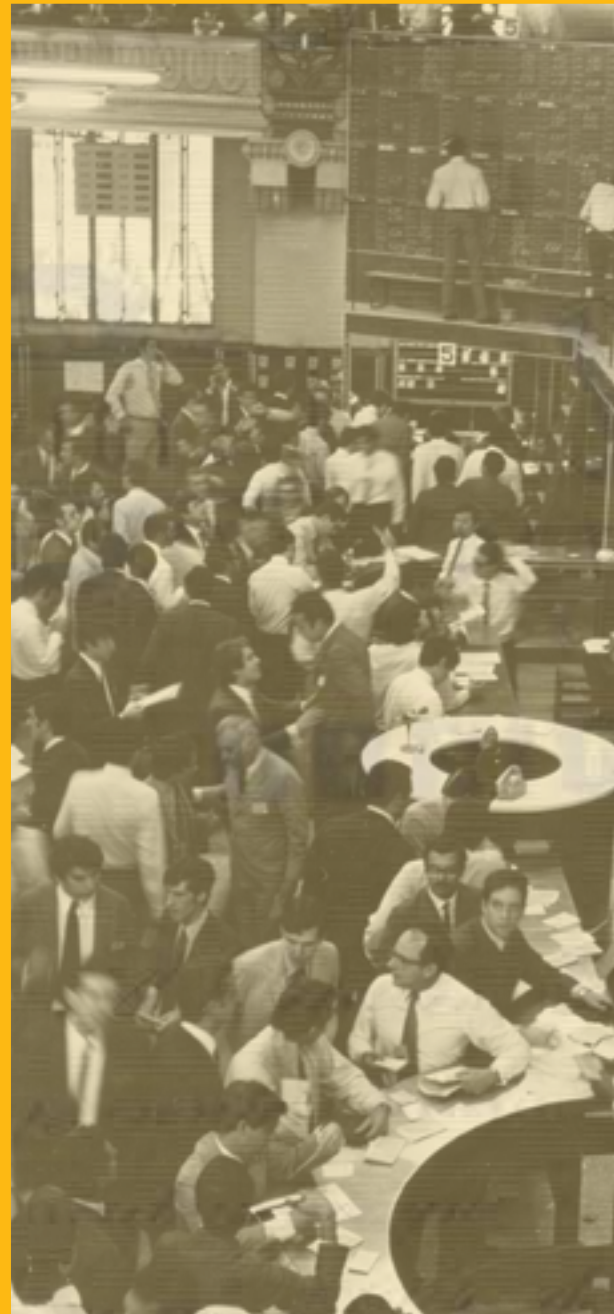




**A História  
da CVM**  
pelo olhar de seus  
ex-presidentes

GEORGE VIDOR







Fotos: Arquivo/CVM





**A História**  
**da CVM**  
pelo olhar de seus  
ex-presidentes



**40**  
ANOS  
CVM

**A História**  
da **CVM**  
pelo olhar de seus  
ex-presidentes

GEORGE VIDOR

1ª Edição  
ANBIMA e BM&FBOVESPA

Rio de Janeiro - 2016

© 2016 - Comissão de Valores Mobiliários

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19 de fevereiro de 1998.

Este livro é distribuído nos termos da licença Creative Commons Atribuição - Uso não comercial - Vedada a criação de obras derivadas 3.0 Brasil. Qualquer utilização não prevista nesta licença deve ter prévia autorização por escrito da Comissão de Valores Mobiliários.

## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **Presidente**

Leonardo Porciúncula Gomes Pereira

### **Diretores**

Gustavo Tavares Borba

Henrique Machado

Pablo Waldemar Renteria

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

### **Superintendente Geral**

Alexandre Pinheiro dos Santos

### **Superintendente de Proteção e Orientação aos Investidores**

José Alexandre Cavalcanti Vasco

### **Coordenadora de Educação Financeira**

Marise Torres

### **Equipe da Coordenação de Educação Financeira - COE**

Eloisa de Almeida Pinto

Glauco José Costa Souza

Convidamos os leitores a entrarem em contato conosco para o envio de sugestões e dúvidas sobre este material.

COORDENAÇÃO DE EDUCAÇÃO FINANCEIRA  
SUPERINTENDÊNCIA DE PROTEÇÃO E ORIENTAÇÃO AOS INVESTIDORES  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 3º andar, Centro – CEP 20.050-901 – Rio de Janeiro/RJ  
[coe@cvm.gov.br](mailto:coe@cvm.gov.br)  
[www.investidor.gov.br](http://www.investidor.gov.br)

*Disclaimer:* esta obra não reflete necessariamente a opinião da Comissão de Valores Mobiliários ou de seu colegiado[MC-A1].

1ª edição  
2016

Esta publicação tem patrocínio de ANBIMA e BM&FBOVESPA

## FICHA CATALOGRÁFICA

---

Vidor, George

A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes / George Vidor. – Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

160p. : il.

ISBN 978-85-63177-04-9

1.Mercado de Capitais - Histórico. 2.CVM-40 anos. 3.CVM-Atuação. 4.CVM-Criação. 5.CVM-Histórico. 6.CVM-Regulação. 7.CVM-Presidentes. 8.Regulação do mercado. I.Título.

---





## REPÚBLICA DOS ESTADOS UNIDOS

Este livro busca retratar a história da Comissão de Valores Mobiliários desde a criação da autarquia até os dias de hoje. Não é um relatório cronológico, mas uma descrição de fatos e momentos cruciais a partir de depoimentos de vários presidentes da instituição e de observações do próprio autor, que testemunhou esse período como jornalista. Não se trata de um retrato definitivo, pois certamente diretores, superintendentes, funcionários e até quem esteve “do outro lado” também teriam muito a contar.

