos societários

Segmento	Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Total de documentos	59	2	0	6	14	12	93
Estatuto	39	0	0	3	4	6	52
Percentual do total%	66,10%	0,00%	N/A	50,00%	28,57%	50,00%	55,91%
Contratos	15	2	0	2	7	4	30
Percentual do total%	25,42%	100,00%	N/A	33,33%	50,00%	33,33%	32,26%
Políticas	5	0	0	1	3	2	11
Percentual do total%	8,47%	0,00%	N/A	16,67%	21,43%	16,67%	11,83%

Tabela 6.7: Análise da conjugação dos documentos societários

Segmento	Novo Mercado	Bovespa mais	Bovespa Mais 2	Nível 2	Nível 1	Tradicional	Agregado
Total de documentos	46	2	0	4	9	11	72
Apenas estatuto	28	0	0	2	1	6	37
Apenas contratos	5	2	0	1	3	4	15

Apenas políticas	2	0	0	0	1	1	4
Apenas estatuto e contratos	8	0	0	0	2	0	10
Apenas estatuto e políticas	1	0	0	0	0	0	1
Apenas contratos e políticas	0	0	0	0	1	0	1
Estatuto, contratos e políticas	2	0	0	1	1	0	4

APÊNDICE C – DELIBERAÇÕES

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
800	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoa não autorizada pela CVM, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM n.º 558, de 25 de março de 2015.
799	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
798	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revogação de proibição temporária de atuação no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários amparadas pelo regime específico da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009.
797	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspensão de oferta pública de valor mobiliário distribuída com esforços restritos em inobservância ao artigo 10 da Instrução CVM n.º 476 de 16 de janeiro de 2009 e proibição temporária de atuação no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários amparadas pelo regime específico da mesma Instrução.
796	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Proibição temporária de atuação no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários amparadas pelo regime específico da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009.
795	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspensão de Negociação de Cotas de Fundo de Investimento Imobiliário, nos termos do art. 9º, § 1º, inciso I, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.
794	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Oferta pública de valor mobiliário distribuída com esforços restritos em inobservância ao artigo 10 da Instrução CVM n.º 476 de 16 de janeiro de 2009.
793	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.

¹ A vigência corresponde à vigência das normas na data de edição do Parecer 38.

² Conforme descrição dada pela CVM a cada Deliberação em seu site.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
792	Vigente	Administração ³	Alteração de Deliberação ⁴	Altera a Deliberação CVM n.º 757, de 24 de novembro de 2016, que estabelece o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários.
791	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
790	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
789	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
788	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 12 referente aos Pronunciamentos Técnicos CPC 01 (R1), CPC 02 (R2), CPC 04 (R1), CPC 07 (R1), CPC 10 (R1), CPC 11, CPC 15 (R1), CPC 16 (R1), CPC 18 (R2), CPC 20 (R1), CPC 21 (R1), CPC 23, CPC 24, CPC 25, CPC 26 (R1), CPC 27, CPC 28, CPC 31, CPC 32, CPC 37 (R1), CPC 39, CPC 40 (R1), CPC 41, CPC 45 e CPC 46 e às Interpretações Técnicas ICPC 01 (R1), ICPC 03, ICPC 13, e ICPC 16 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC.
787	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 06 (R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de operações de arrendamento mercantil.
786	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 21 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de transação em moeda estrangeira e adiantamento.
785	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.

³ Embora se trate da maneira como será implementada a fiscalização da CVM, consideramos as Deliberações que estruturavam o Sistema de Supervisão de Risco parte de sua organização interna e, portanto, exercício da atividade de administração.

⁴ Consideramos o tema de uma deliberação como “alteração de deliberação” apenas quando a Deliberação não continha qualquer disposição própria além daquela modificada em outras deliberações. Nesse sentido, entendemos pertinente classificar estas deliberações dentro da mesma atividade da Deliberação alterada.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
784	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do artigo 27-E da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM n.º 483, de 06 de julho de 2010.
783	Vigente	Autorização	Consultor de valores mobiliários	Aprova exames para a comprovação de qualificação técnica no processo de obtenção de autorização de consultores de valores mobiliários.
782	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN para dispensar certos requisitos de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP).
781	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
780	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM n.º 538, de 05 de março de 2008 e a Deliberação CVM n.º 558, de 12 de novembro de 2008.
779	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
778	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 23 e 27-E da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
777	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
776	Vigente	Normatização	Débitos à CVM	Regulamenta o Programa de Regularização de Débitos não Tributários - PRD junto à Comissão de Valores Mobiliários - CVM instituído por meio da Medida Provisória n.º 780, de 19 de maio de 2017.
775	Vigente	Normatização	Processo administrativo sancionador	Dispõe sobre o rito simplificado de processo administrativo sancionador e acrescenta dispositivos à Deliberação CVM n.º 538, de 5 de março de 2008.
774	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN para autorizar o estabelecimento de quórum simples para aprovação, em assembleia geral de cotistas de Fundos de Investimento Imobiliário, das matérias em que especifica referentes às adaptações dos seus regulamentos às disposições da Instrução CVM n.º 571, de 25 de novembro de 2015.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
773	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM n.º 558, de 25 de março de 2015.
772	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para apreciar pedidos de dispensa dos requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM n.º 414/04, para colocação de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação junto a investidores não qualificados, em ofertas públicas de distribuição realizadas no âmbito da Instrução CVM n.º 400/03.
771	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM n.º 558, de 12 de novembro de 2008, que dispõe sobre o procedimento de sorteio de processos e as normas atinentes ao impedimento e à suspeição dos membros do Colegiado, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.
770	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 23 e 27-E da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
769	Vigente	Autorização	Oferta pública de distribuição de valores mobiliários	Revogação da suspensão de oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos em inobservância ao artigo 9º da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009.
768	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do artigo 27-E da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM n.º 483, de 06 julho de 2010.
767	Vigente	Autorização	Oferta pública de distribuição de valores mobiliários	Suspensão de oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos em inobservância ao artigo 9º da Instrução CVM n.º 476 de 16 de janeiro de 2009.
766	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
765	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, arts. 7º e 17 da Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014, art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
764	Vigente	Autorização	Administrador de carteira de valores mobiliários	Estabelece critérios para dispensar as sociedades seguradoras, resseguradores, entidades abertas de previdência privada, entidades fechadas de previdência

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				complementar e instituições financeiras do registro de administrador de carteira de valores mobiliários.
763	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 48 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de instrumentos financeiros.
762	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 47 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de receita de contrato com cliente.
761	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 10 referente aos Pronunciamentos CPC 03 (R2) e CPC 32 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis
760	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 09 referente aos Pronunciamentos CPC 02 (R2), CPC 26 (R1), CPC 39 e Interpretação Técnica ICPC 09 (R2) emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
759	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM n.º 390, de 8 de maio de 2001.
758	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Instrução CVM n.º 558, de 25 de março de 2015.
757	Vigente	Administração	Sistema de Supervisão Baseada em Risco	Estabelece o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários.
756	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para apreciar pedidos de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos em ofertas públicas de aquisição de ações de que tratam o caput do art. 34 da Instrução CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, bem como para autorizar a formulação de uma única oferta pública de aquisição de ações, visando a mais de uma das finalidades previstas na mesma Instrução.
755	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, arts. 7º e 18 da Instrução CVM n.º 555, de 01 de outubro de 2015, art. 2º da Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
754	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM n.º 498, de 24 de janeiro de 2006.
753	Revogada	Autorização	Administrador de carteira de valores mobiliários	Estabelece critérios para dispensar as sociedades seguradoras, resseguradores, entidades abertas de previdência privada e instituições financeiras do registro de administrador de carteira de valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
752	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM n.º 734, de 17 de março de 2015.
751	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para conceder dispensas à observância dos limites de que trata o artigo 15 da Instrução CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, nas ofertas públicas de aquisição de ações para saída dos segmentos especiais de negociação de valores mobiliários da BM&FBovespa.
750	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM n.º 296, de 18 de dezembro de 1998, na Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, e na Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, ou sem a dispensa de registro prevista na Deliberação CVM n.º 734, de 17 de março de 2015.
749	Vigente	Administração	Organização interna	Dispõe sobre a autorização para reprodução e utilização da sigla, do logotipo e do slogan da CVM. Revoga a Deliberação CVM n.º 502, de 10 de março de 2006.
748	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
747	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspensão de Negociação de Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, nos termos do art. 9º, § 1º, inciso I, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.
746	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 15, 19, § 4º, e 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e arts. 7º e 17 da Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014, e art. 3º da Instrução CVM n.º 306, de 5 de maio de 1999
745	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta de Oferta de Fundos de Investimento Inexistentes
744	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos art. 27 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e art. 5º da Instrução CVM n.º 483 de 06 de julho de 2010.
743	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e do art. 3º da Instrução CVM n.º 306, de 5 de maio de 1999.
742	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos art. 27 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, Instrução CVM n.º 43 de 05 de março de 1985 e art. 5º da Instrução CVM n.º 483 de 06 de julho de 2010.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
741	Vigente	Normatização	Assembleia geral de acionistas	Dispõe sobre os procedimentos especiais que devem ser aplicados nas assembleias gerais de 2016 das companhias que adotarem de forma facultativa o voto a distância regulamentado pela Instrução CVM n.º 561, de 7 de abril de 2015.
740	Vigente	Autorização	Administrador de carteira de valores mobiliários	Aprova exames para a comprovação de qualificação técnica no processo de obtenção de autorização de administradores de carteiras de valores mobiliários.
739	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 08 referente aos Pronunciamentos CPC 01 (R1), CPC 04 (R1), CPC 06 (R1), CPC 18 (R2), CPC 19 (R2), CPC 20 (R1), CPC 21 (R1), CPC 22, CPC 26 (R1), CPC 27, CPC 28, CPC 29, CPC 31, CPC 33 (R1), CPC 36 (R3), CPC 37 (R1), CPC 40 (R1) e CPC 45 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis
738	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários - Panela Futebol Clube Intermediações de Negócios Ltda., Sr. Alex Fabiano Santos de Paula, Sr. Diego Fernandes, Sr. Evandro Nunes Junior, Sr. Gean Carlos Moreira Moraes, Sr. Menfis Augusto Nogueira e Silva e Sr. Roberto de Assis Moreira.
737	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários - Trade Invest – Investimento e Desenvolvimento S.A., Sr. Sebastião Sussai e Sr. Bernardo Caliento Gonçalves.
736	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação CVM 498/06.
735	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários – B.I.G. Construção e Incorporação Ltda. – EPP, Sr. Francisco Guilherme de Souza Gomes e Sra. Neuza Maêve.
734	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica.
733	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 07 referente aos Pronunciamentos CPC 18, CPC 35 e CPC 37 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
732	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação Técnica OCPC 08 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento de determinados ativos e passivos nos relatórios contábil-financeiros de propósito geral das distribuidoras de energia elétrica emitidos de acordo com as normas brasileiras e internacionais de contabilidade.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
731	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 20 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de limite de ativo de benefício definido, requisitos de custeio (<i>funding</i>) mínimo e sua interação.
730	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 19 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de tributos.
729	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 09(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações contábeis individuais, demonstrações separadas, demonstrações consolidadas e aplicação do método de equivalência patrimonial.
728	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 06 referente aos Pronunciamentos CPC 04, CPC 05, CPC 10, CPC 15, CPC 22, CPC 25, CPC 26, CPC 27, CPC 28, CPC 33, CPC 38, CPC 39 e CPC 46 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
727	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação Técnica OCPC 07 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da evidenciação na divulgação dos relatórios contábil-financeiros de propósito geral.
726	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a autorização para a distribuição pública de títulos de dívida pela International Finance Corporation - IFC.
725	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários - Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., Sr. Jaime Garcia Dias e Sra. Aline Coutinho Cabral Garcia Dias.
724	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 05 referente aos Pronunciamentos CPC 01 (R1) e CPC 38 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)
723	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 04 referente aos pronunciamentos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC): CPC 03 (R2), CPC 05 (R1), CPC 15 (R1), CPC 21 (R1), CPC 31, CPC 32, CPC 35 (R2), CPC 36 (R3), CPC 37 (R1), CPC 38, CPC 39, CPC 40 (R1) e CPC 45.
722	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – American Business Corporation Shares Brasil Ltda e Sr. Fabio Gustavo Mio Saito.
721	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
720	Vigente	Administração	Organização interna	Cria o Núcleo de Estudos Comportamentais (NEC).

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
719	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a autorização para a distribuição pública de títulos de dívida pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID.
718	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Pronunciamentos Técnicos n.º 03 referente aos Pronunciamentos CPC 01 (R1), CPC 02 (R2), CPC 03 (R2), CPC 04 (R1), CPC 05 (R1), CPC 06 (R1), CPC 07 (R1), CPC 10 (R1), CPC 11, CPC 15 (R1), CPC 16, CPC 19 (R2), CPC 21 (R1), CPC 23, CPC 24, CPC 26 (R1), CPC 27, CPC 28, CPC 29, CPC 31, CPC 32, CPC 36 (R3), CPC 37 (R1), CPC 38, CPC 39 e CPC 41 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
717	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Documento de Revisão de Interpretações Técnicas n.º 01 referente às Interpretações Técnicas ICPC 03, ICPC 07, ICPC 13, ICPC 14 e ICPC 16 emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
716	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Hétilo do Brasil Empreendimentos Ltda. ME e Sr. Marco Antônio Dias de Rezende.
715	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - kairos Consultoria e Investimentos Ltda, Sr. Kairton Batista Lima, Sr. Willians Rafael Faria e Sr. Robson de Paula Santos.
714	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 18 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos custos de remoção de estéril (<i>stripping</i>) de mina de superfície na fase de produção.
713	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Gerabank Administração de Investimentos Ltda e o Sr. Valdinei Antonio Domingues Bonetti.
712	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Objetiva Gestão e Vendas S/S Ltda. e Sr. João Rodrigues Gimenez.
711	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - BWM Investments Ltda, Sr. Richard Neville Baumann e Sra. Cristiane Domiciano.
710	Vigente	Orientação - Instrução	Lei de acesso à informação	Dispõe sobre os procedimentos do acesso à informação previsto na lei n.º 12.527/11, regulamentada pelo Decreto n.º 7.724/12, no âmbito da CVM.
709	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação Técnica OCPC 06 do CPC, que trata da apresentação de informações financeiras pro forma.
708	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 44 do CPC, que trata de demonstrações combinadas.
707	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à SMI para autorizar a adoção de sistemas alternativos de cadastro de que trata o § 5º do art. 3º da Instrução 301/99.
706	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 498/06.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
705	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Midas Investimentos Imobiliários Ltda. e Sr. Ismael José Perpetuo Decol.
704	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Inside Administradora e Participações Ltda. - ME, Inside Gestão de Recursos Ltda., Sr. Edmar de Assis, Sr. Edmilson de Assis e o Sr. Anderson de Almeida.
703	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Genesis Consultoria Ltda - ME e Sr. Aigo Judson Pyles.
702	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - CR7 Reflorestamento Ltda. e Sr. Christian Robert Rocha.
701	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Sr. Hindenburg Melão Junior.
700	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - WOW! Empreendimentos S/A e Sr. Andres Finazzi Postigo.
699	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 46 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de mensuração do valor justo.
698	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 36 (R3) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações consolidadas.
697	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 45 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de divulgação de participações em outras entidades.
696	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em coligada, em controlada e empreendimento controlado em conjunto.
695	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 33(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de benefícios a empregados.
694	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 19(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de negócios em conjunto.
693	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 35(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações separadas.
692	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 30(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de receitas.
691	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 17(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de contratos de construção.
690	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Cahen Investimentos e Sr. Carlos Henrique de Oliveira Santana.
689	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Futura Agente Autônomo de Investimentos S/S Ltda., Sr. Adriano Maia Moreno e Sr. Moacyr Veiga de Bulhões;

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Futurainvest SPE 1 Ltda., Sr. Daniel de Almeida Lopes e Sr. Henrique Manoel Santos Souza.
688	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Investimento em coligada e em controlada.
687	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 09(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações contábeis individuais, demonstrações separadas, demonstrações consolidadas e aplicação do método da equivalência patrimonial.
686	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - OTX Investimentos e Sr. Rafael Munhoz Cunha Dal Acqua.
685	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - CRS Medianeira, Corretora de Títulos e Valores Mobiliários São Gabriel & Associados, Sr. Cristiano Rodrigues da Silva e Sr. Roberto Hideyoshi Kuriyama.
684	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 40(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Instrumentos Financeiros: Evidenciação.
683	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos.
682	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Aliança Incópori Incorporação & Planejamento Ltda, Sr. João Paulo Alves da Silva e Sr. Valdomiro Moisés dos Santos.
681	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Platz Empreendimentos e Administradora Ltda e Sr. Felipe Ferreira Franco Neto.
680	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Sr. Leandro Marciano César.
679	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - MAC'X Corretora de Mercadorias Ltda, Sr. Alexsander da Silva Trovão, Sr. Marcelo do Prado Novaes e Sr. Cristiano Otelinger Esposito.
678	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - ACOMPANY CAPITAL & INVESTIMENTOS e Sr. MOACIR CHAVES JUNIOR.
677	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 01(R1) e a Interpretação Técnica ICPC 17 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que tratam da contabilização e evidenciação de contratos de concessão.
676	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 26(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Apresentação das Demonstrações Contábeis.
675	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que dispõe sobre a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
674	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Powerinvest Negócios & Participações Ltda., Sr. Marcos Antônio Lopes e Sra. Carla Cristiane Moretti Lopes.
673	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 21(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstração intermediária.
672	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 20(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de custos de empréstimos.
671	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Stroll Marketing e Entretenimento Ltda e ao Sr. Aislan Rolim Gomes.
670	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – American Premier Trust e Sra. Viviane Sakamae Stivanello.
669	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera o inciso I da Deliberação 549/08.
668	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 36(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que trata de demonstrações consolidadas.
667	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 35(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações separadas.
666	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 19(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em empreendimento controlado em conjunto.
665	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 15(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de combinação de negócios.
664	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Swim Worldwide.
663	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Privatiers Asset Management e Sr. Cristiano Zen.
662	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
661	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Intrader Corretora de Mercadorias Ltda., Sr. Edson Hydalgo Junior e Sra. Thais Cervigne Tamborim; Trust Partners Análise de Investimentos e Participações Ltda., Sr. Edson Hydalgo Junior e Sr. Raphael Bettin; Trust Partners Agentes Autônomos de Investimentos Ltda., Sr. Edson Hydalgo Junior e Sr. José Simão da Silva Junior.
660	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Sr. Altino de Medeiros Dantas.
659	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Aprova a incorporação da Decisão 31/10 do Conselho do Mercado Comum (CMC) do MERCOSUL, aprovada no XL CMC de 16 de dezembro de 2010, que trata da Regulamentação Mínima do Mercado de Valores Mobiliários sobre a Elaboração e Divulgação das Demonstrações Financeiras.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
658	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Investors Trust Assurance SPC e Sr. Alan Albelo.
657	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 390/01.
656	Vigente	Orientação - Instrução	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 603/09.
655	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
654	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação OCPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Contratos de Concessão.
653	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação OCPC 04 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às entidades de incorporação imobiliária brasileiras.
652	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 16 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da extinção de passivos financeiros com instrumentos patrimoniais.
651	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 43(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da adoção inicial dos Pronunciamentos Técnicos CPC 15 a 41.
650	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 10(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Pagamento Baseado em Ações.
649	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 08(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários.
648	Vigente	Normatização	Regulamentação de resolução internacional	Dispõe sobre a regulamentação do disposto no Decreto n.º 7.259, de 10 de agosto de 2010.
647	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 37(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da adoção inicial das normas internacionais de contabilidade.
646	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 07(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de subvenção e assistência governamentais
645	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 06(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das operações de arrendamento mercantil.
644	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 04(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis sobre ativo intangível.
643	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
642	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC sobre divulgação de partes relacionadas.
641	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 03(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC sobre demonstração dos fluxos de caixa.
640	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 02(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC sobre efeitos das mudanças nas taxas de câmbio e conversão de demonstrações contábeis.
639	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 01(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC sobre redução ao valor recuperável de ativos.
638	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 15 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de passivos decorrentes de participação em um mercado específico – resíduos de equipamentos eletroeletrônicos.
637	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 13 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de direitos a participações decorrentes de fundos de desativação, restauração e reabilitação ambiental.
636	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 41 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da determinação e apresentação do resultado por ação.
635	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Construtora Cunha Ribeiro Limitada e Srs. Alexandre Azevedo Cunha e Angelo Azevedo Cunha.
634	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – Sr. Marcos Vinícius Goulart.
633	Vigente	Autorização	Analista de valores mobiliários	Aprova exames para a comprovação de qualificação técnica no processo de credenciamento de analistas de valores mobiliários.
632	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários – FIRV Consultoria e Administração de Recursos Financeiros Ltda. e Srs. Thales Emanuelle Maioline, Iany Marcia Maioline e Oseias Marques Ventura.
631	Vigente	Orientação - Instrução	Formulário de referência	Dispõe sobre a entrega anual do formulário de referência dos emissores de valores mobiliários para o ano 2010.
630	Vigente	Normatização ⁵	Audidores independentes	Dispõe sobre a prorrogação de prazo previsto na Deliberação 570/09, que trata do Programa de Educação Continuada dos auditores independentes.
629	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.

⁵ Deliberações que prorrogassem prazos contidos em outras normas foram sempre consideradas dentro da função normativa.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
628	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 498/06.
627	Vigente	Normatização	Formulário de referência	Dispõe sobre a prorrogação do prazo de entrega anual do formulário de referência dos emissores de valores mobiliários para o ano 2010.
626	Vigente	Orientação - Instrução	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 603/09.
625	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Senior Imobiliária Administração e Corretagem de Imóveis Ltda.
624	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o documento de revisão n.º 01 referente aos Pronunciamentos CPC 02, CPC 03, CPC 16, CPC 26 e CPC 36 e à Orientação Técnica OCPC 01 emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
623	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Legítima Assessoria e Consultoria Ltda., Srs. Antônio Luiz Thomé Gantus e Antônio Luiz Thomé Gantus Filho e Crown International Investments (NBD) SDN BHD.
622	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - New Life Corretora de Seguros Ltda. e Srs. Sonia Macedo de Oliveira e José Carlos Cunha de Oliveira.
621	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 12 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de mudanças em passivos por desativação, restauração e outros passivos similares.
620	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 11 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de recebimento em transferência de ativos dos clientes.
619	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 10 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da aplicação inicial ao ativo imobilizado e à propriedade para investimento dos Pronunciamentos Técnicos CPC 27, 28, 37 e 43.
618	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 09 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações contábeis individuais, demonstrações separadas, demonstrações consolidadas e aplicação do método de equivalência patrimonial.
617	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 07 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de distribuição de lucros in natura.
616	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 06 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de hedge de investimento líquido em operação no exterior.
615	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do pronunciamento técnico CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações - Transações de Ações do Grupo e em Tesouraria.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
614	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 04 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de alcance do Pronunciamento Técnico CPC 10 - Pagamento Baseado em Ações.
613	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 03 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de aspectos complementares das operações de arrendamento mercantil
612	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 02 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de contrato de construção do setor imobiliário.
611	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 01 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de contratos de concessão.
610	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 43 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da adoção inicial dos pronunciamentos técnicos CPC 15 a 40.
609	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 37 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da adoção inicial das normas internacionais de contabilidade.
608	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 36, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações consolidadas.
607	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 35, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstrações separadas.
606	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 19, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em empreendimento conjunto.
605	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 18, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de investimento em coligada e em controlada.
604	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova os Pronunciamentos Técnicos CPC 38, 39 e 40, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que tratam do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidenciação de instrumentos financeiros.
603	Vigente	Orientação - Instrução	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a apresentação dos Formulários de Informações Trimestrais - ITRs relativos ao exercício de 2010 e sobre a adoção antecipada das normas contábeis que devem vigorar a partir de 2010.
602	Vigente	Autorização	Revogação de Deliberação ⁶	Revoga as Deliberações 49/87; 73/89; 136/91; 140/91; 182/95; e 459/03.
601	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos.