Sinteticamente, o livro conta a história da CVM em duas partes. Os primeiros 20 anos, que foram a fase de implantação e afirmação da autarquia, e a segunda fase, de consolidação e evolução do órgão regulador, acompanhando as transformações pelas quais o país passou nos campos político, institucional e econômico.

Para construção desta narrativa foi convidado George Vidor, jornalista que acompanhou intimamente a evolução do Mercado de Capitais no Brasil desde o início de sua carreira, que teve independência para elaboração da presente obra. Por fim, o livro, além de ser uma iniciativa comemorativa dos 40 anos da CVM, surge como introdução de um projeto memória já em gestação.

# Sumário

---

	A CVM e o autor	10
Capítulo 1	Estruturação do Mercado de Capitais no Brasil	14
Capítulo 2	Contexto de criação da CVM	22
Capítulo 3	A regulação para a sustentabilidade	30
Capítulo 4	Breve contexto econômico dos primeiros anos da CVM	40
Capítulo 5	Fortalecimento como órgão regulador e o Caso Vale	46
Capítulo 6	Inflação, congelamento de preços e Plano Cruzado	58
Capítulo 7	A regulação do Mercado de Capitais no início da Nova República	62
Capítulo 8	Abertura do mercado	66
Capítulo 9	O Plano Real	72
Capítulo 10	CVM na Era das Privatizações	82
Capítulo 11	Mais autonomia na CVM e a busca pela modernização da legislação	92
Capítulo 12	Atuação na Era Lula	98
Capítulo 13	Consolidação do Novo Mercado e os casos de <i>insider trading</i>	106
Capítulo 14	Brasil sob a névoa da crise econômica	112
Capítulo 15	A capitalização da Petrobras e as empresas X	120
Capítulo 16	CVM e o Futuro	126
Capítulo 17	Epílogo	132
	Linha do Tempo	136
	ANEXO	144



REPÚBLICA DOS ESTADOS UNIDOS DO BRASIL

A CVM  
e o autor



TÍTULO  
DA DÍVIDA INTERNA FUNDADA FEDERAL

Lei n. 2.977, de 28 de Novembro de 1956

Cr\$ 1.000,00

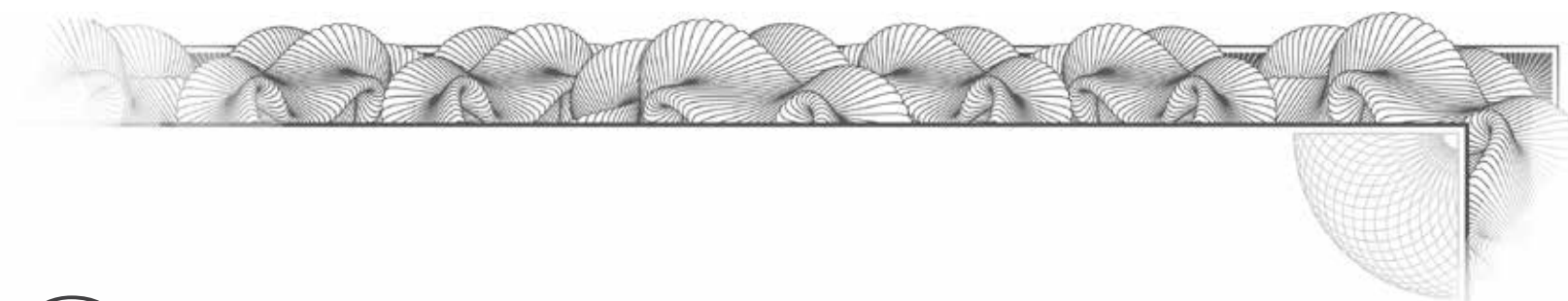
GRAU  
I

7% a

0.101.962

P





“Comecei no jornalismo, profissionalmente, aos 16 anos, um adolescente meio metido a adulto. Ganhei, em 1968, junto com outros colegas, um concurso de jornalismo escolar promovido pelo *Correio da Manhã* – renomado jornal carioca, que, infelizmente, já não mais existe – e um dos prêmios era um estágio remunerado, por três meses, na redação. Mas, no dia 13 de dezembro daquele ano, o governo militar baixou o Ato Institucional nº 5 e tudo ficou mais difícil para a imprensa na época. O *Correio da Manhã* fazia uma oposição liberal ao governo militar e, a partir do AI-5, sofreu um verdadeiro boicote publicitário. Abalado financeiramente, o jornal praticamente cortou pela metade seu número de profissionais.

Em maio de 1969, comecei meu estágio. Acabei tendo oportunidades que em outras condições não seriam oferecidas a um jovem inexperiente, que mal sabia escrever. Por acaso, ou sorte, caíram nas minhas mãos algumas pautas relacionadas à economia. O Brasil começava a entrar na trajetória do chamado milagre econômico. Fui “promovido” para a editoria de economia, embora desconhecesse o terreno onde iria pisar.

Enquanto a política entrava numa fase de ocaso, a economia ganhava cada vez mais espaço nos jornais. Em 1970, eu já trabalhava em três diferentes veículos de comunicação (sucursais cariocas da *Tribuna da Bahia* e da *Gazeta Mercantil*, de São Paulo, e para o *Boletim Cambial*). O mercado de ações vivia uma euforia e escrever sobre o movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) passou a ser uma das minhas tarefas diárias, além de acompanhar o restante do Mercado de Capitais.