⁶ Consideramos o tema de uma deliberação como “revogação de deliberação” apenas quando não tinham qualquer outra disposição além da revogação de deliberações. Nesse sentido, entendemos pertinente classificar estas deliberações dentro da mesma atividade da Deliberação revogada.

Deliberação n.º	Vigência¹	Tipo	Tema	Objeto²
600	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 33 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de benefícios a empregados.
599	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 32 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de tributos sobre o lucro.
598	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 31 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de ativo não-circulante mantido para venda e operação descontinuada.
597	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 30 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de receitas.
596	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 29 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de ativo biológico e produto agrícola.
595	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de apresentação das demonstrações contábeis.
594	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 25 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de provisões, passivos contingentes e ativos contingentes.
593	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 24 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de evento subsequente.
592	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 23 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de políticas contábeis, mudança de estimativa e retificação de erro.
591	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários para suspender atividades de intermediação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos do artigo 15 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.
590	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Interbank FX.
589	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - FX Direct Dealer.
588	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - StartForex.
587	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Ava Financial Ltd.
586	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Forex Macro
585	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Forex Capital Markets.
584	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 28 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de propriedade para investimento.
583	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 27 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de ativo imobilizado.
582	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 22 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de informações por segmento.
581	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 21 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de demonstração intermediária.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
580	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 15 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que trata de combinação de negócios.
579	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Filadélfia Empréstimos Consignados Ltda e Srs. Carlos Henrique Vieira, Rosa Cristina Nagib Vieira e Marilice Pimentel da Silva.
578	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Premium Intermediação, Administração e Participação Ltda e Srs. Ailton Rattis, Alexandre Audino Campos e Lucimara de Carvalho Gouveia.
577	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento CPC 20 emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis intitulado "Custos de Empréstimos".
576	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento CPC 17 emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis intitulado "Contratos de Construção".
575	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento CPC 16 emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis intitulado "Estoques".
574	Vigente	Normatização	Audidores independentes	Prorroga o prazo para apresentação, pelos auditores independentes, das informações periódicas anuais previstas na Instrução CVM n.º 308, de 14 de maio de 1999.
573	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Srs. Wagner de Aguiar Moraes, Alexandre de Aguiar Moraes, Marcelo Costa Rocha e Wanderley Dias Bertolucci.
572	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Thylon Consultoria Financeira Ltda., Sr. Cristian Carvalho Silva e Sr. Julio Reginato.
571	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN para conceder a dispensa de atendimento ao art. 105 da Instrução 409/04, e o cancelamento do registro de fundos de investimento, nas hipóteses que especifica.
570	Vigente	Normatização ⁷	Audidores independentes	Dispõe sobre o Programa de Educação Continuada e sobre a necessidade de aprimoramento e treinamento dos auditores independentes em função da adoção do padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB.
569	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
568	Revogada	Fiscalização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 521/07.
567	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral que a Investverde Investimentos Sustentáveis Ltda. não se encontra habilitada a ofertar

⁷ Deliberações que contivessem normas sobre a concessão de autorização em abstrato foram consideradas dentro da função normativa.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo e que a oferta pública realizada por tal sociedade também não foi registrada nesta Autarquia, configurando, portanto, procedimento irregular.
566	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros.
565	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 13 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Adoção Inicial da Lei n.º 11.638/07.
564	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 12 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Ajuste a Valor Presente.
563	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 11 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Contratos de Seguro.
562	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 10 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Pagamento Baseado em Ações.
561	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova a Orientação OCPC - 01 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Entidades de Incorporação Imobiliária.
560	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das Divulgações sobre Partes Relacionadas.
559	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Empresas para manifestar a opinião da CVM quanto ao reconhecimento de situações em que não se justifica a sua atuação para exigir o cumprimento de determinados requisitos no âmbito de operações de reestruturação societária, nos casos em que especifica.
558	Vigente	Administração	Organização interna	Dispõe sobre o procedimento de sorteio de processos e as normas atinentes ao impedimento e à suspeição dos membros do Colegiado, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.
557	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 09 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Demonstração do Valor Adicionado.
556	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 08 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários.
555	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 07 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Subvenções e Assistências Governamentais.
554	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 06 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Operações de Arrendamento Mercantil.
553	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 04 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Ativos Intangíveis.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
552	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 538/08.
551	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Fadine Agrobusiness S.A., Sr. José Carlos da Silva e Sr. Fabio Cezar Ferezin da Silva.
550	Vigente	Orientação - Instrução	ITRs - Informações Trimestrais	Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais - ITR.
549	Vigente	Normatização	Audidores independentes	Dispõe sobre a rotatividade dos auditores independentes na prestação de serviços de auditoria independente de demonstrações contábeis para um mesmo cliente, no âmbito do mercado de valores mobiliários.
548	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 447/02, que dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Comissão de Valores Mobiliários.
547	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 03 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC.
546	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN para conceder autorização para negociação privada de ativos detidos por fundos de investimento, nos moldes do art. 110, I, e em exceção às disposições dos arts. 12 e 64, VI, da Instrução 409/04.
545	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
544	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Agente BR Sociedade Corretora de Câmbio Ltda. e Sr. Tulio Vinicius Vertullo.
543	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 447/02, que dispõe sobre o parcelamento de débitos junto à Comissão de Valores Mobiliários.
542	Vigente	Administração	Sistema de Supervisão Baseada em Risco	Dispõe sobre a adoção de procedimentos preventivos e orientadores no âmbito da atividade fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários.
541	Revogada	Normatização	Identificação de acionista de companhia aberta	Dispõe sobre a obrigatoriedade de identificação, até a pessoa natural, de acionistas de companhias abertas, nos casos em que especifica.
540	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Srs. Hermann Greb Netto, Randergel Faria Alves Pereira e Valmir Bastos Pereira.
539	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Conceitual Básico do CPC que dispõe sobre a Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
538	Vigente	Normatização	Processo administrativo sancionador	Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.
537	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
536	Vigente	Normatização	Créditos fiscais	Dispõe sobre a dispensa de constituição e exigência, cobrança administrativa e cobrança judicial dos créditos tributários de titularidade da CVM de valores irrisórios cuja cobrança não justifique o custo respectivo.
535	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à SRE para dispensar certos requisitos de FIDC-NP.
534	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 02 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos Efeitos nas Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis.
533	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para dispensar a apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira, nos casos em que especifica.
532	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais para conceder autorização para transferência de ativos entre investidores não residentes, no âmbito da Resolução CMN n.º 2.689/00.
531	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - IFOREX.
530	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Sr. LUIZ GUSTAVO FERNANDO ORTIZ e ICII International Consultant Limited.
529	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Mercado e Intermediários para suspender a intermediação irregular de valores mobiliários no mercado, por parte de pessoas não integrantes do sistema de distribuição, previsto no art. 15 da Lei nº 6.385/76, e a atuação de Agente Autônomo de Investimento, em desacordo com a legislação aplicável.
528	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - TDS System Ltda e Sr. Marco Aurélio Carvalho Côrtes.
527	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 01 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC sobre Redução ao Valor Recuperável de Ativos.
526	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Sr. Maurício Antônio Gomes.
525	Revogada	Normatização	Identificação de acionista de companhia aberta	Dispõe sobre a obrigatoriedade de identificação dos acionistas, conforme elencados no caput do art. 12 da Instrução 358/02, de companhias abertas e estrangeiras, até o nível das pessoas físicas.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
524	Revogada	Normatização	Agente autônomo de investimento	Dispõe sobre a concessão de prazo para adaptação do contrato social de agentes autônomos de investimento - pessoa jurídica.
523	Revogada	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 457/02.
522	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - Schünke Administração de Investimentos e Sr. Murilo Schmidt Menegotti Schünke.
521	Revogada	Administração	Sistema de Supervisão Baseada em Risco	Disciplina, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, o Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários - SBR.
520	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Dispõe sobre a audiência pública e a aceitação pela CVM dos pronunciamentos técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC.
519	Vigente	N/A ⁸	Convênios da CVM	Dispõe sobre os critérios e diretrizes para a celebração de convênios com entidades educacionais.
518	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários - FX-BR Forex Trading, Sr. Carlos Cezar Baú e Sra. Maria do Socorro de Queiroz Fernandes Oliveira.
517	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Oferta Pública Irregular de Ações mediante a utilização de publicidade - Mineração Titã Minas S/A.
516	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Dispõe sobre a colocação irregular de Contratos de Investimento Coletivo - CIC no mercado de valores mobiliários - Acquajoin Camarões do Brasil Ltda., e seus sócios Eduardo Mesquita Cauduro e Cristiane Fernandes Costa.
515	Vigente	Autorização	Certificados de Investimento	Dispõe sobre o registro provisório para a distribuição junto ao público de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infraestrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras e a liberação dos recursos captados.
514	Revogada	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 457/02, que estabelece procedimentos a serem observados na tramitação de processos administrativos sancionadores.
513	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Dispõe sobre a colocação irregular de Contratos de Investimento Coletivo - CIC no mercado de valores mobiliários - Reds Real Estate Development Services Ltda., e seus sócios Marcus Vinicius Parpinelli e Mirtes Cavalcanti Parpinelli.
512	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
511	Vigente	Autorização	Oferta pública de distribuição de	Dispõe sobre o registro especial de emissor e o registro para a distribuição pública das Obrigações de emissão da IFC - International Finance Corporation.

⁸ Como a celebração de convênios com a CVM representa uma categoria de Deliberação à parte das atividades que estamos identificando na presente análise, entendemos que a categorização desta Deliberação em uma das atividades analisadas não é aplicável.

Deliberação n.º	Vigência¹	Tipo	Tema	Objeto²
			valores mobiliários	
510	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 463/03.
509	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM - Fidelitas Investimentos Ltda., Sr. Fabrizio Domingos Costa Ferreira e Sr. Frederick Domingos Costa Ferreira.
508	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Determinar a suspensão imediata da oferta irregular de ações no mercado de valores mobiliários pelas Universidades Hotel Campinas S/A e alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a "Home Hunters Assessoria Imobiliária e Serviços" não está autorizada por esta Autarquia para atuação como entidade integrante do sistema de distribuição.
507	Vigente	Normatização	Taxa de fiscalização	Dispõe sobre o Procedimento Administrativo-Fiscal relativo à Taxa de Fiscalização do mercado de valores mobiliários instituída pela Lei n.º 7.940/89.
506	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros.
505	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre Eventos Subseqüentes à Data do Balanço Patrimonial.
504	Revogada	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera e acrescenta dispositivos à Deliberação 457/02.
503	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Estrutura Organizacional da CVM.
502	Revogada	Administração	Organização interna	Dispõe sobre a autorização para reprodução e utilização da sigla e do logotipo da CVM.
501	Vigente	Normatização	Processo Administrativo Sancionador	Dispõe sobre a incidência de juros de mora sobre débitos provenientes de multas aplicadas em Processo Administrativo Sancionador e multas cominatórias.
500	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que o BNP Paribas Brain Fundo de Investimento para Investidores Não Residentes, administrado pelo Banco BNP Paribas Brasil S/A não se encontra registrado nesta CVM.
499	Vigente	Autorização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 51/87.
498	Vigente	Administração	Organização interna	Cria o Comitê Consultivo de Educação.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
497	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Romen Tecnologia S.A. ("GoVoIP") não se encontra registrada nesta CVM como companhia aberta e que a ABC Idea Capital Ltda. e a RM Rodrigues Mendes Participações S.A. não estão autorizadas por esta Comissão como entidades integrantes do sistema de distribuição.
496	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Prorroga a entrada em vigor da Deliberação 488/05, que aprovou o Pronunciamento do IBRACON NPC n.º 27 sobre Demonstrações Contábeis - Apresentação e Divulgações.
495	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Tropical Flora Reflorestadora Ltda. não se encontra habilitada a oferecer publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, conforme definidos no inciso IX do art.2º da Lei n.º 6.385/76, tendo em vista não estar registrada como emissora de valores mobiliários nesta Comissão.
494	Revogada	Administração	Organização interna	Dispõe sobre a autorização para reprodução e utilização da sigla e do logotipo da CVM.
493	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Marcos Lenzi não se encontra habilitado a oferecer publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo.
492	Revogada	Administração	Organização interna	Dispõe sobre a autorização para reprodução e utilização da sigla e do logotipo da CVM.
491	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Intrade Informações Ltda. e seus sócios Vicente Izquierdo Muñoz e Ghaldy Villaurrutia Arevalo, bem como o seu administrador José Rodrigues Alves, não estão autorizados por esta Autarquia a captar clientes residentes no Brasil para corretoras estrangeiras e recomendar operações no mercado FOREX, não estando, ademais, os sócios acima referidos autorizados a prestar serviços de analista de valores mobiliários.
490	Revogada	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 457/02.
489	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC n.º 22 sobre Provisões, Passivos, Contingências Passivas e Contingências Ativas.
488	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC n.º 27 sobre Demonstrações Contábeis - Apresentação e Divulgação.
487	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a MDD Publicidade e Marketing Ltda. e seu sócio Wellington de Souza Ribeiro não estão autorizados por esta Autarquia a captar recursos junto aos investidores, com promessa de rentabilidade, para formação de conta coletiva destinada

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				à aplicação no denominado mercado Forex, não estando, ademais, autorizados a prestar serviços de administração de carteira de valores mobiliários.
486	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera as Deliberações 390/01 e 457/02.
485	Vigente	Autorização	Alteração de Deliberação	Altera e acrescenta dispositivos à Deliberação 61/88.
484	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Dispõe sobre a revogação de delegações de competências e revoga as Deliberações 04/79; 35/86; 148/92 e 159/93.
483	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 447/02, que dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Comissão de Valores Mobiliários.
482	Vigente	Fiscalização	Administrador de Fundo de Investimentos	Nomeia administrador temporário para os fundos sob a administração do Banco Santos S.A. - em liquidação extrajudicial, e dá outras providências.
481	Vigente	Normatização	Processo administrativo	Dispõe sobre a concessão de vista de autos de processos administrativos de qualquer natureza instaurados no âmbito da CVM.
480	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Empresas - SEP para conceder dispensa de divulgação de fato relevante na hipótese de que trata o art. 12, §5º, da Instrução 358/02.
479	Vigente	Autorização	Aumento de capital social	Autoriza à Embratel Participações S.A. a prática dos atos proibidos pela Deliberação 478/05.
478	Vigente	Autorização	Aumento de capital social	Proíbe à Embratel Participações S.A. a prática dos atos especificados nesta Deliberação.
477	Revogada	Administração	Organização interna	Dispõe sobre a autorização para reprodução e utilização da sigla e do logotipo da CVM.
476	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários - SRE para conceder dispensas de registro da Instrução 400/03, bem como para aprovar minutas de contratos de estabilização de preços de que trata o § 3º do art. 23 dessa mesma Instrução.
475	Vigente	Normatização	Administrador de carteira de valores mobiliários	Dispensa o atendimento, por bancos comerciais, caixas econômicas, bancos múltiplos sem carteira de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, entidades fechadas de previdência privada e sociedades seguradoras, da condição prevista no inciso I do art. 7º da Instrução 306/99.
474	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Top Avestruz Criação, Comércio, Importação e Exportação Ltda. não se encontra registrada perante esta CVM como companhia aberta, não

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				estando, portanto, habilitada a oferecer publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo.
473	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Esclarecimento ao público sobre a colocação de Cédulas de Produtor Rural - CPR representativas de venda para entrega futura de avestruz, pela empresa Avestruz Master Agro-Comercial Importação e Exportação.
472	Revogada	Normatização	Custodiante de valores mobiliários	Dispõe sobre os registros mantidos pelas instituições autorizadas pela CVM a prestar serviços de custódia de ações fungíveis.
471	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre o empréstimo de PIBBs - Papéis de Índice Brasil Bovespa, registrados para negociação em bolsa de valores, mediante sua equiparação a ações, para esse efeito.
470	Revogada	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 457/02.
469	Vigente	Autorização	Certificados de Investimento	Dispõe sobre o registro provisório para a distribuição junto ao público de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras e a liberação dos recursos captados.
468	Vigente	Administração	Organização interna	Estabelece os procedimentos a serem observados nas hipóteses de substituição dos membros do Colegiado.
467	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 447/02, que dispõe sobre parcelamento de débitos junto à Comissão de Valores Mobiliários.
466	Vigente	Autorização	Auditor independente	Dispõe sobre a prestação do Exame de Qualificação Técnica para fins de registro como Auditor Independente na Comissão de Valores Mobiliários.
465	Vigente	Autorização	Certificados de Investimento	Dispõe sobre o registro provisório para a distribuição junto ao público de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras e a liberação dos recursos captados.
464	Revogada	Administração	Organização interna	Estrutura da CVM.
463	Vigente	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimentos a serem seguidos nos recursos ao Colegiado de decisões dos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários, revoga a Deliberação 202/96 e dá outras providências
462	Revogada	Administração	Organização interna	Estrutura da CVM.
461	Vigente	Normatização	Fundos de investimento	Dispõe sobre o novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação aos fundos de investimento.
460	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera o item II da Deliberação 161/94 que cria a Comissão Consultiva sobre Normas Contábeis.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
459	Revogada	Autorização	Fundos de investimento	Dispõe sobre cadastro na CVM dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em cotas de fundo de investimento e fundos de investimento no exterior.
458	Vigente	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimentos para arrolamento de bens e direitos previsto no Decreto no 70.235/72 que dispõe sobre o Processo Administrativo Fiscal, modificado pela Lei 10.522/02
457	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimentos a serem observados na tramitação de processos administrativos sancionadores.
456	Vigente	Autorização	Certificados de Investimento	Dispõe sobre o registro provisório para a distribuição junto ao público de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infraestrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras e a liberação dos recursos captados.
455	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delegar competência à SMI para responder por intermediação irregular de ações no mercado de valores mobiliários, por parte de pessoas não integrantes do sistema de distribuição, previsto no art. 15 da Lei n.º 6.385/76, e a atuação de Agente Autônomo de Investimento, em desacordo com a Instrução 355/01.
454	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Luiz Antonio Lisboa Soares, Francisco Assis Gorski, Renato de Medeiros Botteselle, Rubem Putten Scherer Júnior, Fabrício Taschetto, Juarez José Castilhos Peixoto e Siegbert Ribeiro Chang Ching Thing não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
453	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Agente Autônomo de Investimento Celi Binda não está autorizada por esta Autarquia a receber ou entregar a seus clientes numerário, títulos ou valores mobiliários, ou quaisquer outros valores.
452	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que o Agente Autônomo de Investimento Luiz Ernani Silveira de Souza não está autorizado por esta Autarquia a receber ou entregar a seus clientes numerário, títulos ou valores mobiliários, ou quaisquer outros valores.
451	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Alciwagney Oliveira e Silva, Angenor Sampaio da Silva, Francisco Raimundo Lopes Rabelo, Jurandir da Silva Santos, Marconi Freire Coelho e Ronaldo Braz e Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
450	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Alexandre Cambuim Barreto, Amplo Fomento Mercantil Ltda., Ana Maria Lage Pessoa Patrus, Ana Paula Pereira dos Santos, Carlos Andre Lopes da Silva, Cassio Tadeu Siqueira, Catia Soraia Beck Kirchner, Cristhian Reis Fidelis, Denison

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Resplandes dos Santos, Edivando Ferreira Lara, Eli Moreira da Silva, Erneide de Araújo Gomes, Giovanni Porto Miglio, Girlane Coutinho de Melo, Gleidson Correia Sena Tome, Gloria Peixoto Calixto, Igor Luciano Vieira, Isabel Cristina Franco Cavalcante, Jaqueline Franco Miranda Batista, JLC Representações Ltda., José Airton Santiago Pereira, Juarez Felissimo Soares, Lucival de Lima Rabelo, Luciano Charlon Silva Cruz, Magna Maria de Oliveira, Marconi de Azevedo, Maria de Lourdes da Silva, Maria Ivonete Sabino da Silva, Maria Marlene Silva Monteiro, Mirna Kelly Raiol Fontes, Nadja Tereza Barroso dos Santos, Nelson Farina Fonseca, Osmar dos Santos, Oziel Ramos, Renato Zanol Santos Neves, Samuel Azevedo dos Santos, Sebastião Rodrigues Monteiro -, Vanderlei Lamas Gomes, Vilma Terezinha da Silva e Zelia Maria Nicolino de Mendonça não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
449	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Delibera exclusão da Deliberação 346/00 de Vicente João Gomes, Sérgio Augusto Gomes Coelho e Valdir Luís Berticelli.
448	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Lúcio Heleno Rodrigues de Resende não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
447	Vigente	Normatização	Parcelamento de débitos	Dispõe sobre o parcelamento de débitos relativos à taxa de fiscalização de que trata a Lei n.º 7.940/89, dos débitos originários de multa aplicada em Inquérito Administrativo, nos termos do inciso II da Lei n.º 6.385/76, e da aplicação da multa cominatória prevista no § 11 do citado artigo.
446	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Suspensão de distribuição de ações no mercado de valores, sem o registro de distribuição pública na CVM da Global Nordeste Participações e Investimentos S.A.
445	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Edlene Duarte de Paiva Monteiro e Zelimar Rodrigues não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
444	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Gerson Miranda, Noé Gomes Neves e José de Arimatéa Carvalho não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
443	Vigente	Orientação - Interpretação	Prática não equitativa	Utilização, por participantes do mercado de valores mobiliários, de pesquisas de opinião pública relativas às eleições ou aos candidatos, para conhecimento público.
442	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Plataforma Assessoria & Intermediação de Negócios Ltda. não

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
441	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera em parte a Deliberação 236/97 que dispõe sobre a Estrutura Organizacional da CVM.
440	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que o Agente Autônomo de Investimento Carlos Alberto Ribeiro não está autorizado por esta Autarquia a receber ou entregar a seus clientes numerário, títulos ou valores mobiliários ou quaisquer outros valores.
439	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Regina Fátima Juca Ribeiro, Roberto Welby Terceiro e Jonas Rodrigues de Lima não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
438	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que José Ricardo Cordeiro, Maria Silvia Nunes Barja Cordeiro, Vanderley Vasconcelos Mendonça, SR - Assessoria e Planejamento Técnico Ltda e Proteção Consultoria e Participações Ltda. não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
437	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Emmanuel Smarra não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
436	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antonio de Pádua Collet e Silva Filho, Luiz Carlos Santiago, Marcelo Luiz Santiago, Nelson Izcson e Nilce Engel não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
435	Vigente	Fiscalização	Alteração de Deliberação	Altera o item I da Deliberação 413/01 (stop order - exclusão do nome de Gilson José de Souza).
434	Vigente	Fiscalização	Alteração de Deliberação	Altera o item I da Deliberação 397/01 (stop order - exclusão do nome de Maurício Villaça).
433	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que José Miguel Celestino e Meyre Cristine Ferreira da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
432	Revogada	Administração	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 236/97 que dispõe sobre a Estrutura da CVM.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
431	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Anderson Gattis não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
430	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Cláudia Aparecida Menezes Escobar de Oliveira não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
429	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa BCB Capital Intermediação de Negócios S/C Ltda. e seus sócios Friedrich Christian Georg Brugger e Adriana Jardim Bonnard não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
428	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Suspensão de distribuição de ações de emissão da Global Brasil Participações S.A. no mercado de valores mobiliários, sem o registro de Distribuição Pública na CVM.
427	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que os Agentes Autônomos de Investimento Milton Robinson, Sadi Sergio Sartori e Danilo Edwino Moebus não estão autorizados por esta Autarquia a receber ou entregar a seus clientes numerário, títulos ou valores mobiliários, ou quaisquer outros valores.
426	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Josiane Brandaly Huergo Fidelis, Ieda Maria Picinini da Silva, Fabia Ramos Bralette, Alfeu Rodrigues Moreira e Elton Roque Daltoe não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
425	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antonio Lourenço Fernandes, Cintia Rodrigues de Souza, Brascap Administração, Participação e Empreendimentos Ltda, Pedro Matias Oscar Pablo Kuhles Ebert, Noriko Komura, Maranata - Intermediação de Negócios Ltda, Denis da Silva Gomes, William da Silva Gomes, Sanna Brasil Distribuidora de Filtros Ltda - Me, Wagner Maurício da Silva e Simone Amorim Albuquerque da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
424	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Luiz Alaor de Paiva Schein não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
423	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Ademar João Savaris, Flávio Martins, Francisco de Assis da Silva, Jean Vanroo, João Carlos de Ávila Bortoncello, Joaquim Luiz Melo, Lizandro Oliveira Dias,