George Vidor


Em 1971 veio a *débâcle*. O governo estava assustado e forçou a direção da BVRJ a adotar medidas restritivas. Em uma entrevista coletiva, o então superintendente da instituição, o coronel da reserva Hugo Coelho – estávamos sob o regime militar –, descreveu o quadro com uma frase de efeito: “*O mercado está histérico e irracional.*”

Havia poucos repórteres presentes à coletiva, convocada de supetão. Por isso, como eu também era setorista na sala de imprensa do Ministério da Fazenda (uma espécie de quartel general das decisões da política econômica de então), relatei para vários colegas o teor da entrevista. A frase acabou sendo reproduzida em diversos jornais.

O assessor de imprensa da Bolsa do Rio, que depois tornou-se um queridíssimo amigo, me acusava de ter detonado o processo de queda dos preços das ações que teve início no dia seguinte à entrevista dada por Hugo Coelho. Por uns tempos fiquei com a mesma sensação daquele japonês que estava no banheiro e puxou a descarga no momento da explosão da bomba atômica em Hiroshima...

O movimento da Bolsa continuava a despertar muito interesse dos leitores. Em 1972, entrei para a Faculdade de Ciências Políticas e Econômicas da Universidade Cândido Mendes, onde me graduei, e fui contratado pelo *O Globo* para compor a equipe da nova editoria de economia, com a missão de acompanhar o Mercado de Capitais e a periferia do pregão. O movimento diário da BVRJ ficava a cargo do meu colega Lydio Mafra de Souza, jornalista veterano, e a quem considerávamos rico, porque já tinha uma carteira de ações! Nenhum de nós tinha poupança para tal naqueles anos 1970, pois raros eram os repórteres de então que ganhavam bem trabalhando exclusivamente nas redações.





Assim, acompanhei a crise do mercado e testemunhei o crescimento de outros segmentos, como o *open market* (mercado de títulos federais). Como repórter e colunista, estive presente em vários encontros nos quais os juristas Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira explicavam as diretrizes da futura Lei das Sociedades Anônimas, de 1976, e da nossa Securities and Exchanged Commission (SEC), batizada como Comissão de Valores Mobiliários, uma tradução literal da denominação em inglês da congênera americana, pioneira como órgão regulador do mercado de ações.

A CVM já nasceu como um ente público moderno, contrastando com a máquina burocrática estatal vigente. Embora continuasse no *Globo*, escrevia para outras publicações e, assim, por encomenda da revista, fiz para a *Veja* uma entrevista com o primeiro presidente da CVM, Roberto Teixeira da Costa.

Participar deste livro foi para mim voltar um pouco 40 anos atrás. Espero que a leitura seja útil e lhes proporcione o mesmo prazer que tive ao retratar essa história.

**George Vidor**

*Economista por formação, sempre se dedicou profissionalmente ao jornalismo, especializando-se em temas econômicos financeiros e de negócios.*

Capítulo 1

OLSA  
E  
FUNDOS  
PUBLICOS

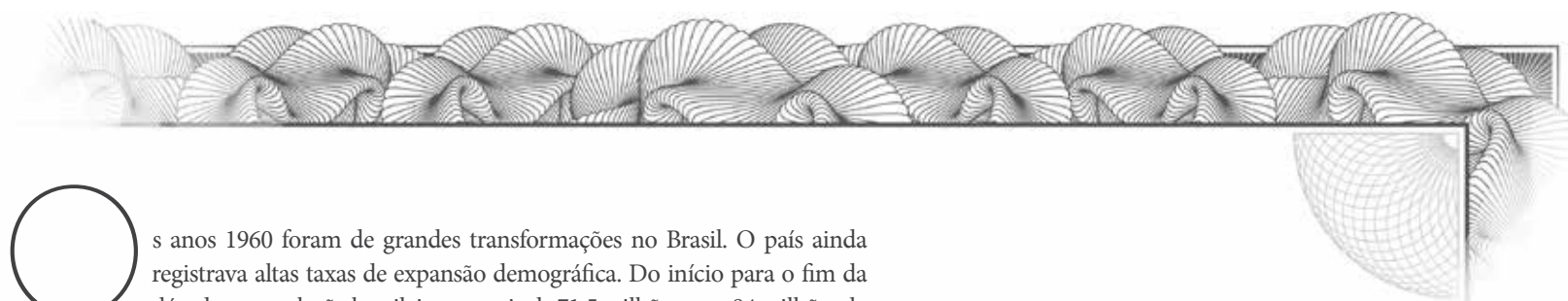
# Estruturação do Mercado de Capitais no Brasil

Centro de Memória BN&FBOVESPA

OTAL DOS NEGOCIOS DE ONT  
EGOCIOS REALISADO

A person is seen from behind, writing on a large board. The board contains handwritten financial data, including terms like '1º Buzão', 'Op. Est. 7', 'Op. Bônus', and 'Capital B'. The board is part of a larger structure, possibly a stock exchange board, with a grid of lines.

Item	Value
1º Buzão	351
Op. Est. 7	680
Op. Bônus	190
Op. Bônus	190
Op. Bônus	188
Op. Bônus	93.500
Op. Bônus	93.500
2º Buzão	190
Op. Bônus	190
Op. Bônus	188
Capital B	86.500
Capital B	78.500
Capital B	93.500
Capital B	93.500
Capital B	93.500



Os anos 1960 foram de grandes transformações no Brasil. O país ainda registrava altas taxas de expansão demográfica. Do início para o fim da década, a população brasileira passaria de 71,5 milhões para 94 milhões de pessoas e a urbanização se acelerava. O café continuava sendo o nosso principal produto de exportação, representando quase metade das receitas de vendas ao exterior, porém a indústria de transformação se tornara o segmento mais dinâmico da economia nacional. Cidades como Rio de Janeiro e São Paulo viraram metrópoles. E Brasília começava a se firmar como capital federal e centro político nacional.