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Luiz Alberis Agostini, Paulo Henrique Fiuza Cruz, Sebastião Alves Vieira, Vani Antonio da Rosa, Elaine Cristina de Oliveira, Elira Maria Gotardo, Leonice Balestrin Moraes e Nelsi Engel não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
422	Vigente	N/A ⁹	Desestatização	Estabelece as condições para a cobrança de taxa de resgate antecipado nos Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e Clubes de Investimento - FGTS constituídos com o objetivo de participar da distribuição de ações da Companhia Vale do Rio Doce.
421	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Dagoberto Engel e Abrão Adolpho Engel Neto não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
420	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa A. S. Froes Participações Empresariais Ltda. e Antonio da Silva Froes não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários. Alertar também sobre o fato de que o Antonio da Silva Froes teve cassada a autorização para o exercício da atividade de agente autônomo de investimento no julgamento do IA CVM 16/96, em 16.07.98.
419	Vigente	Autorização	Certificados de Investimento	Dispõe sobre o registro provisório para a distribuição junto ao público de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras e a liberação dos recursos captados.
418	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que foi suspensa a distribuição pública de Cédulas de Produto Rural Financeira de emissão da Bawman Agropecuária e Comercial S.A.
417	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Glênio Melo Machado não está autorizado, por esta Autarquia, a receber ou entregar a seus clientes, por qualquer razão, numerário, títulos ou valores mobiliários, ou quaisquer outros valores, que devem ser movimentados através de instituições financeiras ou integrantes do sistema de distribuição, nem ser procurador de seus clientes para quaisquer fins ou atuar como contraparte em operações das quais participe o cliente, sem prévia autorização do mesmo.
416	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Adauto Medeiros Ribeiro e Liliane Muniz da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

⁹ Como a colaboração da CVM com o governo no programa de desestatizações representa uma categoria de Deliberação à parte das atividades que estamos identificando na presente análise, entendemos que a categorização desta Deliberação em uma das atividades analisadas não é aplicável.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
415	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Eduardo Aparecido Rodrigues não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
414	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Nilton Santos Palhares não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
413	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Parinvest Consultoria E Participações Ltda., Armando Santone, Rodrigo Ferreira Santone, Henrique Malta Smaal, Paulo Tarso Costa, Natalino Rodrigues, Gilson José de Souza, Otto Luiz da Costa Menezes e Edson Oliveira Dias não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
412	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que José Alberto Segantini não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
411	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Alexandre Magno, Anderson José Correia Sena, Arsenio Scherer, Carla Cristina Martinazzo Urbancic, Jorair Fernandes de Moraes, Laudemira Souza Monteiro, Manoel Azevedo dos Santos, Maria da Penha Miguel Ribeiro Scaramal, Menia Rejane Monteiro, Nilson Macedo, Rita Bernadete Carvalho Pampolha, Roberto Gonçalves Vellozo, Sueli da Silva e Victor Luiz Leite Pastana não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
410	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera em parte a Deliberação 236/97 que dispõe sobre a Estrutura Organizacional da CVM.
409	Vigente	Normatização	Alteração de Deliberação	Altera a Deliberação 404/01, que dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira.
408	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que o Jorge Conceição da Silva não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
407	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Adilson de Oliveira, Álvaro Alves da Costa, Angelo Cesarino de Arruda Doce, Criveraldo Francisco do Rosário, Flávio Costa Carneiro de Mendonça, José Joaquim Carneiro de Mendonça e Lúcia Maria Porto de Oliveira não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
406	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a distribuição pública de Contratos de Investimento Coletivo (CIC) e ações de emissão de Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A. no mercado de valores mobiliários.
405	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários para baixar Atos Declaratórios de autorização da prestação de serviços de valores mobiliários escriturais, de custódia, compensação e liquidação de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.
404	Vigente	Orientação - instrução	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira.
403	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Paulo Cezar de Santana e Benjamim Sterenkrantz não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
402	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Gilberto Rodrigues Monteiro não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
401	Vigente	Administração	Alteração de Deliberação	Altera em parte a Deliberação 236/97, que modifica a estrutura organizacional da CVM.
400	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Josias Cesar de Andrade não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
399	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Francisco Reno Catunda Soares, Martinho Vinhas Fernandes e Selmar Gimenes da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
398	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Claudinei Treyman, Deise Maria de Mello Leal, Ednéia Marchesini, Luciane do Pilar Alves Wolff, Marcelo José Predis dos Santos, Reginaldo de Albuquerque Santos, Rodrigo Araújo Ferreira, Rozimary Santos Dias, Salustiano Pereira Magalhães Filho, Vilma Dantas da Silva Damasceno e Zilma Maria do Carmo Fonseca não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
397	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Dario Ferreira de Andrade, Daiuzia Maria de Moraes e Silva, Dimas Pereira do Carmo, Francisco das Chagas Filho, Giovane Rodrigues Monteiro, Homero Rocha, Joaquim Savio Maia Pereira, José Raimundo Borgea França, Manoel Azevedo dos Santos Jr., Manoel Pereira do Carmo, Maria Cristina Gomes Basile, Marisa

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Albertini Silvestrini, Mauricio Villaça Leite de Barros, Ricardo Benedicto Martins, Sonia Maria Correia Sena e Vitória Regia de Jesus não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
396	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa EMS Monteiro Promoções S/C Ltda., atual Promasa Prestadora de Serviços de Funilaria e Pintura Ltda., Eugênio Monteiro de Souza e Douglas Evangelista Alexandre não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
395	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Marcelo Maidantchik, Sirineu Antônio Perius e Renato Franco Filho não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
394	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Teleações - Compra e Venda de Telefones Ltda. e suas sócias Maria das Neves Santos e Silistra dos Santos Mendes não estão autorizadas, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
393	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a Deliberação 308/99, que suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo de emissão de Chalet Agropecuária Ltda.
392	Vigente	Autorização	Suspensão de registro de companhia aberta	Dispõe sobre a suspensão de registro de companhia aberta - Indústrias Químicas do Norte S.A. - Quimicanorte.
391	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa MJ Empreendimentos e Participações Ltda., Nadir Torres de Carvalho e José Francisco Aranha não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
390	Vigente	Normatização	Processo administrativo	Dispõe sobre a celebração de Termo de Compromisso e dá outras providências.
389	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de Contratos de Investimento Coletivo - CIC, de emissão da Bawman Agropecuária e Comercial S/A, no mercado de valores mobiliários, sem o competente registro previsto na Lei 10.198/01 e na Instrução 296/98.
388	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Empresas para dar divulgação às determinações de refazer e republicar as Demonstrações Financeiras e as Informações Trimestrais de Companhias Abertas.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
387	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que André Luiz Rodrigues Fernandes não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
386	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Carlos Augusto Coelho Rocha não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
385	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que DI 1000 Telefone e Auto Taxi Ltda., Arnaldo Ferreira Muller, Antonio Daniel Ribeiro, Elza Borba da Rocha, Eva Aparecida Candido de Souza, Júlio César Kopsch, Maria Isabel Nunes, Oscar Schweitzer Netto, Raieldo Borba da Rocha, Rosilene Soares de Oliveira Santos e WA Assessoria Financeira e Comércio Exterior Ltda. não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
384	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Carlos Roberto Pinheiro, Gerson Aires Rigonato, Paulo Henrique Torres de Carvalho, Francisco Bernardino Sena e José de Fátima Carnieto não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
383	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Aleixo Buzzi, Antonio José Pimentel, Auristela Brito Sales, Carlos Eduardo de Araújo Gomes, Dorgival Jacinto de Oliveira Jr., Elcio Antonio Bardeli, Fabricia Brites Leite, Fernando Silvano, Florêncio Ribeiro de Carvalho, Francisco Ferreira da Fonseca, Gilmar Rodrigues Monteiro, Joaquim Alberto da Silva, José Claudio Santos Dias, José Guilherme França Mendes de Carvalho, Lenine Rodrigues de Rezende, Lourival Poffo, Lucio Lima de Paula, Marcelo Gentil de Araújo, Marcelo Maidantchik, Marcos Juliano Lucas de Carvalho, Maria de Fátima Casimiro, Martha Lemes da Silva, Milton de Andrade Rodrigues, Regina Célia Bevanda, Robson Bernardo Calixto, Ronaldo Cesar de Andrade, Selma Maria Ferreira de Carvalho, Shirley Gaino Aidar, Valdemir José Tochetto, e a empresa EB Participações Ltda. não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
382	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Valdevino Ribeiro dos Santos não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
381	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Krasner Corretora de Mercadorias S/C Ltda. e seus sócios

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Roberto Krasner dos Santos e Marinho Baptista dos Santos não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
380	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que as empresas Parcom Participações S.A., Forpart S.A. e Sequitur Imp. Exp. Empreendimentos e Participações Ltda. e Vânia Maria Gomes não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
379	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Ademar Menegotti, Alexandre José Guerra Cavalcanti, André Fabricio dos Santos Zambom, Anésio de Oliveira Maia, Arli Maria Pereira de Souza, Daniel Patrus de Souza, Eugência Henrique Scaramal, Hans Dieter Didjurgeit, José Walmar Sampaio Coelho, Lenilson Maciel dos Santos, Márcio Muller, Marcos Juliano Lucas de Carvalho, Milton de Andrade Rodrigues, Nelson Corona, Paulo Martins Vieira, Ricardo Moreira Negrão, Sandra Lúcia Vilela Fontoura e Waldemar de Borba Alves Junior não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
378	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que as empresas GBB Assessoria Ltda. e Beller & Brilmann Consultoria e Gestão de Ativos Ltda., e seus sócios Guilherme Brilmann e Mario Beller Ferreira, não estão autorizados por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
377	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Adalberto Tavares Frazão não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
376	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Colocação irregular de Contratos de Investimento Coletivo - CIC, de emissão das Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A, no mercado de valores mobiliários, sem o competente registro previsto na Lei 10.198/01 e na Instrução 296/98.
375	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Francisco Antonio Pellegrino, José Martins da Silva, Ewerton Zucki da Silva e Ivana Gomes Schneider não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
374	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Sílvia Campos de Souza Rocha não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
373	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antônio Afonso dos Santos, Antônio Carlos Camarotti, Jovila Araújo, Jurandir Barbosa, Nelson Arantes Machado, Renato Dias Ferreira da Rocha, Roberto

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Carlos Maschetti e Wilson Trindade Barreto não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
372	Revogada	Fiscalização	Atuação irregular	Contratação irregular de agenciadores no mercado de valores mobiliários.
371	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados.
370	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações e outros valores mobiliários do Banco Econômico S.A. - em Liquidação Extrajudicial.
369	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Paulo Ribeiro de Mendonça não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
368	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Eduardo Doneda não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
367	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Sebastião Campanha, José Luiz Fernandes e Jaime Costa Júnior não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
366	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN para proceder ao registro de investidores não residentes, na forma prevista na Resolução do Conselho Monetário Nacional n.º 2.689/00 e na Instrução 325/00.
365	Revogada	Normatização	Corretoras de valores	Estabelece a obrigatoriedade de auditoria de sistemas nas corretoras de valores mobiliários que utilizam o sistema de negociação via Internet mantido pela Bolsa de Valores de São Paulo.
364	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Arruda & Matos Ltda., Felipe Arruda, Jorge Elias Bittar Filho e Aurino Soares de Matos não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
363	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antônio Dias dos Santos não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
362	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Capital Assessoria Financeira Ltda., Christian Robert Rocha e Tatiana Belmonte Rocha não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
361	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a suspensão da oferta pública de compra das ações em circulação no mercado de emissão da Odebrecht S.A., visando ao cancelamento de registro de que trata o art. 21 da Lei no 6.385/76.
360	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Juiz de Fora Empreendimentos e Participações Ltda., Ana Cláudia Dornellas Estevão, Ludmila de Fátima Pereira e Antonio Carlos da Silva Estevão não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários; e que Leonardo Peixoto Estevão e Alexandre Peixoto Estevão não estão autorizados, por esta Autarquia, a praticar operações com valores mobiliários, por conta e ordem de quaisquer das pessoas acima mencionadas.
359	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Ação & Participação Ltda. e seus sócios, Roberto Gomes da Rocha Neto e Carlos Antonio Cunha de Souza, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
358	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Tumim Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda., e seus sócios, José Carlos Neves de Mattos e Regina Célia Monteiro dos Santos, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
357	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Opção RN Corretora de Commodities Ltda e sua sócia Maria de Fátima dos Santos Rodrigues, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
356	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Cesar Teixeira da Silva, Heitor Victor Poti de Castro, David Schipper e Silvio Carlos Pimentel Pereira não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
355	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Elenca exigências a serem cumpridas pela Odebrecht S.A. por força da suspensão da oferta pública de compra de ações.
354	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Determinar a suspensão da oferta pública de compra das ações em circulação no mercado de emissão da Odebrecht S.A., visando ao cancelamento de registro de que trata o art. 21 da Lei no 6.385/76.
353	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Luciano Thadeu Fidelis não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
352	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Esclarecer aos participantes do mercado de valores mobiliários e ao público em geral que a Deliberação 304/99 perdeu sua eficácia em virtude do credenciamento da Sagitta Administração e Participações Ltda. Marcos Pinheiro de Andrade como administradores de carteira, através dos Atos Declaratórios 5.637/99 e 5.638/99.
351	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Paulo Joaquim Antonio não está autorizado, por esta Autarquia, a exercer a atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários.
350	Vigente	N/A	Desestatização	Dispõe sobre a dispensa de realização da assembléia geral de cotistas para a aprovação da incorporação de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS, constituídos com o objetivo de participar da distribuição de ações da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras.
349	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimentos a serem observados na tramitação de inquéritos administrativos.
348	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre a Elaboração e Apresentação de Informações Contábeis dos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários.
347	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Mauro Ramos dos Santos, Agente Autônomo de Investimento, não está autorizado, por esta Autarquia, a praticar operações com valores mobiliários em seu próprio nome, bem como manter escritório acessível ao público.
346	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Eugênio Kirchner, Teresinha Schmidt Dal Paz, Norival Krueger, Rogério Alves da Rocha, Sylvio Carlos Sobrosa Rocha, Rita Isabel Rocha, Leandro Tadeu Silvestrini, Sergio Aidar, Luiz Ildelfonso Augusto da Silva, Vicente João Gomes, Paulo Volni Broering Filho, Sergio Augusto Gomes Coelho, Coracy Machado Kern, Fabio de Souza Neto, Valdir Luis Berticelli, Eleda Toigo Berticelli, Manoel Marques de Souto Nóbrega, Almério de Oliveira Nóbrega, Joaquim Carlota Junior, Susanna Ribeiro Dornelles, Ronan Bernardes Galdino, Walfredo Barbosa Oliveira, Romero Maranhão Carneiro, Sebastião Cândido Dos Santos, Protec Projetos Técnicos e Obras de Engenharia Ltda. e Jr Repres Com Ass Int Neg Mobiliários Ltda. não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
345	Vigente	Autorização	Operações societárias	Determina aos administradores de Fertilizantes Serrana S.A. e Manah S.A. que se abstenham de prosseguir com os atos de reestruturação societária descritos nesta Deliberação.
344	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Fernando Tavares dos Santos não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
343	Vigente	N/A	Desestatização	Estabelece as condições para a cobrança de taxa de resgate antecipado nos Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e Clubes de Investimento - FGTS constituídos com o objetivo de participar da distribuição de ações da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras.
342	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Determina a prorrogação de prazo para o exercício do direito de preferência para a subscrição de ações de emissão de Manah S.A. e Fertilizantes Serrana S.A.
341	Vigente	Autorização ¹⁰	Atuação irregular	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo - Bovinus Tecnologia em Pecuária Ltda.
340	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa CMI Ltda., Moacyr Robert Guimarães Leite, Olney Lima e Gislene Maria Azevedo não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
339	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Nutmeg Securities Ltda. e seus representantes legais não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
338	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antonio Wagner Pará de Moura, Irahya Carneiro Faria Júnior e José Enoilce Teixeira Mendonça, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
337	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a suspensão do registro de oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por S.A. White Martins e estabelece a obrigatoriedade de concessão de novo prazo para a manifestação de vontade dos investidores em aderir ou não ao leilão.
336	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Neditandes Gomes da Silva não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
335	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Actual Empreendimentos Financeiros Ltda., Maria Cristina de Araújo Garcia, Aline de Almeida Pedro, Milton dos Santos Guilherme Neto, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

¹⁰ Deliberações que tratassem da suspensão da realização de operações com valores mobiliários devido a irregularidades, ainda que fruto da atividade de fiscalização, foram consideradas como exercício da atividade de autorização. Consideramos a atividade de fiscalização, neste caso, atividade meio para exercício da atividade fim de autorização.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
334	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Ana Lucia Peixoto Craveiro Aidar não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
333	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que as empresas Pelajo & Associados Empreendimentos e Participações Ltda. e Pelajo & Associados DTVM Ltda. não estão autorizadas, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
332	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Cancela o leilão de compra de ações ordinárias emitidas por S.A. White Martins.
331	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por S.A. White Martins.
330	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Sun Vision Consultoria e Participações Ltda., Marley Almeida Alves, Marley Machado de Almeida e Ana Lúcia da Silva Feitosa não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
329	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Consulplan - Intermediadora de Negócios e Valores Ltda. e José Maria Serpa de Souza não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
328	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Gold Administração Consultoria e Participações Ltda., Antônio Marcelo Manfredo Guedes Barbosa, Horácio Pires Adão e Francisco Ferreira da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
327	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Crediroma - Corretora de Commodities e Participações Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
326	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Bloomberg do Brasil Comércio e Serviços Ltda. e Daniel B. Parke, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
325	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Gilmar Neves Iendrick não está autorizado, por esta Autarquia, a praticar operações com valores mobiliários em seu próprio nome, bem como manter escritório acessível ao público e sobre o fato de que José Augusto de Souza Filho, Mário Luís Barreto Monteiro, Paulo César da Silva Costa e Sidney Cardoso da Silva não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
324	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Solifity DTVM Investment, e Edson Luiz Anacleto, Vicente Adalberto Ranieri e Paulo Egídio da Silva, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
323	Vigente	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimento a ser seguido para a cobrança de multas aplicadas pela CVM.
322	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre autorização para realização de leilões de precatórios em recinto de Bolsas de Valores, com liquidação pela CBLC.
321	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Ernesto José Miola, Elizabeth Charlotte Miola, Lindamir Antônio Schacht, Antônio Clênio Mirandoli, Evanês de Ávila Falcão, Wagner Oseas Oliveira dos Anjos e Elizeu dos Santos não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
320	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a suspensão dos registros de distribuição secundária e de oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL, e estabelece a obrigatoriedade de concessão de novo prazo para a manifestação de vontade dos investidores em aderir ou não aos leilões.
319	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende os registros de distribuição secundária e de oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL.
318	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza a realização de oferta pública voluntária de compra de ações da Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. em mercado de balcão.
317	Vigente	Autorização	Operações societárias	Defere os registros de distribuição secundária e de oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL.
316	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que as empresas MCT-Factoring Fomento Mercantil Ltda., MCT-Participação

Deliberação n.º	Vigência¹	Tipo	Tema	Objeto²
				e Assessoria Mercantil Ltda. e Murilo Gonçalves de Oliveira não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
315	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Direct Participações Ltda., Roberto Siguer Nambu, João Artur Schippinich e Débora Gomes Capucci, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
314	Vigente	Administração	Organização interna	Declara competência da Procuradoria e das Subprocuradorias Jurídicas para receber citações, intimações e notificações.
313	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Jerson Luís de Oliveira, Carlos Alberto Hadlich, Ana Paula D'alessandro, Maria de Nazaré Cunha de Araújo, Márcia Camilo Martins Fontes, Ester Fisberg, Max Jardinovsky e a empresa Parâmetro Assessoria Empresarial Ltda., e seus representantes legais, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
312	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Empresa Premium Promotora de Vendas e Participações Ltda., e seus representantes legais, Paulo Sérgio Freitas Santos, José Alberto Freitas Santos e Lincoln Fernandes da Silva, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
311	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa MCT Empreendimentos e Participações Ltda. e Manoel Cardoso Teixeira, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
310	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Deuzeni Costa Nunes, Nilton Santos Ferreira Lara, João Batista da Cruz Anísio, Sandro Borges Leal e Francisco de Assis Nascimbene, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
309	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Multinvest Assessoria e Participação Ltda. e os seus sócios Luciano Rozzati Neto e Sandra Regina Epifanio de Oliveira, assim como Oriovaldo Leite, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
308	Revogada	Autorização	Atuação irregular	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Chalet Agropecuária Ltda.
307	Vigente	Autorização	Atuação irregular	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Gado Forte Agropecuária-Empreendimentos e Participações Ltda.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
306	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a F. Xavier Soares e o seu titular, Francisco Xavier Soares, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
305	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que JPR Consultoria e Administração S/C Ltda. e seus sócios, João Paulo Hage Fleury da Silveira e Cassio Rodrigo Zocolotti não estão autorizados, por esta Autarquia, a prestar serviços de consultoria de valores mobiliários.
304	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Sagitta Administração e Participações Ltda. e seus sócios, Renato Frischmann Bromfman, Marcos Pinheiro fe Andrade, André Luís Teixeira Corrêa, Cristina Soares Carneiro Campelo r Ilan Ryfer não estão autorizados, por esta Autarquia, a prestar serviços de consultoria de valores mobiliários.
303	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Asseplan Assessoria Intermediação de Negócios S/C Ltda. e seus sócios, Daniel Alves de Souza Tavares e Grayce Felismino Matheus e Rui Mascarenhas não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
302	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a New Time Intermediação de Negócios S/C Ltda. e Paula Ercoli e Zaira de Bertoli Ercoli, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
301	Vigente	Autorização	Operações societárias	Indefere o registro da distribuição secundária e da oferta pública voluntária de compra de ações emitidas por Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL e o registro de emissão de notas promissórias de DOC4 Participações S/A.
300	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Carlos Campanha, Nelson Roberto Penteado Colnaghi, Ernesto Gomes e a Empresa Gomes & Gomes Associados, Assessoria Empresarial Ltda. e Marcello Gomes e Rogério Gomes não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
299	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a SP Assessoria e Participações S/A Ltda. e seus sócios José Roberto Latréquia, Rosane Hoefler e Sandra Akiko Jesus Machado De Castro, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência¹	Tipo	Tema	Objeto²
298	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Midas Empreendimentos Imobiliários Ltda. e seus sócios Roberto Seraphim Telles e José Roberto Gomes Vianna, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
297	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Luiz Chalub Comércio Representações e Serviços Ltda., com nome fantasia de Impacto Empreendimentos, José Luiz de Paula e Salua Chalub de Paula não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
296	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Riobrás-Administração de Valores Ltda., Nelson Pedro Zambon, Nilce Terezinha dos Santos e Rogério Manoel de Souza, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
295	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da empresa Fazendas Integradas Ouro Branco S/A e a Bawman Agropecuária e Comercial S/A.
294	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira.
293	Revogada	Normatização	Parcelamento de débitos	Dispõe sobre o parcelamento de débitos relativos à taxa de fiscalização de que trata a Lei nº 7.940/89, dos débitos originários de multa aplicada em inquérito administrativo, nos termos do inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/76, e da aplicação da multa cominatória prevista no § 11 do citado artigo.
292	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Olimpio Pinto Diniz, não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
291	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Investplan Participações e Administração Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
290	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Ana Carolina Almeida Gomes e Rosângela Dias Costa não estão autorizadas, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
289	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a empresa Incontrade Empreendimentos e Participações Ltda. e seus sócios, Jorge Fernandes Bragança e Célia Maria Lima Bragança, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
288	Vigente	Orientação - Instrução	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a possibilidade de ajuste ou reversão, pelas companhias abertas, da reavaliação do ativo imobilizado.
287	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Soliane Maria de Oliveira Costa e a Consultec Consultoria Técnica Ltda. não estão autorizadas, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
286	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a T Capital Telecomunicações Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
285	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Solidez Intermediadora de Negócios e Valores Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
284	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Suldenveste Assessoria Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
283	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Ferrari Participações e Comércio Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
282	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Reversão Corretora de Futuros e Administradora de Valores Ltda. e Markinvest Participações Ltda. não estão autorizadas, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
281	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Giros Gerenciamento de Ativos Financeiros Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
280	Vigente	Administração	Organização interna	Composição da Comissão Consultiva sobre Regulação de Fundos de Investimento Imobiliário.
279	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a Deliberação 277/98 que suspendeu a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Embrapek - Empresa Brasileira H de Pecuária de Corte Ltda. e/ou da Embrapek Agropecuária S/A.
278	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Newsky Bancorp S/A não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
277	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Empresa Brasileira H de Pecuária de Corte Ltda. e/ou da Embrapek Agropecuária S/A.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
276	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre Regulação de Fundos de Investimento Imobiliário.
275	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Marta Maria Hanser não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
274	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Antonio Luiz Fadul e Maria de Fátima Costa Brazão não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
273	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização do Imposto de Renda e da Contribuição Social.
272	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Cancela a autorização de realização de leilão de venda de ações ordinárias da Companhia Catarinense de Águas e Saneamento - CASAN.
271	Vigente	Autorização	Revogação de deliberação	Revoga a Deliberação 257/98.
270	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que a Degraus Assessoria de Investimentos Ltda., Maria Ivanilda dos Santos e Ivanildo Dantas Victor, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
269	Vigente	Autorização	Revogação de deliberação	Revoga a Deliberação 267/98.
268	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que as empresas CEPAR Consultoria Empreendimentos e Participações Ltda., Eldorado Sociedade Brasileira dos Passivos Trabalhistas Ltda., Carlos Alberto da Silva Barcelos, Elizabeth de Moura, Jorge Virgílio, Jorge Felisberto, Antonio Eduardo Gomes de Mello, Norma Belém de Mattos, João Rocha Netto e Virgílio Maurício Quintanilha Filho, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
267	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a alienação de ações ordinárias e preferenciais de emissão da CETERP - Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto S/A.
266	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a alienação de ações ordinárias de emissão da ELEKTRO - Eletricidade e Serviços S/A.
265	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que Luís Felipe Souza Andrada e Gilberto Vilela, que se apresentam como

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				sócios da GNF Consultoria e Investimento S/A, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
264	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Bolsa de Parceria Rural - Agropecuária e Comercial Ltda.
263	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que Aristóteles de Moraes e Silva não está autorizado por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
262	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a alienação de ações ordinárias de emissão da Companhia Riograndense de Telecomunicações - CRT.
261	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Retifica a Deliberação 252/98, que tratou da prestação irregular de serviços de administração de carteira de valores mobiliários por parte de instituição não credenciada na CVM.
260	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Margem Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários, a Margem Corretora de Valores e Armando Margem Filho não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários
259	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Wall Street Consultoria Empreendimentos e Participações LTDA, André Luís Gonçalves Pires e Marcelo Maia Weinstein, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
258	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que o Paulo Roberto Dias Lustosa não está autorizado, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
257	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a alienação de debêntures de emissão da INVESC permutáveis em ações ordinárias de emissão da CELESC.
256	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Determinar que a Companhia Força e Luz Cataguases Leopoldina suspenda a publicação em contas de energia elétrica por ela emitidas de propaganda de oferta de compra de valores mobiliários por parte da P. R. Corretora e Consultoria Ltda.
255	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Determinar que Paulo Jorge Coury Júnior suspenda imediatamente a oferta de venda de ações de emissão da RIOTUR - Empresa de Turismo do Município do Rio de Janeiro S/A.
254	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a P. R. Corretora e Consultoria Ltda., Rogério Silva de Sousa e Maria do Nascimento

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
				Coury, e o procurador da empresa, Paulo Jorge Coury Júnior, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
253	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Associação Acionistas Açominas, Airton dos Santos Melo e Lúcia Maria Andrade Amorim não estão autorizados por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
252	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Portifólio Consultoria, Comércio e Serviços Ltda. e Sérgio Coimbra Diniz não estão autorizados por esta Autarquia a prestar serviços de administração de carteiras de valores mobiliários.
251	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Câmara Comercial Industrial e Administrativa de São Paulo Ltda., Marco Antônio Miranda Carranca, Pedro Luiz Ricci, José Ivan Gibin de Mattos, Edgar da Roz Jr., Maurício Martins, Ruy Xavier de Barros, Robson B. Silva e Sônia Regina Manzoni não estão autorizados por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
250	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que Laudionor Valentin da Silva Junior e Sivaldo Valentin da Silva, que se utilizam da sigla Covam - Corretora de Valores Mobiliários não estão autorizados por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
249	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações da EPTE - Empresa Paulista de Transmissão de Energia Elétrica S/A.
248	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensar do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S/A e da EBE - Empresa Bandeirante de Energia S/A.
247	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Riopart - Planejamento e Participações S/C Ltda., Sônia Marly Lauton Ignácio, Antenor Barbosa Lima e Eliezer Domingues Lima não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
246	Revogada	Normatização ¹¹	Fundos de investimento	Dispensa o atendimento, por bancos comerciais, caixas econômicas, bancos múltiplos sem carteira de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e sociedades seguradoras, da condição prevista no inciso I do art. 6º da Instrução 82/88.

¹¹ Deliberações que inserissem normas em abstrato sobre a concessão de autorização foram consideradas dentro da função normativa.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
245	Vigente	Autorização ¹²	Atuação irregular	Suspende a venda e a distribuição dos títulos ou contratos de investimento coletivo da Gallus Agropecuária S/A.
244	Revogada	Autorização	Administrador de carteira de valores mobiliários	Estabelece critérios para eximir as sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada do registro de administrador de carteira de valores mobiliários.
243	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Rioinvest Consultoria Empreendimentos e Participações Ltda., Gilson Braga Júnior e René Fleury Chiletto, não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
242	Revogada	Normatização	Parcelamento de débitos	Dispõe sobre o parcelamento de débitos relativos à Taxa de Fiscalização de que trata a Lei 7.940/89, dos débitos originários de multa aplicada em Inquérito Administrativo, nos termos do inciso II do art. 11 da Lei 6.385/76, e da aplicação da multa cominatória prevista no § 11 do citado artigo.
241	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Invesplan Corretora de Mercadorias Ltda., Adolpho Ribeiro Neto e Carlos Alberto Macedo Fraga não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
240	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Visaplan Ltda., Rivaldo Dias Costa e Reginaldo Dias Costa não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
239	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações da COELCE - Companhia Energética do Ceará.
238	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Requisita informações às sociedades a que se refere a Instrução 270/98.
237	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre o prazo previsto na Deliberação 234/97 para a apresentação de informações dos aumentos de capital mediante subscrição particular de ações e subscrições particulares dos demais valores mobiliários.
236	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM, estabelecendo componentes, siglas e subordinação.

¹² Deliberações que tratassem da suspensão da realização de operações com valores mobiliários devido a irregularidades, ainda que fruto da atividade de fiscalização, foram consideradas como exercício da atividade de autorização. Consideramos a atividade de fiscalização, neste caso, atividade meio para exercício da atividade fim de autorização.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
235	Vigente	Orientação - Instrução	Correção monetária	Dispõe sobre a reversão da Reserva de Correção Especial - Lei 8.200/91.
234	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a apresentação de informações dos aumentos de capital mediante subscrição particular de ações e subscrições particulares dos demais valores mobiliários.
233	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Signus Corretores Associados S/C Ltda., Luiz Fernando Boullosa, Trajano Ferreira dos Santos e Fabrizio Braga Saes não estão autorizados, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
232	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Assinvest Assessoria Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
231	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Companhia Paulista de Força e Luz - CPFL.
230	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Companhia Norte-Nordeste de Distribuição de Energia Elétrica.
229	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Companhia Centro-Oeste de Distribuição de Energia Elétrica.
228	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Centrais Elétricas Matogrossenses S/A - CEMAT.
227	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Companhia União de Seguros Gerais.
226	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações da Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S/A - ENERSUL.
225	Vigente	Normatização	Investidores não residentes	Consolida os critérios para o reconhecimento de órgão equivalente à Comissão de Valores Mobiliários, para fins do disposto na Instrução 169/92.
224	Vigente	Autorização	Fundos de investimento	Autoriza a transformação ou incorporação de Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre e Fundos Mútuos de Investimento em Quotas de Fundos Mútuos de Investimento em Ações em Fundos de investimento Financeiro ou em Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
223	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza a Bovespa a realizar o Leilão de Arrendamento do Terminal de Containeres - Tecon do Porto de Santos.
222	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Diferencial S/A Empreendimentos e Participações não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
221	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a composição da Comissão Consultiva sobre Regulação de Instrumentos de Investimento Coletivo.
220	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Alerta os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral de que a Avaupac - Administradora de Valores Mobiliários S/C Ltda. não está autorizada, por esta Autarquia, a intermediar negócios envolvendo valores mobiliários.
219	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Determina a imediata suspensão do exercício das atividades de intermediação no mercado de valores mobiliários da New Way Técnicas Administrativas Assessoria e Planejamento Ltda.
218	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a Deliberação 197/96, no que diz respeito à subordinação das Gerências de Orientação a Investidores.
217	Revogada	Orientação - Interpretação	Alteração de Deliberação	Altera disposições da Deliberação 66/88.
216	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da COELBA - Cia. de Eletricidade do Estado da Bahia.
215	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88, de 3 de novembro de 1988, a venda das ações do Banco de Crédito Real de Minas Gerais - CREDIREAL.
214	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a composição da Comissão Consultiva sobre a Política de Divulgação de Informações das Companhias Abertas ao Mercado de Valores Mobiliários.
213	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com o Mercado para dispensar o cadastramento de comitentes nos sistemas das bolsas de valores.
212	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a composição da Comissão Consultiva sobre Regulação de Instrumentos de Investimento Coletivo.
211	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Intermediação irregular de ações no mercado de valores mobiliários, por parte de pessoas não integrantes do sistema de distribuição previsto no art. 15 da Lei 6.385/76.
210	Revogada	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a forma de apresentação das informações periódicas previstas no art. 16 da Instrução 202/93.
209	Vigente	Administração	Organização interna	Composição da Comissão Consultiva sobre a Política de Divulgação de Informações das Companhias Abertas ao Mercado de Valores Mobiliários.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
208	Vigente	Autorização	Assembleia geral de acionistas	Autoriza a redução do quorum previsto no caput do referido artigo 136 da Lei 6.404/76 para a realização da AGE da companhia aberta Alumínio S/A Extrusão e Laminação.
207	Revogada	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei 9.249/95.
206	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre o prazo previsto na Deliberação 183/95 para reversão das reavaliações contabilizadas antes de 1º de julho de 1995, sobre a possibilidade de reversão da Reserva de Correção Especial - Lei 8.200/91, e dá outras providências.
205	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre Regulação de Instrumentos de investimento Coletivo.
204	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre a Política de Divulgação de informações das Companhias Abertas ao mercado de Valores Mobiliários.
203	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Revoga a Deliberação 200/96 e determina que a Trikem S/A divulgue fato relevante.
202	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Estabelece procedimentos a serem seguidos nos pedidos de recurso ao Colegiado de decisões dos Superintendentes da CVM.
201	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de distribuição secundária, previsto na Instrução 88/88, a venda das ações ordinárias da Cia. Energética de Minas Gerais - CEMIG.
200	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende o registro da distribuição pública das debêntures de emissão da TRIKEM S/A.
199	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a Composição da Comissão Consultiva de Assuntos Internacionais.
198	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a Composição da Comissão Consultiva sobre Normas Contábeis.
197	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM.
196	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com Investidores e Intermediários, com o fim de baixar Atos Declaratórios de prestação de serviços de valores mobiliários e de agente emissor de certificados e, ainda, cancelar autorizações para funcionamento das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.
195	Vigente	Fiscalização	Atuação irregular	Determina que o Sr. Michel Rubeiz suspenda a oferta de venda de ações de emissão da Autolatina Brasil S/A.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
194	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Determina que o Sr. Michel Rubeiz suspenda a oferta de venda de ações de emissão da Autolatina Brasil S/A.
193	Revogada	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a capitalização de juros e demais encargos financeiros decorrentes do financiamento de ativos em construção ou produção.
192	Vigente	Autorização	Suspensão de registro	Determina suspensão do exercício das atividades de intermediação no mercado de valores mobiliários da AC-ASSESSORIA E ADMINISTRAÇÃO LTDA.
191	Vigente	Normatização	Fundos de investimento	Estabelece procedimentos a serem observados pelas instituições administradoras de Fundos Mútuos de Ações que incorporaram os antigos Fundos de Investimento Incentivados do Decreto-Lei 157/67.
190	Vigente	Normatização	Prestação de informações	Dilata o prazo de apresentação da informação trimestral devida em 15 de maio de 1996 para 31 de maio de 1996.
189	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva de Assuntos Tributários.
188	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispensa do registro de que trata o art. 19 da Lei 6.385/76, no caso que especifica.
187	Revogada	Normatização	Fundos de investimento	Dispensa o atendimento à condição estabelecida no inciso I do artigo 6º da Instrução 82/88.
186	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva de Assuntos Internacionais.
185	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a concessão de autorização para emissão de ações do BRAZIL FUND INC.
184	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM, estabelecendo componentes, siglas e subordinação.
183	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova Pronunciamento do IBRACON sobre Reavaliação de Ativos.
182	Revogada	Autorização	Opções	Requisitos para a realização de operações com Opções não padronizadas.
181	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Dispõe sobre a competência para o julgamento em Primeira e Segunda instâncias dos processos atinentes à cobrança da Taxa de Fiscalização.
180	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM.
179	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SMI com o fim de baixar Atos Declaratórios.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
178	Revogada	Fiscalização	Registro de companhias	Dispõe sobre a divulgação periódica ao mercado da denominação das companhias abertas que não mantiverem atualizado o seu registro de companhia.
177	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando a constituição, no Brasil, de Carteira de títulos e valores mobiliários - conta coletiva - na forma prevista no Regulamento Anexo IV à Resolução 1.289/87.
176	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência à SNC para o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando o exercício da atividade de auditoria independente no MVM, e cancelando a autorização de auditores independentes registrados na CVM.
175	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Instauração de inquérito administrativo para apurar atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores e acionistas de cias. abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.
174	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza a adoção de procedimento especial na distribuição secundária de ações no âmbito do PND.
173	Vigente	Normatização	Auditores independentes	Prorroga para 31.12.94 o prazo previsto na Instrução 216/94, para os auditores independentes - pessoa jurídica adaptarem os respectivos contratos sociais.
172	Vigente	Administração	Organização interna	Composição da Comissão Consultiva sobre Normas Contábeis.
171	Vigente	Orientação - Interpretação	Débitos	Esclarecimento às companhias acerca das disposições contidas nos artigos 52 da Lei 8.212/91 e 942 do Decreto 1.041/94.
170	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos especiais para elaboração de demonstrações financeiras, pelas companhias abertas, com vistas à adaptação à nova unidade do Sistema Monetário Nacional, instituída pela Lei 8.880/94, e complementada pela MP 542/94.
169	Revogada	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre Relações Internacionalização dos Mercados.
168	Vigente	Normatização	Auditores independentes	Dispõe sobre a prorrogação do prazo de remessa de informação anual requerida na Instrução 204/93.
167	Revogada	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre relações institucionais internacionais.
166	Revogada	Administração	Organização interna	Altera, em parte, a Deliberação 155/93.
165	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre o estorno da Reserva de Reavaliação nos casos de descontinuidade dos bens reavaliados.
164	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a contabilização da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social - COFINS.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
163	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza a adoção de procedimento especial na distribuição secundária de ações no âmbito do Programa Nacional de Desestatização.
162	Vigente	Fiscalização	Delegação de competências	Revoga a Deliberação 87/90.
161	Vigente	Administração	Organização interna	Cria Comissão Consultiva sobre Normas Contábeis.
160	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Dispõe sobre a delegação de competência ao Superintendente Geral para o parcelamento dos débitos relativos à Taxa de Fiscalização.
159	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência aos servidores Salvador Augusto Bento, Chefe de Departamento (ASE), e José Carlos Halpern Doherty, Gerente (GDP), lotados em Brasília, para receberem, na sede, citações, intimações e notificações pela Comissão de Valores Mobiliários.
158	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao titular da Superintendência de Relações com Investidores para o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando o exercício das atividades de consultor/analista de valores mobiliários, previstas na Instrução 43/85 e na Instrução 82/88.
157	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência aos titulares da Superintendência Jurídica e das Gerências de Consultoria e Contencioso 1 e 2 para receberem citações, intimações e notificações pela CVM.
156	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Internacionalização e Desenvolvimento para o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando a constituição, no Brasil, de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários - Conta Coletiva - na forma prevista no Regulamento Anexo IV.
155	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM, estabelecendo componentes, siglas e subordinação.
154	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Concede os registros de que tratam os artigos 19 e 21 da Lei 6.385/76 à YPF Sociedade Anônima.
153	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Chefe do Departamento de Normas da Área Internacional da CVM com o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando a constituição, no Brasil, de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários e Conta Coletiva.
152	Revogada	Normatização	Demonstrações financeiras	Estabelece procedimentos a serem seguidos nos casos de refazimento ou republicação de demonstrações contábeis das companhias abertas.
151	Revogada	Normatização	Fundos de investimento	Dispensa a aplicação da condição estabelecida no inciso I, do artigo 6º da Instrução 82/88.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
150	Vigente	Autorização	Concessão de autorização	Autoriza a International Finance Corporation (IFC) a atuar como instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.
149	Vigente	Normatização	Demonstrações contábeis	Prorroga a aplicação dos artigos 1º e 2º da Instrução 189/92, e estabelece procedimentos para a elaboração das Informações Trimestrais - ITR.
148	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Diretor de Normas da CVM com o fim de baixar Atos Declaratórios autorizando a constituição de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários-Conta Coletiva (no Brasil).
147	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para a Sede em Brasília, o Departamento de Administração - DEADR que passa a denominar-se DEADB.
146	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza TELEBRÁS para aquisição de ações de sua própria emissão para manutenção em tesouraria.
145	Revogada	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM.
144	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre registros de que tratam os artigos 19 e 21 da Lei 6.385/76 nos casos que especifica.
143	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Autoriza a reabertura das negociações em Bolsas de Valores com ações de emissão da Políteno Indústria e Comércio S/A.
142	Revogada	Fiscalização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre o dever, do administrador de carteira de valores mobiliários, de fornecer a CVM, informações relativas às operações realizadas nos mercados à vista e derivativos.
141	Revogada	Autorização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre operações especiais em Bolsa, precedidas de captação de ordens pulverizadas através de agências bancárias do país.
140	Revogada	N/A	Desestatização	Dispõe sobre leilões de ações de empresas privatizadas de propriedade de entidades fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada.
139	Revogada	Orientação - instrução	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a correção monetária das informações trimestrais.
138	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para a DRJ a Corregedoria Administrativa da CVM.
137	Revogada	Administração	Alteração de Deliberação	Altera os itens I, alínea "a", e II da Deliberação 132/91.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
136	Revogada	Normatização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre os limites vinculados ao volume de exportações das cias. emissoras de debêntures com cláusula de variação cambial.
135	Revogada	Administração	Alteração de Deliberação	Altera, em parte, o item II da Deliberação 132/91.
134	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para Brasília-DF, a partir desta data, a GNC.
133	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Determina a suspensão das negociações por parte do comitente Prescontrol Prestações de Serviços Técnicos S/C Ltda.
132	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Atribui responsabilidades de coordenação e supervisão das atividades executadas pelos componentes organizacionais da CVM.
131	Vigente	Normatização	Prestação de informações	Dispõe sobre as informações trimestrais das instituições financeiras.
130	Revogada	Administração	Organização interna	Delega competência ao Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários com o fim de baixar Atos Declaratórios.
129	Vigente	Administração	Organização interna	Altera o item II da Deliberação 96/90 - Composição da Comissão Consultiva sobre Políticas de Divulgação de Informações.
128	Vigente	Administração	Organização interna	Constitui comissão para preparar levantamento com o objetivo de divulgar todos os atos normativos da CVM.
127	Vigente	Normatização	Prestação de informações	Dispõe sobre a correção monetária das informações trimestrais com base no mês de junho/91.
126	Revogada	Administração	Organização interna	Delega competência ao SMI para baixar Atos Declaratórios cancelando autorização para funcionamento das sociedades corretoras, bem como para o exercício das atividades das sociedades distribuidoras no mercado de valores mobiliários.
125	Vigente	N/A	Desestatização	Dispensa do registro prévio na CVM as ofertas que envolvam a procura de interessados na aquisição de valores mobiliários de emissão de companhia incluída no processo de privatização observados os requisitos mencionados.
124	Revogada	Administração	Alteração de deliberação	Altera em parte a Deliberação 83/90.
123	Revogada	Administração	Organização interna	Composição da Comissão Consultiva sobre Políticas de Divulgação de Informações das companhias abertas ao MVM.
122	Revogada	Administração	Alteração de deliberação	Altera, em parte, a Deliberação 83/90.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
121	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com os Investidores para autorizar a administração de carteiras de valores mobiliários mantidas no País por investidores institucionais estrangeiros.
120	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Esclarece as condições estabelecidas na escritura de emissão de debêntures da Companhia de Cimento Portland Paraíso.
119	Vigente	Administração	Alteração de deliberação	Altera em parte a Deliberação 83/90.
118	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a composição da Comissão de Assuntos Jurídicos do Mercado de Valores Mobiliários. Revoga a Deliberação 93/90.
117	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência aos Gerentes de Acompanhamento de Mercado e de Fiscalização Externa da Delegacia Regional de São Paulo para autorizar viagens a serviço. Revoga a Deliberação 101/90.
116	Vigente	Administração	Organização interna	Constitui grupo de trabalho para colaborar com a CVM no desenvolvimento dos estudos e elaboração dos projetos normativos referentes ao Fundo Agro-Pastoril.
115	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Transfere para a GMC as funções inerentes à administração do registro de auditores independentes. Delega competência ao SMI para o fim de baixar Atos Declaratórios. Mantém na SNC as demais atividades de acompanhamento de desempenho dos auditores independentes. Revoga a Deliberação 33/86.
114	Vigente	Administração	Alteração de deliberação	Composição da Comissão Consultiva sobre Políticas de Divulgação de Informações das companhias abertas ao MVM.
113	Vigente	Administração	Organização interna	Altera, em parte, a Deliberação 83/90.
112	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para Brasília-DF, a partir desta data, a SNC e a GNA.
111	Vigente	Administração	Organização interna	Altera, em parte, a Deliberação 83/90.
110	Vigente	Administração	Alteração de deliberação	Altera, em parte, a Deliberação 83/90.
109	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para Brasília-DF, a partir desta data, os componentes organizacionais que menciona.
108	Vigente	Administração	Organização interna	Altera, em parte, a Deliberação 83/90.
107	Vigente	Orientação – Instrução	Correção monetária	Esclarece as companhias e os demais participantes do MVM acerca dos efeitos a serem considerados na aplicação da Lei 8.177/91, nas hipóteses a seguir indicadas - distribuição de dividendos - aumento de capital.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
106	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Gerência de Acompanhamento de Empresas (GE3), na Delegacia Regional de São Paulo, a partir desta data.
105	Vigente	Normatização	Intermediários	Estabelece normas para a constituição de Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários.
104	Vigente	Administração	Organização interna	Cria, na Delegacia Regional de São Paulo, as Gerências de Acompanhamento de Mercado e de Fiscalização Externa.
103	Vigente	Administração	Organização interna	Transfere para Brasília-DF, a partir de 09.01.91, os componentes organizacionais que menciona.
102	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Determina a suspensão da negociação no mercado secundário de balcão dos extratos demonstrativos dos créditos oriundos de empréstimo compulsório conversíveis em ações preferenciais nominativas classe "B" de emissão da ELETROBRÁS.
101	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Gerente da Delegacia Regional de São Paulo para autorizar viagens a serviço.
100	Revogada	Fiscalização	Alteração de deliberação	Altera a Deliberação 84/90.
99	Vigente	Administração	Alteração de deliberação	Composição da Comissão Consultiva sobre Políticas de Divulgação de Informações das companhias abertas ao MVM. Altera a Deliberação 96/90.
98	Vigente	Administração	Revogação de deliberação	Revoga a Deliberação 67/88 que criou o Conselho do Mercado de Capitais (CONSEC)/CVM
97	Revogada	Normatização	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre a multa cominatória a que está sujeita a companhia aberta que não mantiver atualizado seu registro. Revoga a Deliberação 47/87.
96	Revogada	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Consultiva sobre políticas de divulgação de informações das companhias abertas ao mercado de valores mobiliários.
95	Vigente	Administração	Organização interna	Cria a Comissão Para Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários.
94	Vigente	Administração	Alteração de deliberação	Extingue a Delegacia Regional de Fortaleza, a partir de 01.07.90.
93	Revogada	Administração	Organização interna	Cria a Comissão de Assuntos Jurídicos do Mercado de Valores Mobiliários.
92	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para autorizar a constituição dos Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro.
91	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para autorizar a constituição dos Fundos Mútuos de Ações.
90	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para autorizar a constituição dos Fundos de Investimento-Capital Estrangeiro.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
89	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Mantém suspensas as negociações em Bolsas de Valores das ações da Politeño Ind. e Com. S.A.
88	Revogada	Normatização	Informações periódicas	Estende, em caráter excepcional, o prazo previsto no inciso IV do art. 16 da Instrução 60/87 para a prestação das IANs - exercícios sociais encerrados até 15.03.90.
87	Revogada	Normatização	Intermediários	Determina às Bolsas que informem, imediatamente, à SMI/CVM, quaisquer irregularidades operacionais ou regulamentares praticadas pelas sociedades corretoras-membros.
86	Vigente	Normatização	Prestação de informações	Intima as companhias abertas a prestar à CVM, no prazo de três dias úteis, as informações que menciona - Lei 8.033/90 - Incidência IOF.
85	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Suspende, em caráter excepcional, a obrigatoriedade de publicação de Demonstrações Financeiras, relativas a exercícios sociais encerrados até 15.03.90, nos termos da alínea "a", inciso I da Instrução 02/78.
84	Revogada	Normatização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre os Mercados Futuros, a Termo e de Opções. Suspende a exigência do art. 10 da Instrução 104/89.
83	Vigente	Administração	Organização interna	Altera a estrutura organizacional da CVM e revoga a Deliberação 76/89.
82	Revogada	Normatização	Demonstrações financeiras	Prorroga até 20.09.89 o prazo previsto no inciso VIII do art. 16 da Instrução 60/87 para as Informações Trimestrais - ITR do período compreendido entre 03.04.89 e 30.06.89.
81	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Veda a abertura de novas séries de opções de ações com vencimentos em agosto deste ano ou em data posterior, bem como a abertura de contratos no Mercado Futuro de Índices.
80	Vigente	Administração	Mercado organizado	Decreta o recesso das Bolsas de Valores no dia 12.06.89.
79	Revogada	Normatização	Registro de companhias abertas	Prorroga para 02.09.89 o prazo estabelecido no item I da Deliberação 73/89.
78	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Prorroga até 30.06.89 o prazo previsto no inciso VIII do art. 16 da Instrução 60/87 para as Informações Trimestrais do período compreendido entre 01.01.89 e 31.03.89.
77	Vigente	Autorização	Reservas societárias	Dispõe sobre a concessão de autorização para manutenção de reserva no exterior pelo THE BRAZIL FUND, INC.
76	Revogada	Administração	Organização interna	Altera em parte a estrutura organizacional interna da CVM.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
75	Vigente	Normatização	Registro de companhias abertas	Dispõe sobre o registro de que trata a Instrução 92/88, das sociedades não enquadradas no parágrafo único do artigo 26 da citada Instrução.
74	Vigente	Autorização	Intermediários	Determina a imediata suspensão do exercício das atividades de intermediação no mercado de valores mobiliários da VAF - Corretora de Commodities, Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.
73	Revogada	Normatização	Registro de companhias abertas	Dispõe sobre o registro de que trata a Instrução 92/88, das sociedades não enquadradas no parágrafo único do artigo 26 da citada Instrução.
72	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração de demonstrações financeiras extraordinárias pelas companhias abertas, com vistas à adaptação à nova unidade do sistema monetário instituída pela Lei 7.730/89 e dá outras providências.
71	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a aplicação do Fator de Conversão contido no § 1º do art. 13 da Medida Provisória 32/89.
70	Vigente	Fiscalização	Elaboração de balanço	Dispõe sobre a contabilização da provisão para perdas, saldo e modo de conversão dos empréstimos compulsórios à ELETROBRAS em ações.
69	Revogada	Administração	Organização interna	Aprova a criação da Delegacia Regional de Fortaleza
68	Vigente	Orientação – interpretação	Fato relevante	Dispõe sobre o dever de comunicar e divulgar fato relevante referente à conversão de créditos externos para investimento em companhia aberta
67	Revogada	Administração	Organização interna	Cria o Conselho do Mercado de Capitais (CONSEC)/CVM.
66	Revogada	Orientação – interpretação	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre leilões de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público.
65	Vigente	Normatização	Registro de companhia aberta	Prorroga por tempo indeterminado a não exigibilidade do registro de emissão das companhias de pequeno e médio porte na forma e nos termos previstos na Deliberação 30/86.
64	Vigente	Administração	Revogação de deliberação	Revoga as Deliberações 50/87, 52/87, 54/87 e 55/87.
63	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para autorizar o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários e de administrador de carteira de valores mobiliários.
62	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Mantém suspensas as negociações em bolsas de valores das ações de emissão da Pirâmides Brasília S.A. Indústria e Comércio.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
61	Vigente	Autorização	Registro de carteira	Dispõe sobre a autorização para "THE BRAZIL FUND, INC" constituir Carteira de Títulos e Valores Mobiliários no país.
60	Revogada	Administração	Organização interna	Altera em parte a estrutura organizacional interna da CVM.
59	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Suspende a distribuição de ações emitidas pela BRASMOTOR.
58	Revogada	Administração	Alteração de deliberação	Altera o item II da Deliberação 32/86.
57	Revogada	Administração	Alteração de deliberação	Altera o item IV da Deliberação 32/86.
56	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Divulga fatos aos participantes do mercado (MANASA) e mantém suspensas as negociações das ações em Bolsa de Valores e fixa prazo até 30.11.87 para apresentação de Edital de Oferta Pública por parte de todos os adquirentes do controle acionário.
55	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários para o fim de autorizar a constituição dos Fundos Mútuos de Ações.
54	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários para o fim de autorizar a constituição das Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro.
53	Vigente	Autorização	Registro de sociedades	Suspende até 31.10.87 a concessão de novas autorizações para a constituição e funcionamento de Sociedades e Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro.
52	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SIN para o fim de autorizar a constituição dos Fundos de Investimento-Capital Estrangeiro.
51	Vigente	Autorização	Registro de carteira	Dispõe sobre a concessão de autorização para a constituição e administração de carteira de títulos e valores mobiliários de que trata a Instrução 67/87.
50	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Multa Cominatória.
49	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Dispõe sobre a multa cominatória a que está sujeita a companhia aberta que não efetuar o grupamento de suas ações ou a padronização das respectivas cautelas.
48	Revogada	Administração	Alteração de deliberações	Altera a Deliberação 32/86.
47	Revogada	Normatização	Registro de companhia aberta	Multa Cominatória. Revoga a Deliberação 23/85.
46	Revogada	Administração	Alteração de deliberações	Altera em parte o item IV da Deliberação 32/86.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
45	Revogada	Administração	Alteração de deliberações	Altera em parte o item IV da Deliberação 32/86
44	Vigente	Normatização	Audidores independentes	Aprova procedimentos para emissão de parecer de auditoria sobre demonstrações financeiras relativas a exercícios sociais encerrados em 31.01.87.
43	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Prorroga durante o ano de 1987 a dispensa de registro de que trata a Deliberação 30/86.
42	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a elaboração das demonstrações financeiras consolidadas relativas a exercícios sociais encerrados em 31.01.87.
41	Revogada	Administração	Alteração de deliberações	Altera em parte o item III da Deliberação 32/86.
40	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Aprova Modelo de Contrato para negociação de índice futuro e o Regulamento de Operações da BM&F e dá outras providências.
39	Revogada	Normatização	Operações com valores mobiliários	Aprova Modelo de Contrato de Índice Futuro e Regulamento de Operações da BBF, no que se relaciona ao Mercado Futuro de Índice de Ações e dá outras providências.
38	Revogada	Administração	Alteração de deliberações	Altera em parte o item III da Deliberação 32/86.
37	Vigente	Normatização	Revogação de deliberação	Revoga a Deliberação 36/86.
36	Revogada	Normatização	Operações com valores mobiliários	Suspende por dez dias os processos de registro de emissões primárias e de distribuições secundárias de valores mobiliários.
35	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SMI para autorizar a constituição de clube de investimento com número superior a 150 pessoas.
34	Revogada	Administração	Alteração de deliberação	Altera em parte a Estrutura Organizacional interna da CVM.
33	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SNC para o fim de baixar Atos Declaratórios.
32	Revogada	Administração	Organização interna	Altera em parte a Estrutura Organizacional interna da CVM.
31	Vigente	Orientação – Instrução	Conversão monetária	Esclarece as companhias abertas e demais participantes do MVM acerca dos efeitos a serem considerados na aplicação do Decreto-Lei 2.284/86.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
30	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Dispensa, durante o ano de 1986, o registro de emissão previsto no artigo 19 da Lei 64.04/76, para as emissões de ações efetivadas por companhia de pequeno e médio porte definida no art. 4º do Decreto 92.181/85.
29	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova e referenda o pronunciamento do IBRACON sobre a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade.
28	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o pronunciamento emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores-IBRACON sobre os Investimentos Societários no Exterior e critérios de conversão de demonstrações contábeis em outras moedas para o cruzeiro.
27	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o pronunciamento emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores-IBRACON sobre Reavaliação de Ativos.
26	Revogada	Normatização	Pronunciamento contábil	Aprova o pronunciamento emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores-IBRACON sobre transações entre partes relacionadas.
25	Vigente	Normatização	Pronunciamento contábil	Referenda o pronunciamento sobre procedimentos de auditoria independente de instituições financeiras e entidades equiparadas, emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores-IBRACON.
24	Revogada	Administração	Organização interna	Cria a Comissão de Estudos das Normas do Mercado Acionário.
23	Revogada	Normatização	Registro de companhia aberta	Multa Cominatória.
22	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SEP, para o fim de baixar Atos Declaratórios.
21	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao SMI, para o fim de baixar Atos Declaratórios.
20	Revogada	Orientação – Interpretação	Operações com valores mobiliários	Proíbe a participação das sociedades integrantes do sistema de distribuição em negociações privadas.
19	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Mantém suspensas as negociações em Bolsas de Valores das ações de emissão da COBRASFER.
18	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Prorroga por 60 dias determinação contida na Deliberação 17/84 - (COBRASFER).
17	Vigente	Autorização	Operações com valores mobiliários	Divulga fatos aos participantes do mercado (COBRASFER).