Tabela de exportação  
do café nos anos 1960

(em mil sc 60 kg)

Ano	Verde	Solúvel	Total	Exportação Mundial	Participação Brasileira
1961	16.919.237	796	16.917.000	42.868.000	39%
1962	16.376.216	784	16.377.000	46.141.000	35%
1963	19.512.632	1.368	19.514.000	46.905.000	42%
1964	14.945.949	2.051	14.948.000	51.066.000	29%
1965	13.482.099	14.901	13.497.000	41.924.000	32%
1966	16.832.351	198.649	17.031.000	50.002.000	34%
1967	16.739.434	591.566	17.331.000	48.996.000	35%
1968	18.458.085	576.915	19.035.000	55.689.000	34%
1969	18.690.083	922.917	19.613.000	53.642.000	36%

Fonte: <http://revistacafeicultura.com.br/>

A Guerra Fria chegara às Américas. Cuba, uma ilha caribenha situada a apenas 150 quilômetros do território norte-americano, havia se declarado socialista, alinhando-se à então União Soviética. No restante do continente, conflitos políticos e ideológicos se acentuavam, refletindo o temor – especialmente por parte dos Estados Unidos – de que outras nações pudessem seguir caminho semelhante ao de Cuba.





João Goulart, ex-presidente do Brasil

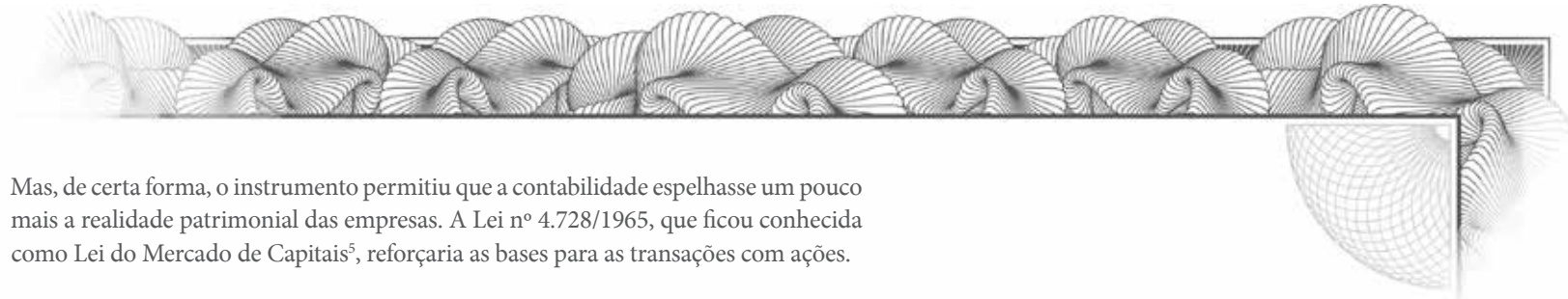
Em decorrência do acirramento desses conflitos, rupturas institucionais ocorreram. No Brasil, o presidente João Goulart (PTB, 1961-1964) seria afastado e teria início um regime militar que perduraria até meados dos anos 1980.

Se no plano político o país passaria a viver um longo período de restrições às liberdades democráticas, com imprensa cerceada e direitos de manifestação reprimidos, no lado da economia haveria uma crescente abertura. Ainda com sérias deficiências de infraestrutura, escassez de recursos humanos e financeiros, o país ganhava forte impulso de crescimento.

E, para tal, a reestruturação do Mercado de Capitais seria fundamental. Letras de câmbio<sup>1</sup> (títulos privados) iriam lastrear<sup>2</sup> o crédito direto ao consumidor, permitindo que mais brasileiros adquirissem os bens que a indústria de transformação produzia em maior escala. O sistema brasileiro de poupança e empréstimos, com a captação de recursos por meio das cadernetas e das letras imobiliárias, reativaria a construção civil.

Para conviver com a inflação, que permanecia elevada (embora não mais no patamar de 100% que atingira no início de 1964), os responsáveis pela política econômica recorreram à indexação<sup>3</sup>, criando uma “jabuticaba”<sup>4</sup>, a famosa correção monetária, que iria marcar a vida de gerações de brasileiros. Por esse instrumento, dívidas e ativos financeiros eram corrigidos quase que automaticamente com base em índices que tinham como referência a inflação passada. Os índices de correção monetária eram estabelecidos mensalmente pelo governo, por meio de atualização do valor de um título federal, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, as ORTNs. Com a emissão de ORTNs, o Tesouro garantia, na prática, uma proteção contra o efeito corrosivo da inflação sobre o poder aquisitivo dos detentores desses papéis. E, por extensão, dívidas também tinham seu valor corrigido, conforme a inflação.

Se, por um lado, esse sistema de correção monetária permitiu que a economia convivesse com a inflação, por outro, acabou contribuindo para que o fenômeno se perpetuasse, como ficaria evidenciado nas décadas seguintes.



Mas, de certa forma, o instrumento permitiu que a contabilidade espelhasse um pouco mais a realidade patrimonial das empresas. A Lei nº 4.728/1965, que ficou conhecida como Lei do Mercado de Capitais<sup>5</sup>, reforçaria as bases para as transações com ações.

A primeira Bolsa de Valores do mundo foi criada em 1487, na cidade de Bruges, na Bélgica. No Brasil, as negociações, feitas aos gritos por corretores que caminhavam de praça em praça em busca de compradores e vendedores durou ainda alguns séculos. Somente em 1845 foi criada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, para a negociação de títulos públicos, ainda nas ruas da Cidade Maravilhosa. O tempo passou e tornou-se necessário ter um lugar fixo para as negociações. Foi, então, um edifício na Rua Direita, no Rio de Janeiro, atual Rua Primeiro de Março, o endereço escolhido como a primeira sede de uma bolsa de valores no Brasil.