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
16	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Aprovação do Colegiado para a Instauração de Inquérito Administrativo para apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do MVM.
15	Vigente	Normatização	Revogação de deliberação	Reserva de Reavaliação. Revoga a Deliberação 13/81.
14	Vigente	Orientação – Interpretação	Operações com valores mobiliários	Declara que as operações consideradas legítimas nos mercados de opções e a futuro não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo.
13	Revogada	Normatização	Reservas societárias	Reserva de Reavaliação.
12	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Atribui aos Diretores designados relatores dos inquéritos administrativos da CVM competência para apreciar o pedido de provas formuladas na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção.
11	Vigente	Fiscalização	Operações com valores mobiliários	Adverte e determina sobre os pedidos de procurações publicados por acionistas do Banco Mercantil do Brasil S.A.
10	Vigente	Fiscalização	Operações com valores mobiliários	Delibera que a partir de 26.11.80 todas as operações envolvendo ações componentes de garantias de quaisquer operações efetuadas no mercado, prestadas pelo chamado Grupo Chalam, deverão ser submetidas a leilão comum, com prévia comunicação ao mercado.
09	Vigente	Normatização	Operações com valores mobiliários	Admite a negociação em Bolsa de Valores de recibos de subscrição de valores mobiliários integralizados.
08	Vigente	Normatização	Demonstrações financeiras	Determina que as companhias abertas deverão adotar os procedimentos a seguir indicados para elaboração e apresentação das DF's previstas na Lei 6.404/76, no que se refere à variação cambial especial decorrente das alterações das taxas de câmbio havidas no exercício social que incluir o mês de dezembro de 1979.
07	Revogada	Normatização	Processo administrativo	Delibera sobre decisões proferidas pelos superintendentes da CVM e dos recursos e prazos ao Colegiado.
06	Revogada	Orientação - Interpretação	Custódia	Declara a proibição de a instituição responsável pela custódia dispor dos títulos custodiados em proveito próprio.

Deliberação n.º	Vigência ¹	Tipo	Tema	Objeto ²
05	Vigente	Normatização ¹³	Operações com valores mobiliários	Considera irregular as emissões de certificados de depósitos de valores mobiliários por instituições não autorizadas pela CVM.
04	Revogada	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente de Normas Contábeis e de Auditoria da CVM para baixar Atos Declaratórios autorizando o exercício de atividades de auditoria independente.
03	Vigente	Administração	Delegação interna de competências	Delega competência ao Superintendente Geral da CVM para suspensão de emissão ou distribuição de valores mobiliários
02	Vigente	Autorização ¹⁴	Operações com valores mobiliários	Esclarece que se afigura inteiramente nula, de pleno direito, a oferta pública para aquisição do controle da CME formulada pela CEMIG, por não ter ela obedecido aos requisitos legais necessários a sua validade.
01	Vigente	Normatização	Normas	Nomenclatura de Atos a serem expedidos pela CVM.

¹³ Deliberações que contivessem esclarecimentos, mas que também declarassem práticas irregulares, trazendo, essencialmente, uma norma proibitiva, foram consideradas exercício da função normativa.

¹⁴ Esta Deliberação continha a declaração de nulidade de uma oferta de aquisição de controle, muito embora sob a forma de “esclarecimento”.

APÊNDICE D – INSTRUÇÕES

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
602	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro.
601	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos às Instruções CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, e n.º 476, de 16 de janeiro de 2009.
600	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição, e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM n.º 414, de 30 de dezembro de 2004, da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM n.º 583, de 20 de dezembro de 2016.
599	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 510, de 29 de novembro de 2011, a Instrução CVM n.º 542, de 20 de dezembro de 2013, e a Instrução CVM n.º 543, de 20 de dezembro de 2013.
598	Vigente	Normativa	Analista de valor mobiliário	Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.
597	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 558, de 26 de março de 2015.
596	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
595	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, e à Instrução CVM n.º 480, de 07 de dezembro de 2009.
594	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 481, de 17 de dezembro de 2009.
593	Vigente	Normativa	Administração de carteira de valores mobiliários	Altera dispositivos das Instruções CVM n.º 497, de 3 de junho de 2011, n.º 539, de 13 de novembro de 2013, e n.º 558, de 26 de março de 2015.
592	Vigente	Normativa	Consultoria de valores mobiliários	Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários.
591	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 308, de 14 de maio de 1999.
590	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002 e da Instrução CVM n.º 461, de 23 de outubro de 2007.
589	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016.

¹ A vigência corresponde à vigência das normas na data de edição do Parecer 38.

² Conforme descrição dada pela CVM a cada Instrução em seu site.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
588	Vigente	Normativa	<i>Crowdfunding</i>	Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM n.º 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM n.º 541, de 20 de dezembro de 2013.
587	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 459, de 17 de setembro de 2007 e da Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014.
586	Vigente	Normativa	Emissor de valores mobiliários	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
585	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 332, de 4 de abril de 2000, à Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, à Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução CVM n.º 494, de 20 de abril de 2011.
584	Vigente	Normativa	Emissor de valores mobiliários	Dispõe sobre o programa de distribuição de valores mobiliários e altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
583	Vigente	Normativa	Agente fiduciário	Dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário.
582	Vigente	Normativa	Escriturador de valores mobiliários	Altera a Instrução CVM n.º 543, de 20 de dezembro de 2013, a Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014, e dá outras providências.
581	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM 505, de 27 de setembro de 2011.
580	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 472, de 31 de outubro de 2008.
579	Vigente	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações.
578	Vigente	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.
577	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI, anexo à Instrução CVM n.º 438, de 12 de julho de 2006.
576	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o Informe Mensal de FIDC, Anexo A da Instrução CVM n.º 489, de 14 de janeiro de 2011.
575	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 471, de 8 de agosto de 2008.
574	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 560, de 27 de março de 2015.
573	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 569, de 14 de outubro de 2015.
572	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014.
571	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 472, de 31 de outubro de 2008, e da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
570	Vigente	Normativa	Escrituração de valores mobiliários	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 561, de 7 de abril de 2015.
569	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de Certificado de Operações Estruturadas – COE realizada com dispensa de registro, e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM n.º 541, de 20 de dezembro de 2013.
568	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM n.º 358, de 3 de janeiro de 2002, e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009.
567	Vigente	Normativa	Negociação de ações de própria emissão	Dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados e altera dispositivos da Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM n.º 481, de 17 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM n.º 552, de 9 de outubro de 2014.
566	Vigente	Normativa	Nota promissória	Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de nota promissória.
565	Vigente	Normativa	Operações societárias	Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A.
564	Vigente	Normativa	<i>Suitability</i>	Altera as Instruções 554 e 555, ambas de 17 de dezembro de 2014.
563	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 555, de 17 de dezembro de 2014.
562	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 510, de 5 de dezembro de 2011.
561	Vigente	Normativa	Pedido público de procuração	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução 481, de 17 de dezembro de 2009.
560	Vigente	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não residente no País.
559	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a aprovação de programas de Depositary Receipts para negociação no exterior.
558	Vigente	Normativa	Administração de carteira de valores mobiliários	Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.
557	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 426/05.
556	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 265/97 e da Instrução 427/06.
555	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.
554	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13.
553	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 301/99.
552	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480/09 e altera dispositivos das Instruções 358/02 e 481/09.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
551	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos às Instruções 332/00, 400/03 e 476/09.
550	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivo à Instrução 401/03.
549	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 409/04, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
548	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera, acrescenta e revoga dispositivos da Instrução 400/03.
547	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos das Instruções 358/02 e 480/09 - Divulgação de ato ou fato relevante em portal de notícias.
546	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 400/03.
545	Revogada	Normativa	Processo Administrativo	Dispõe sobre o processo administrativo sancionador de rito sumário.
544	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 461/07.
543	Vigente	Normativa	Escriturador de valores mobiliários	Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários.
542	Vigente	Normativa	Custódia	Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.
541	Vigente	Normativa	Custódia	Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.
540	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta dispositivos à Instrução 391/03.
539	Vigente	Normativa	<i>Suitability</i>	Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.
538	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 483/10, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.
537	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Altera dispositivos da Instrução 359/02.
536	Revogada	Normativa	-	Acrescenta dispositivo à Instrução 409/04.
535	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera dispositivos da Instrução 391/03.
534	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 301/99.
533	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 400/03.
532	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 504/11, que dispõe sobre o envio de informações dos fundos de investimento que especifica ao Sistema de Informações de Créditos - SCR do Banco Central do Brasil - BCB.
531	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 356/01 e da Instrução 400/03.
530	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre regras de proteção ao processo de formação de preços no âmbito de ofertas públicas de distribuição de ações.
529	Vigente	Normativa	Ouvidoria	Dispõe sobre a instituição da Ouvidoria no âmbito do mercado de valores mobiliários.
528	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 472/08, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
				informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII e altera o Anexo III-B da Instrução 400/03.
527	Vigente	Orientação	Demonstrações contábeis	Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR
526	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera artigo da Instrução 505/11.
525	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos das Instruções 400/03 e 480/09.
524	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 409/04 e 522/12.
523	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera artigos da Instrução 301/99.
522	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 409/04.
521	Vigente	Normativa	Agências de classificação de risco	Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.
520	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 480/09.
519	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera artigos da Instrução 28/83.
518	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98.
517	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 472/08.
516	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII, regidos pela Instrução 472/08.
515	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 497/11.
514	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Determina a divulgação adicional de informações sobre transações com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos fundos de investimento especificados no Anexo da Instrução 438/06.
513	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera artigo da Instrução 427/06.
512	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 409/04 e 438/06.
511	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 480/09.
510	Vigente	Normativa	Formulário cadastral	Dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários.
509	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta artigos à Instrução 308/99, e altera artigos e anexo da Instrução 480/09.
508	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta artigo à Instrução 461/07.
507	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 400/03.
506	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 301/99.
505	Vigente	Normativa	Intermediários	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.
504	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre o envio de informações dos fundos de investimento que especifica ao Sistema de Informações de Créditos - SCR do Banco Central do Brasil - BCB.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
503	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Revoga as Instruções 11/80; 16/80; 17/81; 67/87; 74/88; 86/88; 95/89; 111/90; 130/90; 141/91; 143/91; 157/91; 162/91; 175/92; 182/92; 194/92; 217/94; 222/94; 405/04; 407/04; 428/06.
502	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera os anexos A, B, C e D da Instrução CVM n.º 489/11.
501	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 406/04 e 460/07.
500	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o artigo 1º da Instrução 476/09.
499	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM 461/07.
498	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 153/91; 209/94; 356/01; 391/03; 398/03; 399/03; 472/08.
497	Vigente	Normativa	Agente autônomo	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.
496	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta artigos à Instrução 391/03.
495	Vigente	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Clubes de Investimento.
494	Vigente	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de informações e a distribuição de cotas dos Clubes de Investimento.
493	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM 332/00.
492	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução CVM 361/02.
491	Vigente	Normativa	Processo administrativo	Dispõe sobre hipóteses de infração grave, nos termos do § 3º do art. 11 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.
490	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera artigos da Instrução 28/83.
489	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIC-FIDC, regidos pela Instrução 356/01, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS, regidos pela Instrução 399/03 e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados - FIDC-NP, regidos pela Instrução 444/06.
488	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta artigos às Instruções 400/03, 476/09, 480/09.
487	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 361/02.
486	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta artigo à Instrução 467/08. Altera a Instrução 457/07, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB.
485	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 457/07, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB.
484	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta e altera dispositivos da Instrução CVM 356/01.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
483	Revogada	Normativa	Analista de valores mobiliários	Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.
482	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera e acrescenta artigos à Instrução 400/03 e à Instrução 476/09.
481	Vigente	Normativa	Assembleia Geral	Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas.
480	Vigente	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
479	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 422/05.
478	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 472/08, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII.
477	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes.
476	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.
475	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade.
474	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Revoga a Instrução 58/86.
473	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Revoga as Instruções 85/88; 90/88; 98/89; 109/89; 147/91; 172/92; 183/92; 195/92; 226/94; 230/95; 234/95; 289/98; 357/01; 374/02; 377/02; 378/02; 394/03; 410/04 e 447/07.
472	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII.
471	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.
470	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.
469	Vigente	Orientação	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a aplicação da Lei n.º 11.638/07.
468	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 461/07, que disciplina os mercados regulados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.
467	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
466	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 441/06.
465	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 409/04 e 438/06.
464	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 247/96.
463	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 301/99 e dispõe acerca dos procedimentos a serem observados para o acompanhamento de operações realizadas por pessoas politicamente expostas.
462	Vigente	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.
461	Vigente	Normativa	Mercado organizado	Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.
460	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e altera a Instrução CVM n.º 406/04.
459	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento vinculados exclusivamente a planos de previdência complementar ou a seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, estruturados na modalidade de contribuição variável, a que se referem os arts. 76 e seguintes da Lei n.º 11.196, de 21 de novembro de 2005.
458	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 356/01.
457	Vigente	Normativa	Demonstrações Financeiras	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo <i>International Accounting Standards Board - IASB</i> .
456	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 332/00 e 409/04.
455	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Inclui as companhias hipotecárias entre as entidades autorizadas a administrar fundos de investimento imobiliário e altera a Instrução 205/94.
454	Vigente	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a atividade de captação de ordens pulverizadas de venda de ações, revoga dispositivos da Instrução 387/03 e a Deliberação 213/97.
453	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 209/94, 391/03 e 406/04.
452	Vigente	Normativa	Multa cominatória	Dispõe sobre multas cominatórias e revoga a Instrução 273/98.
451	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 398/03.
450	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 306/99, 387/03, 391/03 e 409/04 e revoga as Instruções 316/99, 322/00, 326/00, 327/00, 329/00, 336/00, e 338/00.
449	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 358/02.
448	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o Anexo III da Instrução 306/99.
447	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 273/98.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
446	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 356/01 e 414/04.
445	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimentos Regionais - COFIR (FINAM, FINOR e FUNRES).
444	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.
443	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 414/04.
442	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Altera as Instruções 356/01 e 400/03.
441	Vigente	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre empréstimo de valores mobiliários por entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, altera as Instruções 40/84 e 310/99 e revoga as Instruções 249/96, 277/98 e 300/99.
440	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 243/96.
439	Vigente	Normativa	Fundo de investimento	Altera o prazo de adaptação dos fundos de investimento referidos no art. 1º da Instrução CVM 438/06, às disposições do Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI.
438	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI.
437	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 387/03.
436	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução 361/02.
435	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 209/94, 356/01, 391/03, 398/03, e 399/03.
434	Revogada	Normativa	Agente autônomo de investimentos	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga as Instruções 355/01 e 366/02.
433	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 260/97.
432	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento dos fundos de investimento destinados à garantia de locação imobiliária e a cessão fiduciária, em garantia de locação imobiliária, de cotas de emissão de outros fundos de investimento.
431	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 331/00 e 332/00.
430	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Revoga o § 5º do art. 3º da Instrução 388/03.
429	Revogada	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Institui o registro automático de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nas hipóteses que especifica, e altera as Instruções 155/91 e 400/03.
428	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 67/87.
427	Vigente	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre o cancelamento de ofício e a suspensão do registro de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.
426	Vigente	Normativa	Outros fundos	Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários do Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas - FGP, de que trata a Lei n.º 11.079/04.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
425	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o prazo estabelecido no art. 5º da Instrução 419/05, com a redação que lhe foi dada pela Instrução 421/05.
424	Vigente	Normativa	Cadastramento de bancos	Dispõe sobre o cadastramento de bancos comerciais, bancos múltiplos sem carteira de investimentos na CVM, da Caixa Econômica Federal e das cooperativas de crédito, como condição para exercício das atividades que menciona.
423	Vigente	Normativa	Outros fundos	Dispõe sobre o envio de informações e o registro na CVM dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI.
422	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe acerca da emissão de Nota Comercial do Agronegócio para distribuição pública e dos registros de oferta pública de distribuição e de emissora desse valor mobiliário.
421	Vigente	Normativa	Investidores não-residentes	Prorroga prazo estabelecido no art. 5º da Instrução 419/05.
420	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre o recolhimento da Taxa de Fiscalização de Títulos e Valores Mobiliários instituída pela Lei n.º 7.940/89, altera a Instrução 110/89 e revoga a Instrução 112/90, a Instrução 128/90 e a Instrução 219/94.
419	Revogada	Normativa	Investidores não-residentes	Dispõe sobre o cadastramento de investidores não-residentes, altera e acrescenta dispositivo à Instrução 387/03, e acrescenta dispositivo à Instrução 325/00.
418	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 205/94.
417	Revogada	Normativa	Atividade bancária	Dispõe sobre o cadastramento de bancos comerciais e bancos múltiplos sem carteira de investimento na CVM.
416	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Estabelece prazo para adaptação da carteira dos fundos de investimento extramercado.
415	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta dispositivos à Instrução 209/94.
414	Vigente	Normativa	Securitização	Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.
413	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 409/04.
412	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 388/03, que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício.
411	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 409/04.
410	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 273/98.
409	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
408	Vigente	Normativa	Demonstrações contábeis	Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico - EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas.
407	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 405/04.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
406	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento.
405	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre o envio de informações e o registro na CVM dos fundos de investimento que especifica.
404	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado.
403	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a contratação de terceiros para a prestação de serviços, diretamente pelos Fundos de Investimento Financeiro-FIFs; nos Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro-FAQ-FIF; nos Fundos de Investimento no Exterior - FIEEX e nos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários - FITVM.
402	Vigente	Normativa	Intermediários	Estabelece normas e procedimentos para a organização e o funcionamento das corretoras de mercadorias.
401	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPAC.
400	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88.
399	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de Investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS, nos termos da Lei n.º 10.735/03.
398	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional - FUNCINE.
397	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que regulamenta a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço - FGTS.
396	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre o envio de informações, por companhias abertas, aos cotistas de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e de Clubes de Investimento - FGTS, cujas carteiras sejam compostas exclusivamente por valores mobiliários de sua emissão.
395	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta § 11 ao art. 10 da Instrução 387/03, que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
				mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências.
394	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a possibilidade de negociações privadas com valores mobiliários por parte dos Fundos de Investimento regulados pela CVM e destinados, exclusivamente, a investidores qualificados, e dá outras providências.
393	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 356/01, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.
392	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a prestação de garantias para operações do próprio fundo e de empréstimo de títulos e valores mobiliários pelos fundos de investimento financeiro e pelos fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento.
391	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.
390	Revogada	Normativa	Negociação com ações de própria emissão	Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.
389	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 205/94.
388	Revogada	Normativa	Analista de valores mobiliários	Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício.
387	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências.
386	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a auditoria independente nos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior.
385	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Prorroga o término do prazo a que se refere o inciso I do art. 21 da Instrução 382/03, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro de operações em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros.
384	Vigente	Normativa	Formação de mercado	Dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado e revoga a Instrução 244/96.
383	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do inciso III do art. 21 da Instrução 382/03.
382	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
				negociação e de registro de operações em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências.
381	Vigente	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre a divulgação, pelas Entidades Auditadas, de informações sobre a prestação, pelo auditor independente, de outros serviços que não sejam de auditoria externa.
380	Vigente	Normativa	Operações com valores mobiliários	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores e dá outras providências.
379	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a obrigatoriedade de prestação de informações sobre operações com valores mobiliários à CVM, pelas bolsas de valores, pelas bolsas de mercadorias e futuros, pelas entidades do mercado de balcão organizado e pelas câmaras de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.
378	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Prorroga o prazo previsto no art. 22 da Instrução 376/02.
377	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Altera a Instrução 302/99, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
376	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores e dá outras providências.
375	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.
374	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta o parágrafo único ao art. 4º da Instrução 303/99.
373	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dá nova redação ao art. 4º e revoga o art. 12 da Instrução 202/93.
372	Vigente	Normativa	Assembleia Geral	Dispõe sobre o adiamento de Assembleia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação.
371	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre o registro contábil do ativo fiscal diferido decorrente de diferenças temporárias e de prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social.
370	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera os arts. 25 e 26 da Instrução 13/80, acrescenta o § 1º e renenumera o parágrafo único do art. 20 da Instrução 88/88, e altera o art. 6º da Instrução 286/98.
369	Vigente	Normativa	Fato relevante	Dá nova redação aos arts. 9º, 12 e 13 da Instrução 358/02 e prorroga os prazos previstos nos arts. 24 e 25 da mesma Instrução.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
368	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.
367	Vigente	Normativa	Administradores de companhia aberta	Dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o § 4º do art. 147 da Lei n.º 6.404/76.
366	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 355/01.
365	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.
364	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 306/99, que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
363	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre o conceito de empresa emergente dos Fundos.
362	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Estabelece regras transitórias a serem observadas pelas bolsas de mercadorias e de futuros.
361	Vigente	Normativa	Controle de companhias abertas	Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários.
360	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.
359	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.
358	Vigente	Normativa	Fato relevante	Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.
357	Regulação	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 229/95, que dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei n.º 6.385/76.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
356	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.
355	Revogada	Normativa	Agente autônomo de investimento	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.
354	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.
353	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta parágrafo ao art. 2º da Instrução 325/00, que dispõe sobre o registro, na CVM, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução do CMN nº 2.689/00.
352	Revogada	Normativa	Agente autônomo de investimento	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.
351	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dá nova redação ao art. 16 da Instrução 202/93.
350	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Altera e acrescenta dispositivos à Instrução 296/98, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de títulos ou contratos de investimento coletivo.
349	Vigente	Normativa	Operações societárias	Altera a Instrução 319/99, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.
348	Revogada	Normativa	Infrações graves	Dispõe sobre hipótese de infração grave, nos termos do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76.
347	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS.
346	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a contabilização e a divulgação de informações, pelas companhias abertas, dos efeitos decorrentes da adesão ao programa de Recuperação Fiscal - REFIS.
345	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 229/95 e 299/99.
344	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Disciplina a negociação simultânea de valores mobiliários emitidos pela mesma companhia.
343	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 243/96, que disciplina o mercado de balcão organizado.
342	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 317/99, que dispõe sobre os Programas de "Depositary Receipts" - DRs, para negociação no exterior.
341	Revogada	Normativa	Assembleia Geral	Dispõe sobre o anúncio de convocação de Assembleia Geral.
340	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 303/99 e 305/99, e dispõe sobre a taxa de administração e de performance em fundos fechados de investimento em títulos e valores mobiliários.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
339	Vigente	Normativa	Outros fundos	Altera as Instruções 279/98 e 280/98, que dispõem sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e Clubes de Investimento - FGTS.
338	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 302/99.
337	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS.
336	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 302/99.
335	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 251/96 que dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo.
334	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 317/99, que dispõe sobre o registro na CVM de Programas de "Depositary Receipts" - DRs, para negociação no exterior.
333	Vigente	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre operações irregulares no mercado de valores mobiliários.
332	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior e revoga a Instrução 255/96.
331	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre o registro de companhia para emissão e negociação de certificados de depósitos de valores mobiliários - Programas de BDRs Níveis II e III com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.
330	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a negociação, em bolsas de valores, de Recibos de Subscrição de ações de emissão de companhias abertas quando houver distribuição simultânea no Brasil e no exterior.
329	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o art. 109 da Instrução 302/99.
328	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Altera a Instrução 223/94, que dispõe sobre a emissão de opções não padronizadas ("Warrants").
327	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Estabelece novo prazo para a adaptação dos Fundos de investimento em Títulos e Valores Mobiliários, de que trata a Instrução 302/99.
326	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 302/99, 303/99 e 304/99.
325	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução CMN nº 2.689/00, e dá outras providências.
324	Vigente	Normativa	Conselho Fiscal	Fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação de Conselho

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
				Fiscal de companhia aberta previsto no § 2º do art. 161 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976.
323	Vigente	Normativa	Controle de companhias abertas	Define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave.
322	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 302/99.
321	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 255/96, que dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.
320	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 319/99 que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.
319	Vigente	Normativa	Operações societárias	Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.
318	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 286/98, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei n.º 6.385/76.
317	Revogada	Normativa	Valores Mobiliários	Dispõe sobre o registro na CVM de programas de "Depositary Receipts" - DRs, para negociação no exterior.
316	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 302/99.
315	Vigente	Normativa	Registro de companhia aberta	Estabelece o procedimento de análise preliminar confidencial de pedidos de registro de emissão e distribuição pública de valores mobiliários e de companhia aberta nas condições que especifica.
314	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a possibilidade de negociações privadas com valores mobiliários por parte dos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários, destinados, exclusivamente, a investidores qualificados durante a vigência da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF).
313	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 276/98, que dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para a adequação dos sistemas eletrônicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.
312	Vigente	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em bolsas de valores.
311	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 265/97 que dispõe sobre o registro de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.
310	Revogada	Normativa	Custódia	Dispõe sobre as obrigações do custodiante e subcustodiante de valores mobiliários.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
309	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 202/93.
308	Vigente	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes.
307	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o art. 1º da Instrução 281/98, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros.
306	Revogada	Normativa	Administrador de carteira	Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
305	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre as demonstrações contábeis dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
304	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em títulos e valores mobiliários.
303	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a composição e diversificação de carteira de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
302	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
301	Vigente	Normativa	PLD/FT	Dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que tratam os incisos I e II do art. 10, I e II do art. 11 e os arts. 12 e 13, da Lei n.º 9.613/98, referente aos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores.
300	Revogada	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre a realização de operações de empréstimos de ações por Clubes de Investimento na hipótese que especifica.
299	Revogada	Normativa	Controle de companhias abertas	Companhia Aberta - Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações.
298	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta o art. 6º-A à Instrução 174/92 que dispõe sobre negociação de carteiras selecionadas de ações.
297	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre normas e procedimentos relativos à suspensão de negociação com valores mobiliários nos mercados secundários.
296	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo.
295	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 279/98, que disciplina a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
294	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 287/98, que dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta.
293	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 276/98, que dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para a adequação dos sistemas eletrônicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.
292	Vigente	Normativa	Alteração de instrução -	Altera a Instrução 134/90, que dispõe acerca da emissão de nota promissória para distribuição pública.
291	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 290/98, que dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.
290	Revogada	Normativa	Negociação com ações de própria emissão	Dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.
289	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 243/96, que disciplina o mercado de balcão organizado.
288	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 174/92.
287	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta.
286	Vigente	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei n.º 6.385/76.
285	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 247/96, que dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas.
284	Revogada	Normativa	Securitização	Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.
283	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os mercados de liquidação futura.
282	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 165/91.
281	Vigente	Normativa	Oferta pública de valores mobiliários	Dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros.
280	Vigente	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Clubes de Investimento - FGTS destinados exclusivamente à aquisição de cotas de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.
279	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço - FGTS.
278	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas emergentes - Capital Estrangeiro.
277	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 249/96.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
276	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para a adequação dos sistemas eletrônicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.
275	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 216/94.
274	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 202/93, a Instrução 245/96 e a Deliberação 210/97.
273	Revogada	Normativa	Multa cominatória	Dispõe sobre multa cominatória.
272	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o inciso III do art. 3º e revoga o art. 4º da Instrução CVM n.º 174/92.
271	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Autoriza a inclusão de quotas de Fundos de Investimento Financeiro como garantia de operações nas Bolsas de Valores e Bolsas de Futuros.
270	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o registro de companhia emissora de títulos ou contratos de investimento coletivo e dá outras providências.
269	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 247/96, que dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas.
268	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução 10/80.
267	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe acerca de emissão de Certificados a termo de Energia Elétrica.
266	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração de Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira livre destinados à participação em programas de privatização de companhia específica.
265	Vigente	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre o registro de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.
264	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 215/94, facultando aos Fundos Mútuos de Investimento em Ações e aos Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre a aplicação de seus recursos em "Depositary Receipts".
263	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Autoriza a negociação de títulos de dívida consolidada emitidos por governos estaduais e por companhias cujo controle acionário seja detido por esses governos.
262	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Autoriza a inclusão do seguro de crédito como garantia de operações nas Bolsas de Valores e Bolsas de Futuros.
261	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o disposto no art. 21 da Instrução 89/88, que dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.
260	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras.
259	Revogada	Normativa	Clubes de Investimento	Estabelece procedimentos a serem observados pelas bolsas de valores no tocante a clubes de investimento.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
258	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta parágrafo ao art. 1º da Instrução 215/94.
257	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a autorização provisória para a constituição dos fundos regulados pela Instrução 215/94.
256	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera os arts. 13 e 25 da Instrução 208/94.
255	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários-BDR's com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.
254	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Autoriza a criação de fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre destinados exclusivamente a investidores qualificados e altera dispositivos da Instrução 215/94.
253	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Amplia o conceito de empresa emergente e reduz o valor da quota dos Fundos de que trata a Instrução 209/94.
252	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a obrigatoriedade da prestação de informações à Comissão de Valores Mobiliários, pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Futuros e Companhias de Liquidação e Compensação de Operações com Valores Mobiliários.
251	Revogada	Normativa	Processo administrativo	Dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo.
250	Revogada	Normativa	-	Altera a Instrução 243/96.
249	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Regulamenta o empréstimo de ações pelas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações.
248	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a elaboração e a divulgação de demonstrações financeiras e informações trimestrais adaptadas às disposições contidas nos arts. 4º e 5º da Lei 9.249/95.
247	Vigente	Normativa	Operações societárias	Dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade.
246	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.
245	Revogada	Normativa	Companhias abertas	Dispõe sobre as informações a serem prestadas pelas companhias abertas com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e cujo faturamento bruto anual consolidado seja inferior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais).
244	Revogada	Normativa	Formação de mercado	Dispõe sobre a função de formação de mercado para títulos e valores mobiliários em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado e dá outras providências.
243	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Disciplina o funcionamento do mercado de balcão organizado.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
242	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre a prestação de informações pelos administradores das carteiras de investidores institucionais estrangeiros, regulamentados na forma do Anexo IV à Resolução CMN 1.289/87.
241	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração de fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre destinados à participação no leilão de privatização de companhia aberta específica incluída no Programa Nacional de Desestatização - PND.
240	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera os arts. 13, 14, 22 e 23 da Instrução 208/94.
239	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a prestação de informação das posições detidas pelos fundos de investimento que especifica.
238	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o art. 19 da Instrução 202/93.
237	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação da Instrução 215/94, no que concerne à composição da carteira e resgate de quotas dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações - carteira livre
236	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de investimento em empresas emergentes.
235	Revogada	Normativa	Notas Explicativas	Dispõe sobre a divulgação, em Nota Explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e dá outras providências.
234	Revogada	Normativa	Operações em Bolsa	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94.
233	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 215/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações, Fundos de Investimento em Ações Carteira Livre e Fundos de Investimento em Quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações.
232	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre publicações adicionais às ordenadas pela Lei 6.404/76.
231	Revogada	Normativa	Administrador de Carteira	Altera a vedação da Instrução 82/88, que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
230	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94.
229	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76.
228	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 215/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações, fundos de investimento em ações carteira livre e fundos de investimento em quotas de fundo mútuo de investimento em ações.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
227	Vigente	Normativa	Fundos de Investimento	Estabelece disposições sobre os fundos de conversão e consolida a legislação sobre a matéria.
226	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94.
225	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera a Instrução 209/94, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.
224	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera disposições na Instrução 40/84, que dispõe sobre a constituição e operação de clubes de investimento.
223	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Emissão de opções não padronizadas ("WARRANT").
222	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a composição da carteira dos fundos de privatização - capital estrangeiro.
221	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a liquidação física e financeira das operações realizadas em Bolsa de Valores.
220	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Altera a Instrução 33/84, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações em bolsa de valores e dá outras providências.
219	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o Anexo à Instrução 128/90, que estabelece orientações para preenchimento do DARF relativo ao recolhimento da Taxa de Fiscalização.
218	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre aplicação de recursos administrados pelas Bolsas de Valores e pelas Empresas de Liquidação e Custódia.
217	Revogada	Normativa	Intermediários	Tabela de corretagem.
216	Revogada	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e revoga a Instrução 204/93.
215	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração dos fundos mútuos de investimentos em ações, fundos de investimentos - carteira livre, fundos de investimentos em quotas de fundos mútuos de investimentos em ações.
214	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o parágrafo 1º do art. 1º da Instrução 120/90, que dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções referenciados em valores mobiliários.
213	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera as Instruções 91/88, 148/91, 177/92 e 186/92, para autorizar a aplicação de recursos de fundos mútuos de investimento em ações e de fundos de investimentos cultural e artísticos em quotas de fundos de renda fixa.
212	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agentes emissor de certificados.
211	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre a dispensa ou cancelamento de registro das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.
210	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre o código operacional para investidores institucionais estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários, na forma da Instrução 169/92, e dá outras providências.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
209	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes.
208	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infraestrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras.
207	Revogada	Normativa	Companhias abertas	Dispõe sobre publicações adicionais às ordenadas pela Lei 6.404/76.
206	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário.
205	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário.
204	Revogada	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e responsabilidades dos auditores independentes, bem como os casos em que o registro pode ser recusado, suspenso ou cancelado.
203	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre divulgação, pelas bolsas de valores, de informações referentes ao mercado de opções.
202	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e revogando as Instruções 60/87, 73/87, 118/90 e 127/90.
201	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a forma de publicação das demonstrações financeiras prevista na Lei 6.404, de 15.12.76.
200	Vigente	Administração ³	Prazos para autorização automática	Fixa prazos para autorização pela CVM dos atos que especifica.
199	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Permite a aquisição, por Fundos Mútuos de Investimento em ações e Fundos Mútuos de Investimento em ações - carteira livre, de certificados de depósito de ações emitidas por companhias com sede nos países signatários do Tratado de Assunção - MERCOSUL.
198	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
197	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a aplicação dos arts 1º e 2º da Instrução 189/92 (reserva de reavaliação) e revoga a Instrução 192/92 (atualização monetária).
196	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do art. 13 da Instrução 93, de 26.12.88 (mercado de balcão).
195	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o valor nominal unitário mínimo para emissão de notas promissórias previsto na Instrução 155/91.