Não se passou muito tempo até a fundação da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, em 1895. Já no ano de 1967, acompanhando o nascimento das sociedades corretoras e do operador de pregão, ela passa a ser chamada de Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Por mais de cem anos, até o ano 2000, o Brasil ainda tinha diversas bolsas de valores espalhadas por capitais como Recife, Belo Horizonte e Porto Alegre. Mas, a partir de então, um acordo de integração unificou todas as negociações em São Paulo, onde a Bovespa tornou-se a Bolsa do Brasil.

Oito anos mais tarde, em 2008, seria criada a BM&FBOVESPA (BVMF), resultado da fusão da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), onde se negociavam *commodities* e derivativos, e da bolsa de ações, a Bovespa. O resultado é uma sociedade de capital aberto, cujas ações são negociadas no Novo Mercado – segmento em que as empresas assumem compromissos de melhores práticas de governança corporativa. Até hoje sediada na capital paulista, a BM&FBOVESPA possui escritórios de representação nos Estados Unidos (Nova York), no Reino Unido (Londres) e na China (Xangai).

As bolsas de valores deixavam de ser, assim, uma espécie de clube fechado, limitado a um pequeno número de conhecedores. Ficara para trás a imagem de senhores



Quadro de giz para marcação de cotações na Bolsa de Valores

puxando pela bengala os corretores que ficavam dentro das *corbeilles* (recinto onde só eles tinham acesso para negociar títulos) a fim de dar uma ordem de compra ou venda. No lugar de corretores de fundos públicos, pessoas físicas, surgiam instituições financeiras organizadas, as sociedades corretoras de câmbio e valores. E no esteio dessas companhias, uma vasta rede de distribuidoras de valores<sup>6</sup> e agentes autônomos<sup>7</sup>. Bancos de investimento<sup>8</sup> exerceriam a função de orientar e coordenar o lançamento de novas ações, tanto para abertura como para aumento de capital.

Para popularizar o mercado de ações, os formuladores da política econômica na época de criação da CVM, Otávio Gouveia de Bulhões e Roberto de Oliveira Campos, recorreram a incentivos fiscais<sup>9</sup> para o segmento, como, por exemplo, os instituídos pelo Decreto-Lei nº 157/1967. Por meio desse instrumento, contribuintes pessoas físicas poderiam destinar um percentual do Imposto de Renda devido para aplicações em fundos de investimentos criados com esse propósito específico. A ideia original era familiarizar os contribuintes com o mundo das ações, transformando-os progressivamente em investidores, preferencialmente de médio e longo prazos (os resgates nos chamados Fundos 157 só eram permitidos após 15 anos da aplicação). Tentativa similar aconteceria cerca de três décadas depois, com os fundos de privatização da Petrobras e da Companhia Vale do Rio Doce, por meio de aplicações voluntárias de recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

A década de 1960 se encerraria com o mercado de ações vivendo uma euforia. E é a partir daí que começa a nossa história.



## Decreto-Lei 157

O Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, foi editado pelo Presidente da República, Marechal Humberto Castelo Branco (1964-1967), com o objetivo de conceder estímulos fiscais à capitalização de empresas, incentivos à compra de ações e facilitar o pagamento de débitos fiscais, e teve consequências enormes para o Mercado de Capitais.

Desenvolvido em meio às mudanças implementadas pelo regime militar na economia brasileira, os Fundos 157, como ficaram conhecidos, eram uma opção dada aos brasileiros que faziam sua Declaração de Imposto de Renda de aplicar parte do valor devido, que se destinava ao IR, à aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas.

Na década de 1960, a economia brasileira se via amarrada por um conjunto de instrumentos legais e projetos incompatíveis com o mercado externo, razão pela qual o governo brasileiro pós-1964 iniciou um programa de grandes reformas na área econômica.

No que se refere ao Mercado de Capitais, a opção pode ser resumida no pensamento de Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões, de que era preciso criar uma sociedade na qual, efetivamente, a alocação de capitais fosse dirigida não por um grupo de poucos, em um órgão governamental, mas sim por uma sociedade capaz de decidir para onde irão esses recursos. Assim, diversos mecanismos foram criados com o intuito de deslocar a poupança das mãos do Estado.

*“Criação dos bancos de investimento e de desenvolvimento, as corretoras e distribuidoras de valores, as sociedades de investimento, os depósitos a prazo, com e sem certificados, previsão legal para emissão de debêntures conversíveis em ações, com cláusulas de correção monetária e, ainda, a instituição das comissões consultivas do Conselho Monetário Nacional.”<sup>10</sup>*

Como resultado, houve um crescimento marcante do Mercado de Capitais, mas bastante induzido pelos incentivos fiscais, como os Fundos 157, que “acendeu a primeira brasa do fogaréu que iria crepitar em 1971”<sup>11</sup>, e os incentivos para a subscrição de ações e a abertura de capital.

Na visão de Roberto Teixeira da Costa, esse crescimento se deu sem a existência de uma estrutura compatível:

*“É como se, por exemplo, tivéssemos erguido o Maracanã para uma partida de futebol, mas sem o mecanismo para controlar o fluxo de pessoas, nem um treinamento de um corpo com poder de polícia capaz de regular quantas poderiam entrar, em que setores poderiam sentar e que tipos de atitudes poderiam tomar.”<sup>12</sup>*

**1. Letras de Câmbio (LC):** título de crédito por meio do qual o sacador (quem emite o título) dá ordem de pagamento ao sacado (quem deve efetuar o pagamento), que fica obrigado, havendo aceite, a pagar ao tomador (o credor) o valor determinado. No mercado financeiro, as letras de câmbio são utilizadas principalmente como instrumento de captação de recursos pelas Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento.

**2. Lastrear o crédito:** dar ao crédito algum bem ou título que sirva como garantia.

**3. Indexação:** Sistema de aumento de preço em função de bens e serviços com valores elevados, a fim de não existir algum com valor defasado.

**4.** Uma jabuticaba, neste contexto, é aquilo que consiste em propor ou sustentar soluções e medidas práticas ou iniciativas teóricas que só existem no Brasil e que só aqui funcionam.

**5. Lei do Mercado de Capitais:** Disciplina o Mercado de Capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Fonte: *Dicionário do Mercado de Capitais e Bolsa de Valores*.

**6. Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM):** instituições financeiras integrantes do sistema de intermediação e distribuição de títulos e valores mobiliários. Desempenham inúmeras atividades no mercado financeiro e de capitais, como a intermediação da oferta pública de distribuição de títulos e valores mobiliários e a administração de fundos e clubes de investimentos. Podem operar em bolsas de valores e em bolsas de mercadorias e de futuros. São autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e pela CVM.

**7. Agentes Autônomos de Investimento:** pessoas físicas que atuam como prepostos – e sob a responsabilidade – de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, especialmente as corretoras. Como opção, podem atuar sob a forma de sociedade ou firma individual, desde que constituídas exclusivamente para este fim e contanto que somente agentes autônomos registrados participem da sociedade. Desenvolvem atividades de prospecção e captação de clientes, de recebimento e registro de ordens, e de prestação de informações acerca dos produtos e serviços oferecidos pelas corretoras. O exercício da atividade de agente autônomo de investimento depende de registro na CVM.

**8. Bancos de Investimento:** instituições financeiras privadas especializadas em operações estruturadas para empresas. Tais operações podem envolver participação acionária ou societária de caráter temporário em empresas ou financiamentos, a médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público. Possuem natureza privada, devem ser constituídos sob a forma de sociedade por ações e adotar, obrigatoriamente, em sua denominação social, a expressão “Banco de Investimento”. Não possuem contas correntes.

**9. Incentivos fiscais:** A redução ou eliminação, direta ou indireta, do respectivo ônus tributário, oriundo de lei ou norma específica. (<http://www.portaltributario.com.br/>)

**10.** COSTA, Roberto Teixeira da. Mercado de Capitais: Uma trajetória de 50 anos. Ed. Imprensa Oficial. São Paulo, 2006, p.45.

**11.** CARVALHO, Ney. A saga do Mercado de Capitais no Brasil. Saint Paul Editora, São Paulo, 2014, p. 200.

**12.** COSTA, Roberto Teixeira da. Mercado de Capitais: Uma trajetória de 50 anos. Ed. Imprensa Oficial. São Paulo, 2006, p.49.



Lei de 21 de dezembro de 1937 e as demais disposições em contrário.

Brasil, 7 de dezembro de 1976;  
150 da Independência e 28.9 da  
República.

ERNESTO GEISEL  
Armando Falcão  
Alyson Paulillo  
Hugo de Andrade Abreu

LEI Nº 6.365 — de 7 de dezembro  
de 1976

Dispõe sobre o mercado de valores  
mobiliários e cria a Comissão de  
Valores Mobiliários.

O Presidente da República  
faz saber que o Congresso Nacional  
decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

capítulo I  
Das Disposições Gerais

Art. 1º São 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 organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores;

IV — a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;

V — a auditoria das companhias abertas;

VI — os serviços de consultor e análise de valores mobiliários.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I — as ações, partes beneficiárias, debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II — os certificados de depósito de valores mobiliários;

III — outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único. Excluem-se do regime desta Lei:

I — os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II — os títulos cambiais de respon-

II — promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações de capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III — assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV — proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

V — evitar ou coibir moda, desde que fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI — assegurar a observância de práticas comerciais, estatutárias e regulamentares das companhias que tenham participação;

VII — assegurar a observância de práticas comerciais, estatutárias e regulamentares das companhias que tenham participação;

CAPÍTULO II

Da Comissão de Valores Mobiliários

Art. 3º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda.

Art. 4º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, dentre pessoas de elevada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

§ 1º O presidente e os diretores serão substituídos, em suas faltas, na forma do regimento interno, e serão demissíveis ad nutum.

§ 2º O presidente da Comissão terá assento no Conselho Monetário Nacional, com direito a voto.

§ 3º A Comissão funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com o regimento interno previamente aprovado pelo Ministro da Fazenda, e no qual serão fixadas as atribuições do presidente, dos dire-

Monetário Nacional, as matérias exclusivamente previstas nesta Lei e na lei das sociedades por ações;

II — administrar os registros instituídos por esta Lei;

III — instalar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a valoração de informações relativas ao mercado, as 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 as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das bolsas de valores com relação aos seus membros e valores mobiliários nelas negociados;

§ 2º Rescindido o disposto no Art. 2º, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá os seus poderes de fiscalização;

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I — publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II — convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Art. 9º A Comissão de Valores Mobiliários terá jurisdição em todo o território nacional e no exercício de suas atribuições, observado o disposto no Art. 13, § 2º, poderá:

I — examinar registros contábeis, livros ou documentos;

a) das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15);

b) das companhias abertas;

c) dos fundos e sociedades de investimento;

d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24);

e) dos auditores independentes;

f) dos consultores e analistas de valores mobiliários;

ou penal.  
§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, como tais constatadas pelo Conselho Monetário Nacional, a Comissão poderá:

I — suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II — suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III — divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV — proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§ 2º — O inquérito, nos casos do inciso V deste artigo, observará o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional, assegurada ampla defesa.

Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar contratos para a execução dos serviços de sua competência em qualquer parte do território nacional, observadas as normas da legislação em vigor.