³ Este é um dos dois únicos exemplos de Instrução que desempenhava a função de administração que identificamos para a Deliberação.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
194	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Altera o valor nominal unitário mínimo para emissão de debêntures com cláusula de variação cambial previsto na Resolução CMN 1.833/91.
193	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Autoriza a inclusão de debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções.
192	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre ajuste a valor presente e atualização monetária nos registros contábeis na forma societária, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, e dá outras providências.
191	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Altera e consolida as Instruções CVM 64/87, 138/91 e 146/91, institui a unidade monetária contábil, dispõe sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, e dá outras providências.
190	Vigente	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre a utilização dos valores mobiliários constitutivos das carteiras dos investidores estrangeiros regulamentados pelas Resoluções CMN n.ºs 1.289/87 e 1.832/91, para margens de posições nos mercados futuros e de opções.
189	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Estipula o tratamento contábil a ser dado à reserva de reavaliação, inclusive impostos e contribuições incidentes, em consonância com os efeitos da Lei n.º 8.200/91.
188	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
187	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a atualização monetária das demonstrações contábeis, a partir de janeiro de 1992.
186	Vigente	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento cultural e artístico.
185	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76.
184	Revogada	Normativa	Operações em Bolsa	Altera a Instrução 179/92 e dá outras providências (fluxo de informações para acompanhamento de mercado).
183	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o valor nominal unitário mínimo para emissão de notas promissórias previsto na Instrução 155/91.
182	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Altera o valor nominal mínimo para emissão de debêntures com cláusula de variação cambial previsto na Resolução CMN 1.833/91.
181	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
180	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre limites de posições em aberto no mercado futuro de índices.
179	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre fluxo de informações para acompanhamento de mercado, consideradas relevantes.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
178	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 171/92 (fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração).
177	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre.
176	Vigente	Normativa	Correção monetária	Altera a Instrução 167/91, que estabelece critérios e orientações sobre procedimentos a serem adotados no registro da correção monetária prevista na Lei n.º 8.200/91 e no Decreto n.º 332/91.
175	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 157/91, que dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento de fundos mútuos de privatização integralizada, com créditos e títulos representativos da dívida externa brasileira, admitidos no âmbito do programa nacional de desestatização.
174	Vigente	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre a negociação em bolsas de valores de carteiras selecionadas de ações.
173	Vigente	Normativa	Intermediários	Altera as Instruções 116 e 117/90, que dispõem sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e corretoras.
172	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre o prazo para pagamento dos resgates de quotas dos fundos mútuos de investimento em ações constituídos sob a forma de condomínio aberto.
171	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre os fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração.
170	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Estabelece critérios contábeis a serem adotados no registro da reserva de reavaliação e na escrituração do resultado da equivalência patrimonial de investimento no exterior.
169	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidores institucionais estrangeiros que venham a constituir carteira de títulos e valores mobiliários no País, de que trata o Regulamento Anexo IV à Resolução CMN n.º 1.289/87, aprovado pela Resolução CMN n.º 1.832/91 e dá outras providências.
168	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais nas Bolsas de Valores.
167	Vigente	Normativa	Correção monetária	Estabelece critérios e orientações sobre procedimentos a serem adotados no registro da correção monetária prevista na Lei n.º 8.200/91 e Decreto 332/91.
166	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a execução de pequenas ordens de compra e venda de valores mobiliários.
165	Vigente	Normativa	Administração de companhia aberta	Fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
164	Revogada	Normativa	Administração de companhia aberta	Fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta.
163	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do item XV da Instrução 135/90 (rito sumário).
162	Revogada	Alteração	Alteração de instrução	Altera o critério de composição e diversificação das carteiras do fundo de privatização - capital estrangeiro e do fundo de privatização - CP.
161	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
160	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de instituições financeiras e investidores institucionais estrangeiros que venham a constituir carteira de títulos e valores mobiliários no País, de que trata a Resolução CMN n.º 1.832/91 e dá outras providências.
159	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a liquidação física e financeira das operações realizadas em bolsas de valores.
158	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução 153/91, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos mútuos de ações incentivadas previstos no art. 18 da Lei n.º 8.167/91.
157	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento dos fundos mútuos de privatização integralizados com créditos e títulos representativos da dívida externa brasileira, admitidos no âmbito do programa nacional de desestatização (PND).
156	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre a dispensa ou cancelamento de registro das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de Incentivos Fiscais.
155	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre a simplificação dos requisitos exigidos para obtenção de registro de distribuição de notas promissórias e dispensa de registro de companhia aberta.
154	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Permite a utilização de quotas de fundos fechados de investimento em ações como garantia nos mercados futuros de índice.
153	Vigente	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de ações incentivadas previstos no art. 18 da Lei n.º 8.167/91.
152	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o § 1º do art. 1º da Instrução 120/90, que dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções, com valores mobiliários.
151	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o inciso I do art. 40 da Instrução 148/91 (fundos mútuos de investimento em ações).
150	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre documentos a serem fornecidos pelos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.
149	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre os fundos setoriais de investimento em ações.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
148	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações.
147	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do art. 13 da Instrução 120/90. (mercados futuros, a termo e de opções).
146	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Altera dispositivos da Instrução 64/87, que dispõe sobre os procedimentos para a elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante.
145	Revogada	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre as normas técnicas de auditoria independente a serem observadas pelos Auditores Independentes registrados na CVM, em complemento às disposições contidas nas Instruções 04/78 e 38/84.
144	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do art. 13 da Instrução 120/90 (mercados futuros, a termo e de opções).
143	Revogada	Regulação	Corretagem	Dispõe sobre a corretagem de debêntures e nota promissória de que trata a Instrução 134/90, negociadas em Bolsa de Valores.
142	Revogada	Normativa	Fundos investimento	Dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento de fundos de privatização integralizados com direitos de conversão de créditos sujeitos a acordos de reestruturação da dívida externa brasileira - "Depositary Facilities Agreement (DFA)", com recursos depositados junto ao Banco Central do Brasil, correspondentes a juros vencidos de empresas não financeiras, conforme o disposto no art. 2º do Decreto n.º 99.463/90, e com direitos relativos a obrigações, depósitos e bônus de que trata a Resolução CMN n.º 1.810/91.
141	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de privatização integralizados com Certificados de Privatização.
140	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a composição da carteira de títulos e valores mobiliários dos fundos de conversão - Capital Estrangeiro e Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro (Áreas Incentivadas).
139	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o § 1º e inclui o § 7º do art. 6º da Instrução 36/84 (mercados futuros, a termo e de opções).
138	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Altera dispositivos da Instrução 64/87, que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.
137	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a redação do art. 13 da Instrução 120/90 (mercados futuros, a termo e de opções).
136	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre as anuidades a serem pagas pelas sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
135	Revogada	Normativa	Processo administrativo	Dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo.
134	Revogada	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe acerca da emissão de nota promissória para distribuição pública.
133	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre as anuidades a serem pagas pelas sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.
132	Vigente	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre as normas de escrituração contábil a serem observadas na elaboração dos demonstrativos da carteira de títulos e valores mobiliários mantida no País por entidades mencionadas no art. 2º do Decreto-Lei n.º 2.285/86.
131	Revogada	Normativa	Infrações graves	Define como infração grave o descumprimento dos arts. da Lei n.º 6.404/76 que cita.
130	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera a Instrução 67/87, dispensando as entidades mencionadas no art. 2º do Decreto-Lei n.º 2.285/86, de terem como seu objeto exclusivo a aplicação de recursos no mercado de capitais brasileiro. (carteira de títulos e valores mobiliários).
129	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a remessa de relação de comitentes à CVM.
128	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o Anexo à Instrução 110/89, que estabelece orientações para preenchimento do DARF relativo ao recolhimento da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela Lei 7.940/89.
127	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dá nova redação ao caput do art. 8º da Instrução 118/90 (informações trimestrais companhias abertas).
126	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o art. 11 e parágrafos da Instrução 117/90 (carteira própria das sociedades corretoras).
125	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o § 4º do art. 6º da Instrução 117/90 (carteira própria sociedades corretoras) e o inciso IV do art. 1º da Instrução 113/90 (multa cominatória).
124	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a compensação e liquidação física de operações interpraças.
123	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o inciso II do art. 7º da Instrução 28/83 (Agente Fiduciário).
122	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a identificação de comitentes finais em operações em Bolsas de Valores e dá outras providências.
121	Revogada	Normativa	Formação de mercado	Dispõe sobre operações destinadas a formar mercado para ações em bolsas de valores e dá outras providências.
120	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre operações destinadas a formar mercado para ações em bolsas de valores e dá outras providências.
119	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera o § 4º do art. 6º da Instrução 116/90 (carteira própria sociedades distribuidoras) e o inciso V do art. 1º da Instrução 113, de 13.03.90 (multa cominatória).

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
118	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração das informações trimestrais ITRS das companhias abertas, a partir dos períodos encerrados que incluíram o mês de março de 1990 e dá providência com vistas à evidenciação dos efeitos produzidos pelas Leis n.ºs 8.024 e 8.033/90.
117	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades corretoras e dá outras providências.
116	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e dá outras providências.
115	Revogada	Normativa	Custódia	Dispõe sobre a prestação de serviço de custódia fungível de ações nominativas.
114	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre o prazo para pagamento dos resgates de quotas dos fundos mútuos de ações.
113	Vigente	Normativa	Multa cominatória	Dispõe sobre multa cominatória.
112	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre o recolhimento da taxa de fiscalização de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela Lei n.º 7.940/89, alterando o disposto no art. 2º da Instrução 110/89.
111	Revogada	Normativa	Negociação com ações de própria emissão	Altera o limite previsto no art. 1º da Instrução 100/89. (Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão).
110	Vigente	Normativa	Taxa de fiscalização	Dispõe sobre o recolhimento da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários instituída pela Lei 7.940/89, de 20 de dezembro de 1989.
109	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre o prazo de enquadramento da carteira própria das sociedades corretoras e distribuidoras de que tratam as Instruções 105/89 e 106/89.
108	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Altera dispositivos da Instrução 64/87, que dispõe sobre os procedimentos para a elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.
107	Revogada	Normativa	Atividade bancária	Dispõe sobre informações a serem fornecidas pelos bancos múltiplos, bancos de investimento e sociedades distribuidoras.
106	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e dá outras providências.
105	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre carteira própria de valores mobiliários das sociedades corretoras e dá outras providências.
104	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções.
103	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Prorroga até 31.12.89 o prazo previsto no parágrafo único do art. 26 da Instrução 92/88. (Registro e fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais).
102	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
101	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Altera dispositivos da Instrução 64/87, que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.
100	Revogada	Normativa	Negociação com ações de própria emissão	Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução 10/80. (Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão).
99	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a remessa de relação de comitentes à CVM.
98	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	PRORROGA por 90 dias o prazo previsto no parágrafo único do art. 26 da Instrução 92/88. (Registro e fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais).
97	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87, que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.
96	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
95	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Estabelece disposições sobre as sociedades de participação.
94	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Acrescenta parágrafo único ao art. 11 da Instrução 82/88, que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
93	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Disciplina o funcionamento do mercado de balcão.
92	Revogada	Normativa	Benefícios fiscais	Dispõe sobre o registro e a fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais e sobre a negociação, em bolsas, dos valores mobiliários de emissão dessas sociedades.
91	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Estabelece disposições sobre fundos de conversão e consolida a legislação sobre a matéria.
90	Revogada	Normativa	Fundos de investimento	Dispõe sobre a prorrogação do prazo para adaptação de regulamento dos fundos mútuos de ações às normas estabelecidas pelo Regulamento Anexo à Resolução CMN n.º 1.280/87.
89	Revogada	Normativa	Custódia	Dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.
88	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre distribuições secundárias de valores mobiliários e venda de sobras de ações não subscritas durante o prazo de preferência na subscrição particular de companhia aberta, sujeitas a prévio registro na CVM.
87	Vigente	Normativa	PAIT – Plano de Poupança e Investimento	Dispõe sobre planos de poupança e investimento - PAIT.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
86	Revogada	Administração ⁴	Plano de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários	Aprova o plano de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e constitui o Conselho Curador.
85	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Altera disposições da Instrução 80/88, que estabelece procedimentos a serem observados pelos fundos mútuos de ações para aceitar integralização, em ações, de quotas de sua emissão.
84	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a execução de pequenas ordens de compra e venda de ações.
83	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
82	Revogada	Normativa	Administrador de carteira	Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
81	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
80	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Estabelece procedimentos a serem observados pelos fundos mútuos de ações para aceitar integralização, em ações, de quotas de sua emissão.
79	Vigente	Normativa	Grupamento de ações	ALTERA disposições da Instrução 56/86 e da Instrução 62/87, que dispõem sobre valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.
78	Revogada	Normativa	Fundos de conversão	Dispõe sobre fundos de conversão de capital estrangeiro para investimento nas áreas incentivadas previstas no art. 2º da Resolução CMN 1.460/88.
77	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os mercados futuros.
76	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre o prazo para adaptação do Regulamento dos fundos mútuos de ações às normas estabelecidas pelo Regulamento anexo à Resolução CMN 1.280/87 e sobre as condições e prazo para o pagamento e resgate de quotas.
75	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
74	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre a adequação aos critérios de composição e diversificação da carteira de títulos e valores mobiliários.
73	Revogada	Normativa	Demonstrações Financeiras	Altera dispositivos da Instrução 60/87, que dispõe sobre o Registro de Companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.
72	Revogada	Normativa	Correção monetária	Dispõe sobre Atualização Monetária de Dividendos.
71	Revogada	Normativa	Fundos de Investimento	Dispõe sobre aplicações de recursos de Fundo Mútuo de Ações no Mercado Futuro de Índices de Ações e operações de empréstimo de ações.

⁴ Este é um dos dois únicos exemplos de Instrução que desempenhava a função de administração que identificamos para a Deliberação.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
70	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
69	Revogada	Normativa	Participação relevante em companhia aberta	Disciplina a divulgação de Informações na Aquisição de Ações com Direito a Voto de companhia aberta.
68	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos a serem adotados pelas companhias abertas acerca dos ajustes e da divulgação dos efeitos decorrentes da aplicação do Fator de Deflação estabelecido no Decreto-Lei n.º 2.335/87 e alterações posteriores.
67	Revogada	Normativa	Investidor não residente	Dispõe sobre as condições para a concessão de autorização para a constituição e administração de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários prevista no Regulamento ANEXO III da Resolução CMN n.º 1.289/87.
66	Revogada	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre aplicações de recursos de Clubes de Investimento no mercado futuro de índices de ações.
65	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
64	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de Demonstrações Contábeis Complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.
63	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a correção monetária das Demonstrações Financeiras das companhias abertas a partir do mês de janeiro de 1987.
62	Vigente	Normativa	Alteração de instrução	Altera disposições da Instrução n.º 56, de 1º de dezembro de 1986, que dispõe sobre Valor Nominal Mínimo e Grupamento de Ações Emitidas por Companhias Abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.
61	Vigente	Normativa	PAIT - Planos de Poupança e Investimento	Dispõe sobre a administração e as operações de Planos de Poupança e Investimento - PAIT e fixa o patrimônio líquido da instituição administradora.
60	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão, consolidando as Instruções 32/84, 39/84 e 41/85 e aprova os formulários anexos.
59	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas.
58	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a contabilização das companhias abertas que exploram a atividade de arrendamento mercantil.
57	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a atualização de valores das Demonstrações Financeiras das companhias abertas.
56	Vigente	Normativa	Grupamento de ações	Dispõe sobre o valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
55	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o disposto no inciso XXVIII da Instrução CVM n.º 03, de 17.08.78 (cancelamento de registro de companhia aberta).
54	Revogada	Normativa	Clubes de investimento	ALTERA disposições da Instrução CVM n.º 40, de 07 de novembro de 1984, que dispõe sobre a constituição e operação de Clubes de Investimento.
53	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de Demonstrações Financeiras Extraordinárias pelas companhias abertas que sejam instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, com vistas à adaptação à nova unidade do sistema monetário instituída pelo Decreto-Lei n.º 2284/86, e dá outras providências.
52	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a Correção Monetária complementar com base na OTN de Cz\$ 106,40 (cento e quarenta e seis cruzados e quarenta centavos).
51	Vigente	Normativa	Intermediários	Regulamenta a concessão de financiamento para compra de ações pelas Sociedades Corretoras e Distribuidoras.
50	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre a correção monetária especial de Demonstrações Financeiras Extraordinárias de 28.02.86.
49	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os Procedimentos de Auditoria a serem aplicados na revisão especial das Demonstrações Financeiras Extraordinárias referidas na Instrução CVM n.º 48, de 20.03.86.
48	Vigente	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração de Demonstrações Financeiras Extraordinárias pelas companhias abertas com vistas à adaptação à nova unidade do sistema monetário instituída pelo Decreto-Lei n.º 2284/86 e dá outras providências.
47	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
46	Revogada	Normativa	Corretagem	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
45	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Inclui parágrafo na Instrução CVM n.º 40, de 07.11.84, que dispõe sobre a constituição e operação de Clubes de Investimento.
44	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a utilização de posições opostas, para fins de garantia nos mercados a termo, a futuro e de opções.
43	Revogada	Normativa	Administrador de Carteira	Fixa normas para o exercício das atividades de Consultor de Valores Mobiliários e de Administrador de Carteira de Valores Mobiliários previstos, respectivamente, no § 1º do art. 6º "in fine" da Resolução CMN n.º 961/84 e § 2º do art. 15 da Instrução 40/84.
42	Revogada	Normativa	Mercado organizados	Regulamenta a prestação de informações relativas às negociações com ações realizadas no Mercado Secundário de Balcão.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
41	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 32, de 16 de março de 1984, que dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.
40	Revogada	Normativa	Clubes de Investimento	Dispõe sobre a constituição e funcionamento de Clubes de Investimento.
39	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera dispositivos da Instrução CVM n.º 32, de 16 de março de 1984, que dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.
38	Revogada	Normativa	Auditoria independente	Dispõe acerca do exercício da atividade de Auditoria Independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, compreendendo as companhias abertas, grupos de sociedades que incluam companhia aberta, instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários.
37	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre a carteira própria de ações mantida por sociedade corretora e dá outras providências.
36	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os mercados a futuro, a termo e de opções
35	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais nas bolsas de valores.
34	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
33	Revogada	Normativa ⁵	Mercados organizados	Define os tipos de ordem de compra ou de venda de valores mobiliários em Bolsas de Valores e estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas sociedades corretoras e seus clientes.
32	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão.
31	Revogada	Normativa	Fato relevante	Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.
30	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Altera o disposto na letra "c" do inciso XXVI da Norma anexa à Instrução 01/78, de 27.04.78.
29	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o cancelamento de ofício de registro de companhia aberta.
28	Revogada	Normativa	Agente fiduciário	Dispõe acerca do exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas.
27	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre os mercados futuros, de opções e a termo.
26	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.

⁵ Embora esta Instrução traga a definição de ordem, entre outros conceitos não foi considerada como exercício de função de orientação.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
25	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Estabelece limites operacionais para investidores e corretoras nas bolsas de valores.
24	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre o mercado a futuro de ações.
23	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre a remuneração de margens nos mercados a termo, a futuro ou de opções.
22	Revogada	Normativa	Prestação de informações	Modifica a Instrução CVM n.º 09, de 11.10.79, quanto ao envio de informações anuais à CVM por parte das companhias abertas.
21	Revogada	Normativa	Intermediários	Dispõe sobre limite operacional para as operações no mercado a Futuro.
20	Revogada	Normativa	Participação relevante em companhia aberta	Disciplina a divulgação de informações na aquisição de ações com direito a voto de companhia aberta.
19	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Dispõe sobre o mercado futuro de ações.
18	Revogada	Normativa	Infrações graves	Dispõe sobre hipótese de infração grave para efeito de aplicação de penalidades dos incisos I a VI do art. 11 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.
17	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
16	Revogada	Normativa	Fundos de Investimentos	Dispõe sobre a sistemática de arrecadação e distribuição das anuidades pagas às Bolsas de Valores pelas empresas beneficiárias dos Fundos de Investimentos Regionais e Setoriais (FINOR, FINAM, Fiset e FUNRES).
15	Revogada	Normativa	Demonstrações Financeiras	Dispõe sobre as normas e procedimentos para elaboração de demonstrações financeiras consolidadas de companhia aberta e de sociedade de comando de grupo que inclua companhia aberta.
14	Vigente	Normativa	Mercados organizados	Define as operações em bolsa de valores com opções de compra e venda de ações e estabelece os requisitos para sua realização.
13	Revogada	Normativa	Operações com valores mobiliários	Dispõe sobre aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os arts 82 e 170 da Lei n.º 6404 de dezembro de 1976.
12	Revogada	Normativa	Mercados organizados	Define os tipos de ordem de compra ou de venda de valores mobiliários em bolsas de valores e estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas sociedades corretoras e seus clientes na sua execução.
11	Revogada	Normativa	Alteração de instrução	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.
10	Revogada	Normativa	Negociação com ações de própria emissão	Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação.
9	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Aprova o Regulamento anexo que dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão e divulgação de informações a ela referentes.

Instrução n.º	Vigência ¹	Atividade	Tema	Objeto ²
8	Vigente	Normativa	Manipulação do mercado	Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não eqüitativa.
7	Vigente	Normativa	Valores mobiliários	Dispõe sobre o uso de Chancela Mecânica pelas Companhias Abertas.
6	Revogada	Normativa	Infrações graves	Dispõe sobre hipótese de infração grave para efeito de aplicação de penalidades dos incisos I a VI do Art. 11 da Lei n.º 6385/76.
5	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas.
4	Revogada	Normativa	Auditoria independente	Dispõe sobre as normas relativas ao registro de auditores independentes na Comissão de Valores Mobiliários.
3	Revogada	Normativa	Registro de companhia aberta	Dispõe sobre o cancelamento de registro de que trata o art. 21 da Lei n.º 6385/76.
2	Revogada	Normativa	Prestação de informações de companhia aberta	Dispõe sobre o regime das publicações ordenadas pela Lei n.º 6.404/76.
1	Revogada	Normativa	Demonstrações financeiras	Dispõe sobre normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimentos relevantes de companhia aberta, sociedade coligada ou sociedade controlada.

APÊNDICE E – NOTAS EXPLICATIVAS

Nota Explicativa à Instrução	Data da Nota Explicativa	Data da Instrução
617	05/12/2019	05/12/2019
527	04/10/2012	04/10/2012
502	01/09/2011	01/09/2011
489	14/01/2011	14/01/2011
475	17/12/2008	17/12/2008
469	02/05/2008	02/05/2008
408	18/08/2004	18/08/2004
404	13/02/2004	13/02/2004
349	06/03/2001	06/03/2001
346	29/09/2000	29/09/2000
315	27/09/1999	27/09/1999
308	14/05/1999	14/05/1999
247	11/04/1996	27/03/1996
237	27/07/1995	27/07/1995
235	23/03/1995	23/03/1995
206	14/01/1994	14/01/1994
204	07/12/1993	07/12/1993
192	15/07/1992	15/07/1992
191	15/07/1992	15/07/1992
189	25/06/1992	25/06/1992
160	21/08/1991	21/08/1991
155	07/08/1991	07/08/1991
134	01/11/1990	01/11/1990
118	07/05/1990	07/05/1990
108	04/12/1989	04/12/1989
104	26/10/1989	26/10/1989
97	27/04/1989	27/04/1989
92	08/12/1988	08/12/1988
91	06/12/1988	06/12/1988
88	03/11/1988	03/11/1988
87	03/11/1988	03/11/1988
84	21/09/1998	21/09/1998
82	19/09/1988	19/09/1988
80	26/06/1988	26/06/1988
77	11/05/1988	11/05/1988
73	22/12/1987	22/12/1987
72	30/11/1987	30/11/1987
64	19/05/1987	19/05/1987

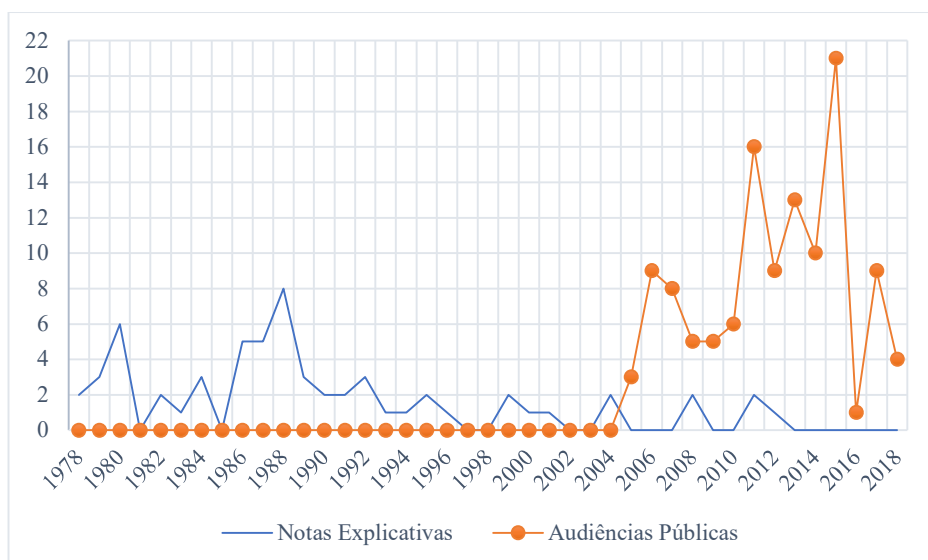
60	14/01/1987	14/01/1987
59	22/12/1986	22/12/1996
58	17/12/1986	17/12/1986
57	17/12/1986	17/12/1986
56	01/12/1986	01/12/1986
52	18/06/1986	18/06/1986
50	24/04/1986	24/04/1986
38	13/09/1984	13/09/1984
33	26/03/1984	26/03/1984
31	08/02/1984	08/02/1984
28	23/11/1983	23/11/1983
22	15/04/1982	15/04/1982
20	29/01/1982	29/01/1982
16	10/11/1980	10/11/1980
15	03/11/1980	03/11/1980
14	17/10/1980	17/10/1980
13	30/09/1980	30/09/1980
12	04/09/1980	04/09/1980
10	14/02/1980	14/02/1980
9	11/10/1979	11/10/1979
8	08/10/1979	08/10/1979
6	19/02/1979	19/02/1979
4	24/10/1978	24/10/1978
3	17/08/1978	17/08/1978

APÊNDICE F – NOTAS EXPLICATIVAS X AUDIÊNCIAS PÚBLICAS

Ano	Notas Explicativas	Audiências Públicas
1978	2	0
1979	3	0
1980	6	0
1981	0	0
1982	2	0
1983	1	0
1984	3	0
1985	0	0
1986	5	0
1987	5	0
1988	8	0
1989	3	0
1990	2	0
1991	2	0
1992	3	0
1993	1	0
1994	1	0
1995	2	0
1996	1	0
1997	0	0
1998	0	0
1999	2	0
2000	1	0
2001	1	0
2002	0	0
2003	0	0
2004	2	0
2005	0	3
2006	0	9
2007	0	8
2008	2	5
2009	0	5
2010	0	6
2011	2	16
2012	1	9
2013	0	13
2014	0	10
2015	0	21
2016	0	1

2017	0	9
2018	0	4

FIGURA 9.1.3: Instruções Precedidas por Notas Explicativas e por Audiências Públicas.