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá aplicar aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba, as seguintes penalidades:

I — advertência;

II — multa;

III — suspensão do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores;

IV — inabilitação para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V — suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI — cassação da autorização ou registro indicados no inciso anterior.

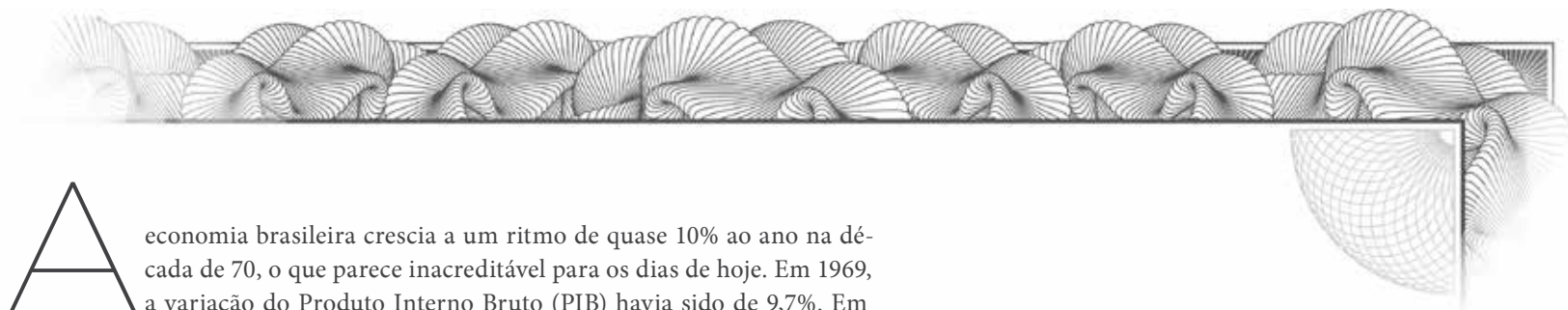
§ 1º — A multa não excederá o maior destes valores:

I — quinhentas vezes o valor nominal de uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional;

II — trinta por cento do valor de

2  
Contexto de  
criação da CVM





A economia brasileira crescia a um ritmo de quase 10% ao ano na década de 70, o que parece inacreditável para os dias de hoje. Em 1969, a variação do Produto Interno Bruto (PIB) havia sido de 9,7%. Em 1970, seria de 8,8%. A expansão demográfica ainda era alta, de modo que a renda média dos brasileiros evoluía, aproximadamente, a uma taxa de 5% anuais. A discussão na época girava em torno da distribuição de renda. Os críticos da política econômica consideravam concentrador o modelo que o Brasil adotara, enquanto os defensores argumentavam que era preciso fazer o bolo crescer primeiro para ter o que distribuir – uma referência à famosa explicação do ex-ministro da economia Delfim Netto sobre a política que defendia aumento da poupança interna e da renda nacional. O debate se estendeu por mais alguns anos, com os dois lados concordando que a educação era um fator primordial para a distribuição de renda melhorar (ou ficar menos ruim).

Nesse ambiente de crescimento econômico acelerado, o mercado de ações entrou numa fase de euforia. Dias de baixa se tornaram exceções nas bolsas de valores. No afã de ganhar dinheiro rápido, investidores corriam para os lançamentos de ações, pois era comum que os papéis tivessem uma forte valorização quando passavam a ser negociados nas bolsas, na passagem do mercado primário para o secundário. Empresas sérias aproveitaram essa oportunidade para captar recursos, abrindo capital ou oferecendo subscrição de mais papéis para seus acionistas.

Com a incorporação de lucros, empresas já negociadas em bolsa distribuíam bonificações<sup>13</sup> em novas ações, o que era mais um motivo para oscilações (positivas ou negativas) das cotações dos papéis. A distribuição de lucros por meio de dividendos<sup>14</sup> não era ainda obrigatória. Por isso, os dividendos não chegavam a ser um destacado chamariz na atração de investidores. Títulos de empresas que pagavam dividendos regulares eram conhecidos como “ações de viúvas”, pois garantiam uma renda aos seus titulares, sem que o patrimônio principal tivesse que ser alienado. O que motivava mesmo os acionistas era o sobe e desce nas cotações nos pregões diários.



Pregão na Bolsa de Valores  
na década de 1960

As transações eram fundamentalmente realizadas com pagamento à vista. Negociações a termo<sup>15</sup>, com liquidação a *posteriori*, se limitavam a investidores mais sofisticados. Para acompanhar o mercado em tempo real só mesmo presencialmente, nas salas de visitas do pregão das bolsas. Separados do recinto de negócios por grandes janelões de vidro, investidores mais fanáticos observavam ansiosos um funcionário da bolsa de valores movimentar os quadros onde as cotações eram atualizadas a giz. Não havia telefones celulares, nem computadores portáteis. As ofertas de compra e venda eram apregoadas de viva voz. Os operadores encerravam o dia completamente roucos e exaustos.

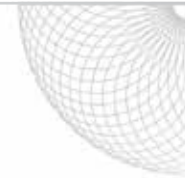
Foi um avanço quando algumas estações de rádio passaram a divulgar boletins com um resumo do mercado e as cotações das principais ações. A partir daí, salas especiais surgiram em corretoras e distribuidoras, e nesses locais os clientes se acotovelavam. Muitos comiam sanduíches (de sardinha!) embrulhados em papel de pão, que tinha uma cor cinza bem característica. Eram os investidores que esperavam que suas ordens fossem executadas mais rapidamente, na frente dos que se comunicavam por telefone fixo. Ao fim do dia, a bolsa transmitia por telex para a imprensa o resumo e o movimento de todas as ações negociadas. Ao fim do pregão, o chão do recinto de negociações ficava apinhado de papéis (boletos).