Fonte: Figura elaborada pelo autor

APÊNDICE G – CONSULTAS

Processo n.º	Modo de divulgação	Tema	Objeto	Precedentes	Conteúdo da decisão	Prescrição em abstrato?	Sugestão de Reforma Legal?	Menção a estudos ou diligências posteriores
PROC 19957.006289/2018 -37	Consulta	Reconhecimento de receita	Reconhecimento de receita nos contratos de compra e venda de unidade imobiliária não concluída nas companhias abertas brasileiras do setor de incorporação imobiliária	Não	Método POC é o mais adequado às especificidades brasileiras	Sim	Sim	Sim
PROC 19957.005983/2018 -37	Consulta	Administração de companhias abertas	Aplicabilidade integral do art. 17, I da Lei 13.303/2016 ao Comitê de Indicação e Avaliação da COPEL	PA 19957.011269/20 17-05	É aplicável	Sim	Não	Não
PROC 19957.010393/2017 -45	Consulta	Administração de companhias abertas	Impedimento de voto de acionistas controladores sobre a celebração de contratos de indenidade	PAS CVM n.º RJ2014/10060	Recurso incabível, mas administradores estavam impedidos de votar	Sim	Não	Sim

PROC RJ2014/9881	Consulta	Cancelamento de registro	Ocorrência de prescrição da obrigação de depósito dos valores de resgate de ações	PA RJ2002/6503	Sim, ocorre prescrição	Sim	Não	Não
			Qual seria a data de início da prescrição?	PA RJ2002/6504	A partir da data do depósito	Sim	Não	Não
			Mantém-se obrigação perante acionistas após a prescrição?	PA RJ2002/6505	O direito subsiste, mas ocorre a prescrição	Sim	Não	Não
			Companhia pode levantar os valores depositados não reclamados por acionistas?	PA RJ2002/6506	Pode	Sim	Não	Não

			É possível substituir o valor depositado por outra forma de pagamento?	PA RJ2002/6507	Não aplicável pois ocorre a prescrição	Sim	Não	Não
			É possível levantar os valores mesmo sem a prescrição, mantendo-se a Companhia obrigada?	PA RJ2002/6508	Não aplicável pois ocorre a prescrição	Sim	Não	Não
PROC 19957.011351/2017 -21	Consulta	Reorganização societária	Aplicabilidade do art. 264 da Lei n.º 6.404/1976 em operações de incorporação de subsidiária integral por controladora companhia aberta	Não	Não é necessária a elaboração de laudo de avaliação	Sim	Sim	Sim
PROC 19957.011103/2017 -81	Consulta	Recuperação judicial	Possibilidade de cessão de créditos a comissário para subscrição de ações e alienação em bolsa	Óleo e Gás Participações S.A. e OGX Petróleo e Gás S.A., Inepar S.A. Indústria e Construções e da ENEVA S.A.	Permitida a utilização do comissário	Não	Sim	Não

				– em Recuperação Judicial ¹				
PROC 19957.010381/2017 -11	Consulta	Reorganização societária	Dispensa de elaboração de laudo de avaliação e demonstrações financeiras e da publicação de fato relevante em operação de cisão	PA RJ2015/9097 e PA 19957.007794/2016-37	Concedidas as dispensas	Não	Não	Não
PROC 19957.005581/2016 -71	Consulta	Audidores Independentes	Permitir que auditores independentes possam adotar forma societária diversa da sociedade simples	Não	É necessário avaliar quando da alteração da ICVM 308/99	Não	Não	Sim

¹ Os precedentes foram mencionados apenas de modo nominal, não havendo indicação do número dos processos.

PROC 19957.006857/2017 -19	Consulta	Reorganização societária	Dispensa de elaboração de laudo de avaliação	PA RJ2010/16879 e PA RJ2009/6414	Concedida dispensa	Não	Não	Não
PROC 19957.003735/2017 -71	Consulta	Reembolso	Possibilidade de exclusão da reserva especial de ágio no cálculo do valor de patrimônio líquido para fins de reembolso quando do exercício do direito de retirada	Não	Não é possível, deve ser realizado ao valor patrimonial	Sim	Não	Sim
PROC RJ2015/13053	Consulta	Cancelamento de registro	Cancelamento de registro de ofício da Laep Investments Ltd.	PA RJ2015/13052	Prorrogação do registro por um ano	Não	Não	Não
PROC 19957.002727/2016 -26	Consulta	Operação societária	Contabilização de patentes a preços de mercado	PAS 08/05, PAS 25/03, PA RJ2010/14254	As patentes devem ser consideradas a preço de mercado,	Sim	Não	Não

			Valor justo das patentes definido pelo fluxo de caixa esperado pela exploração econômica das patentes por potenciais compradores, caso não exista mercado ativo para tais patentes	Não	No caso de patentes que não tenham um mercado, o preço de mercado pode ser obtido pelo método de fluxo de caixa descontado aplicadas certas restrições	Sim	Não	Não
PROC 19957.009738/2016 -37	Consulta	Fundo de investimentos	Possibilidade de convocação de nova assembleia geral de cotistas para decidir por maioria simples para adaptação de FIIs à ICVM 571/15	Não	É permitido	Sim	Sim	Sim
PROC RJ2015/13052	Consulta	Cancelamento de registro	Possibilidade de cancelamento de registro de ofício	Não	Deve ser analisado caso a caso	Sim	Não	Não

PROC 19957.002943/2016 -71	Consulta	Fundo de investimentos	Aplicabilidade da ICVM 558/15 a entidades fechadas de previdência complementar ("EFPCs")	Não	Não é aplicável, melhor regime é o da Deliberação CVM n.º 753/16	Sim	Sim	Sim
PROC 19957.007794/2016 -37	Consulta	Reorganização societária	Dispensa do laudo do valor de patrimônio líquido avaliado a preços de mercado para fins de incorporação de ativos oriundos de cisão parcial de controlada e da publicação do Fato Relevante	PA RJ2015/9097	Não é necessário	Sim	Não	Não
PROC 19957.004457- 2016-98	Consulta	Formador de mercado	Possibilidade de fundos exclusivos atuarem como formadores de mercado	Não	É possível	Sim	Não	Não
PROC 19957.004718/2016 -70	Consulta	Reorganização societária	Necessidade de elaboração de demonstrações financeiras proforma em incorporação de controlada	Não	Não é necessário	Sim	Não	Não

PROC 19957.004284/2016 -16	Consulta	Fundo de investimentos	Possibilidade de FIDCS padronizados adquirir créditos cedidos por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, com coobrigação e sem homologação judicial transitada em julgado	PA 2012/13061 e PA 2014/5041	Possibilidade de aquisição de créditos cedidos por sociedades em recuperação judicial antes do trânsito em julgado do plano, mas impossibilidade de aquisição de créditos em que as empresas estariam coobrigadas.	Sim	Não	Não
PROC 19957.002315/2016 -96	Consulta	Recuperação judicial	Possibilidade de cessão de créditos a comissário para subscrição de ações e alienação em bolsa	PA SP 2015-366	Possível	Sim	Não	Não
			Possibilidade de dispensa de cadastro dos comitentes	Não	Concedida a dispensa	Sim	Não	Não

			Possibilidade de um intermediário ser o Comissário da operação	Não	Permitido	Sim	Não	Não
			Definição sobre quem poderia atuar como Comissário	Não	Atividade não regulada	Sim	Não	Não
PROC 19957.004000/2016 -83	Consulta	Fundo de investimentos	Flexibilização da restrição a investimentos em STFs estrangeiros a investidores qualificados	Processo CVM RJ2012/11653	Concedida a flexibilização	Sim	Não	Não
PROC RJ2014/13261	Consulta	Oferta pública	Possibilidade de realização de estabilização de preços em ofertas públicas com esforços restritos	Não	Não permitido enquanto não houver regramento específico	Sim	Sim	Sim

			Possibilidade de realização de emissão de lote suplementar em ofertas públicas com esforços restritos	Não	Permitida desde que concedida a prioridade aos acionistas	Sim	Sim	Sim
PROC 19957.002620/2016 -88	Consulta	Carteira de fundo de investimento	Aplicabilidade da ICVM 286/98 a FFIE	Não	Não é aplicável	Sim	Sim	Não
PROC 19957.002943/2016 -71	Consulta	Gestão de recursos	Aplicação da ICVM 558/15 a gestores que lidem exclusivamente com a gestão de seus próprios recursos	PA RJ2005/2345	Não é aplicável	Sim	Sim	Sim
PROC 19957.003090/2015 -12	Consulta	Fundo de investimentos	Permissão para que fundos destinados a investidores profissionais e invistam em fundos destinados a investidores profissionais possam se valer da dispensa de consolidação de carteira	Não	Restrição não se aplica a fundos destinados a investidores profissionais	Sim	Não	Não

			Possibilidade de consolidação apenas da parcela investida em fundos destinados a investidores profissionais	Não	Fundos apenas precisam consolidar essa parcela de suas carteiras	Sim	Não	Não
			Prorrogação do prazo para adaptação dos contratos de rebate	Não	Questão não respondida pelo Colegiado	Não	Não	Não
			Tratamento no regime de transição aos cotistas de fundos criados com fulcro no art. 110-B, ICVM 409/04	Não	Fundos devem utilizar os critérios de qualificação dos investidores previstos na ICVM 409/04 até o momento de sua adaptação à ICVM 555/14	Sim	Não	Não
			Possibilidade de fundos fechados destinados a investidores qualificados realizarem novas ofertas sob as regras da Instrução 476	Não	Fundos devem utilizar os critérios de qualificação dos investidores previstos na ICVM 409/04 até o momento de sua adaptação à ICVM 555/14	Sim	Não	Não

			Alteração do regime aplicável aos fundos que investem em BDR Nível 1	PA RJ2012/2581	Investimentos em BDR Nível I atendem às regras gerais aplicáveis a investimentos no exterior	Não	Não	Não
			Necessidade de revisão da aplicação do limite de 10% para o máximo que um fundo pode investir em cotas de outro fundo	Não	É necessária a revisão.	Não	Sim	Sim
			Possibilidade de contabilização de cotas em fundos de investimento no exterior para o mínimo de 95% de investimentos em fundos	Não	É necessária a revisão.	Não	Sim	Sim
PROC RJ2014/5041	Consulta	Fundo de investimentos	Possibilidade de um FIDC adquirir direitos creditórios cedidos por sociedade em recuperação judicial	PA RJ2004/6913	É permitido	Sim	Não	Não

			Termo "originados" refere-se apenas a créditos detidos contra as empresas	PA RJ2004/6913	Devem ser classificados como não padronizados (i) os direitos creditórios em que o devedor ou coobrigado for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e, ainda, (ii) os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e com plano de recuperação cuja homologação judicial ainda não tenha transitado em julgado	Sim	Não	Não
PROC RJ2011/7177	Consulta	Consultoria de valores mobiliários	Admissão de experencia como agente autônomo de investimento para credenciamento para a atividade de consultor de valores mobiliários	Não	Não deve ser contabilizado	Sim	Não	Sim
PROC RJ2013/7690	Consulta	Oferta pública	Enquadramento do art. 1º, V, ICVM 505/11 ao conceito de ordem do art. 19, ICVM 505/11	Não	Conceito de ordem é aplicável	Sim	Não	Não

			Aplicação do conceito de pessoas vinculadas da ICVM 505/11 a ofertas públicas	Não	Aplicação do conceito. Caso o intermediário participe da oferta pública, as pessoas vinculadas deverão transmitir suas ordens por este intermediário. Caso contrário, não haverá restrição.	Sim	Não	Sim
			Necessidade de o intermediário indicar o diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 505/11	Não	É necessário	Sim	Não	Não
			Necessidade de obrigações adicionais além do cadastro de seus clientes	Não	Somente é necessário cadastrar seus próprios clientes	Sim	Não	Não
PROC RJ2014/12977	Consulta	Operações societárias	Autorização para realização de aumento de capital como procedimento alternativo a OPA por aumento de participação	Não	Concedida a autorização	Não	Não	Não

PROC RJ2014/14743	Pedido	Ações em tesouraria	Autorização para manutenção de ações em tesouraria	PA RJ2014/5606	Não concedida prorrogação	Não	Não	Não
PROC RJ2014/12977	Consulta	Operações societárias	Permissão para prorrogação de prazo para alienação de ações e adequação ao Regulamento do Novo Mercado	Não	Não concessão da prorrogação	Não	Não	Não
PROC RJ2014/7588	Consulta	Operações com valores mobiliários	Possibilidade de alteração de oferta de CEPAC	PA RJ2012/9379	Permitida alteração dadas certas condições	Não	Não	Não
PROC RJ2014/2399	Consulta	Operações societárias	Possibilidade de aquisição das ações de emissão da NET detidas pela Microsoft pelos controladores da Net sem a realização de OPA	PA RJ2012/14764	Permissão para aquisição sem realização de OPA	Sim	Não	Não

PROC RJ2014/2584	Consulta	Operações societárias	Natureza jurídica autônoma da incorporação de ações	Não	Incorporação de ações é operação distinta das demais	Sim	Não	Não
		Operações societárias	Aumento de capital como apenas uma etapa da incorporação de ações	Não	Aumento de capital é apenas uma etapa da incorporação de ações	Sim	Não	Não
		Operações societárias	Ocorrência de sub-rogação de ações das ações da sociedade incorporada	Não	Ocorre a sub-rogação e não a alienação de ações	Sim	Não	Não
PROC. RJ2013/7943	Recurso	Reorganização societária	Aplicação do método de aquisição do CPC 15 para contabilização de ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) nas demonstrações financeiras individuais da	Processo CVM n.º RJ2010/16665 e Processo CVM n.º RJ2013/9098	Admitir, em tese, a possibilidade de adoção do método da compra descrito no CPC 15 para combinações entre entidades sob controle comum, mas não admitida no caso concreto	Sim	Não	Não

			companhia incorporada					
PROC RJ2011/14772	Consulta	Atividade de rating	Possibilidade de realização de teleconferências para explicar fundamentos sobre a classificação de riscos	Não	Possível	Sim	Não	Não
		Atividade de rating	Responsabilidade pela publicação de ratings privados	Não	Esta responsabilidade alcança tão somente os emissores de valores mobiliários	Sim	Não	Não
		Atividade de rating	Aplicação da ICVM 521/12 a contratos celebrados entre 25.04.12 e 01.01.13	Não	Vigência imediata da ICVM 521/12	Sim	Não	Não

		Atividade de rating	Significado do termo "divulgação" na legislação	Não	Qualquer forma de divulgação por qualquer participante em que classificação de risco é levada ao conhecimento do público investidor	Sim	Não	Não
		Atividade de rating	Necessidade de divulgação de ratings de operações com alterações substanciais	Não	É necessário cumprimento	Sim	Não	Não
		Atividade de rating	Enquadramento de comercialização de "dados históricos" como "outros serviços prestados à entidade avaliada"	Não	Não, devendo ser evidenciado	Sim	Não	Não
PROC RJ2011/14560	Pedido	Registro de gestor	Concessão de dispensas em caso de gestão apenas de recursos próprios	PA RJ 1997/1173, PA RJ 2010/9133, PA RJ2006/5415	Não concedida dispensa	Sim	Não	Não

PROC RJ2012/10374	Consulta	Cogestão de clube de investimento	Possibilidade de clubes de investimento terem cogestão	PA RJ2008/12466	Não, mas são possíveis exceções como no caso concreto	Sim	Não	Não
			Responsabilidade para destituição de gestor definido por conselho de administração		Competência da assembleia de cotistas	Sim	Não	Não
			Qual seria o alcance da autorregulação		Pode preencher lacunas e interpretar normas da CVM, sem que essa tenha perdido seu poder normativo	Sim	Não	Não
			Possibilidade de reformas estatutárias para definição de quorum qualificado		Bolsa deveria se posicionar em concreto	Sim	Não	Não
PROC RJ2013/3537	Consulta	Divulgação de informações	Dispensa de apresentação de s Lâmina de Informações Essenciais e Demonstração de Desempenho do Fundo de Investimento	Não	Concedidas as dispensas	Não	Não	Não

PROC SP2013/0219	Indicação	Administração	Necessidade de indicação de diretor de controles internos	PA SP2012/0342	Permissão de cumulação de funções	Não	Não	Não
PROC SP2013/0225	Consulta	Distribuição de Quotas de Fundos	Aplicação da vedação à confecção e envio para os clientes de extratos contendo informações sobre as operações realizadas ou posições em aberto com relação a fundos de investimento	Não	Permissão para o Agente Autônomo disponibilizar eletronicamente saldos aos cotistas a partir de arquivos fornecidos pelo administrador, sem qualquer alteração de conteúdo.	Sim	Não	Não
PROC RJ2012/11170	Consulta	Operações com valores mobiliários	Possibilidade de FIIs investirem em CRIs emitidos nos termos da ICVM 476/09	Não	É possível	Sim	Não	Não
PROC RJ2013/3075	Consulta	Reorganização societária	Necessidade de elaboração de laudo de avaliação em operação de incorporação em âmbito de reestruturação	Não	Não é necessário	Sim	Não	Não

PROC RJ2011/10679	Consulta	Deliberação assemblear	Necessidade de cumprimento de decisão de concessão de procuração	Não	É necessário cumprimento salvo se houver motivo justificado para não	Sim	Não	Não
PROC RJ2011/13386	Consulta	Liquidação	Necessidade de produção de recibos de aquisição físicos e adequação do sistema de liquidação da BM&FBovespa	Não	Autos remetidos de volta à SER	Não	Não	Não
PROC P2012/0213	Consulta	Registro de clientes	Cadastramento de clientes	PA SP2009/91, PA SP2010/284	Permissão da adoção do sistema e dispensa de custódia física dos documentos	Sim	Não	Não
PROC SP2012/0241	Consulta	Registro de clientes	Cadastramento de clientes	PA SP2009/91, PA SP2010/284	Permissão da adoção do sistema e dispensa de custódia física dos documentos	Sim	Não	Não
PROC RJ2013/1139	Consulta	Operações com valores mobiliários	Necessidade de se registrar previamente a ordem de investimento de fundos de investimento	Não	Não é necessário	Sim	Não	Não

			Necessidade de execução de ordens no melhor interesse de clientes em fundos de investimento	Não	Não é necessário	Sim		
			Aplicação de restrição à negociação de pessoas vinculadas em caso de fundos de investimento	Não	Não se aplica	Sim		
			Obrigação de cadastro de autorização prévia de cliente junto ao intermediário na aquisição de cotas de fundo de investimento	Não	Não se aplica a aquisições no mercado secundário	Sim		
			Esclarecer se vedação � manutenção de conta corrente com mais de dois titulares se restringe a intermediários	Não	Sim	Sim		
			Necessidade de o administrador ser responsável pela entrega dos documentos de fundos negociados a mercado	Não	Responsabilidade exclusiva do intermediário	Sim		

			Vedação à negociação de cotas de fundos por clientes com cadastro desatualizado em caso de liquidação total de posições	Não	Permitida a liquidação das posições	Sim		
PROC RJ2012/12443	Consulta	Oferta pública	Concessão de dispensas para empresas de pequeno porte em ofertas públicas	Não	Será analisado caso a caso, mas foi admitida a hipótese em abstrato	Sim	Não	Não
PROC RJ2012/2581	Consulta	Limite de exposição	Aplicação dos limites de investimento a fundos brasileiros a fundos no exterior.	Não	Investimentos no exterior não devem ser considerados para concentração de ativo ou emissor	Sim	Não	Não

PROC RJ2012/1635	Pedido	Dissolução de clube de investimento	Possibilidade de dissolução de clube de investimento sem aprovação do quórum estatutário, considerando a assembleia como órgão que determina interesse social	Processos CVM n.º RJ-2006-4535, RJ-2010-12741 e Processo CVM n.º RJ-2008-5399	Não possibilidade da interpretação pretendida. Dissolução conforme precedentes	Não	Não	Não
PROC 2012/4338	Pedido	Reorganização societária	Dispensa da apresentação de demonstrações financeiras auditadas	Não	Concedida dispensa	Não	Não	Não
			Dispensa da publicação de fato relevante	Não	Concedida dispensa	Não		
			Dispensa da aplicação do Parecer de Orientação 35	Não	Concedida dispensa	Não		
			Dispensa da aplicação da ICVM 481/09	Sim	Não concedida dispensa	Sim		

PROC RJ2011/13885	Consulta	Remuneração em ações	Possibilidade de remuneração com usufruto de ações em valor equivalente às ações adquiridas pelos beneficiários	Processo CVM n.º RJ 2011/6574	Autorização para realização das operações do Plano	Não	Não	Não
MEMO/CVM/SIN/ GIE/N.º 31/2012	Interpretação/C onsulta da área técnica	Taxa de performance	Aplicação dos limites à taxa de performance do Art. 62, ICVM 409/04	Não	Não aplica o limite referente ao parâmetro de referência, mas aos demais sim	Sim	Sim	Sim
PROC RJ2010/10966	Consulta	Enquadramento de investimento	Correta interpretação do termo "Direcionados"	Não	Considera direcionados os recursos já destinados, ainda que não aplicados	Sim	Não	Não

PROC RJ2011/4494	Consulta	Remuneração em ações	Existência de óbice ao Plano	Não	CVM não tinha competência para análise de documentos societários	Sim	Não	Sim
			Exclusão do direito de preferência	Processo RJ2009/3983	Não é possível a exclusão	Sim	Não	
			Possibilidade de alienação de ações em tesouraria	Processo RJ2009/3983	Mediante aprovação da CVM e em assembleia	Sim	Não	

PROC RJ 2011/5238	Consulta	Remuneração em ações	Possível equiparação de Plano de Ações Restritas e Plano de Opções para fins de Necessidade de autorização da CVM para alienação de ações	Não	É necessária a autorização	Sim	Não	Não
PROC RJ2011/11017	Consulta	Auditoria independente	Possibilidade de recontratação de auditor independente antes do prazo de 3 anos	Processo RJ2006/3828	Não é possível a contratação	Sim	Não	Não
PROC. RJ2010/15144	Recurso	Oferta pública	Qual o número total de ações a ser considerado na publicação do edital	Proc. RJ2010/13241	Metodologia de cálculo conforme Instrução CVM 487/10	Sim	Não	Não
PROC. RJ2010/9066	Recurso	Auditoria independente	Obrigação de o auditor independente ler o Formulário de Referência	Não	Não é obrigatório	Sim	Não	Não

PROC RJ2011/12097	Pedido	Reorganização societária	Dispensa de apresentação das demonstrações financeiras auditadas	Não	Dispensa concedida	Não	Não	Não
			Dispensa de publicação do fato relevante	Não	Dispensa concedida	Não		
PROC RJ2008/12041	Consulta	Enquadramento de investimento	Em relação a que exercício social deve ser verificado o faturamento da investida	Não	Deve ser analisado após diligências referentes ao exercício corrente	Sim	Não	Não
PROC RJ2006/4535	Pedido	Dissolução de clube de investimento	Exclusão como administradora ou liquidação do clube	Não	Estipulação de prazo máximo para troca do administrador ou liquidação do Cube	Não	Não	Não