O volume de negócios aumentava assustadoramente. Um verdadeiro *boom*. Essa expansão quase que descontrolada deu margem para distorções. Companhias lançavam ações omitindo informações. Ficou célebre o caso da empresa Celulose e Papéis do Maranhão S.A., a Cepalma. Na época, as ações eram títulos físicos, impressos em papel de segurança. As cautelas de ações da Cepalma supostamente caíram em um rio, pois estariam dentro de um veículo que se acidentara. Até que fosse identificado cada proprietário das ações houve uma enorme confusão. Informações privilegiadas eram disputadas como um tesouro. O sonho dos investidores ávidos por elas era obter alguma informação de “cocheira”, ou seja, dos bastidores, que pudesse vir a ter forte impacto nos preços das ações.

Em suma, o *boom* das bolsas em 1971 virou um surto especulativo febril.

Até que as próprias bolsas empreenderam o esforço de desenvolver iniciativas de autorregulação. Preços médios dos negócios passaram a ser divulgados, respondendo a reclamações de muitos pequenos investidores que diziam sempre vender na mínima e comprar na máxima. Um relógio de registro se tornou obrigatório para que as ordens fossem executadas à medida que chegassem às corretoras, e não por preferência de clientes. A introdução de índices também foi uma inovação que procurava retratar a realidade diária do mercado, calculando a média ponderada dos preços das ações. O primeiro deles foi criado por Mário Henrique Simonsen, um dos mais brilhantes economistas brasileiros, e aperfeiçoado pelo departamento técnico da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Esses índices pioneiros podem ser considerados “avôs” do atual Ibovespa, que é o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Nesse caso, os volumes negociados se tornavam relevantes na apuração.

Os cuidados foram insuficientes para evitar que depois da bonança viesse a tempestade. Em meados de 1971, as bolsas entraram em rota acentuada de queda, pela tomada de consciência da irrealidade dos preços por parte dos *players* mais experientes, que iniciaram o movimento de vendas. Medidas moralizadoras foram tomadas, como, por exemplo, a exigência de auditoria nos balanços e demonstrativos financeiros de sociedades anônimas de capital aberto realizada por profissionais independentes e externos.







## Lei das Sociedades Anônimas - Decreto-Lei nº 2.627/1940

O Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, foi editado sob o governo de Getúlio Vargas no período denominado de Estado Novo (1937 – 1945), em um contexto de crescimento industrial considerável para a histórica econômica da época devido às conjunturas proporcionadas pela eclosão da Segunda Guerra Mundial.

O texto foi “elaborado pelo comercialista Trajano de Miranda Valverde, por encomenda do ministro da Justiça, Francisco Campos”<sup>16</sup>, e tinha como foco central tratar das sociedades por ações, trazendo, como ponto de maior relevância, a divisão do capital em ações ordinárias e preferenciais e lhes colocando limites, como, por exemplo, o fato de as ações preferenciais não poderem ser superiores à metade do capital social.

Contando com 180 artigos em sua publicação original, este decreto teve a maior parte de seus dispositivos revogados pela edição da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, mais conhecida como a Lei das S.A.

Redigida pelos advogados José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, a pedido do ministro da Fazenda, Mario Henrique Simonsen, o documento foi assinado pelo presidente Ernesto Geisel (1974-1979) como uma das medidas tomadas pelo governo para recuperar o Mercado de Capitais brasileiro após a Bolha Especulativa de 1971.

Mas era preciso ir além. Estava claro que o mercado carecia de um novo arcabouço institucional.

Em 1974, o general Ernesto Geisel assume a Presidência da República e convida para o Ministério da Fazenda justamente o conceituado Mário Henrique Simonsen, que se abrigara como professor na Fundação Getúlio Vargas. Simonsen era reconhecidamente um entusiasta do mercado de ações como instrumento de capitalização das empresas e de democratização do capital. Alinhava-se mais com as ideias defendidas dez anos antes por Otávio Gouveia de Bulhões e Roberto Campos.

A economia brasileira continuava a crescer em ritmo acelerado, mas enfrentava problemas devido às duas grandes crises do petróleo que marcaram os anos 1970, que fizeram as cotações do barril de óleo cru saltarem de um patamar de US\$ 1,20/1,30 para cerca

de US\$ 13, decuplicando. O petróleo se tornou um insumo barato devido às descobertas de enormes reservatórios no Oriente Médio após a Segunda Guerra Mundial. E assim permaneceu até 1973, quando os principais produtores, reunidos em cartel – a Organização dos Países Exportadores de Petróleo, Opep, até hoje existente –, decidiram restringir a oferta e ocorreu o que ficou conhecido na história econômica como primeiro choque do petróleo.

O estopim da crise teve caráter político, também. Ao longo desta década, liderados pela Arábia Saudita, maior produtora de petróleo do mundo, vários países árabes promoveram um boicote de fornecimento aos Estados Unidos e a outras nações que se alinhavam com Israel. Desde a Guerra dos Seis Dias, em 1966, durante a qual Israel ocupou territórios vizinhos na península do Sinai, na Cisjordânia, nas montanhas de Golam e no Sul do Líbano, o Oriente Médio havia se transformado em um barril de pólvora.

Países que eram fortes importadores de petróleo, como o Brasil (que só produzia 15% das necessidades de consumo), começaram a acumular desequilíbrios no balanço de pagamentos e foram forçados a contrair mais dívidas em moeda estrangeira. O encarecimento dos combustíveis também pressionou a inflação, até então artificialmente contida por controles de preços. O Conselho Interministerial de Preços, órgão que funcionava no prédio do Ministério da Fazenda, no Rio, tinha de bater o martelo sobre as tarifas de ônibus de Salvador, por exemplo.

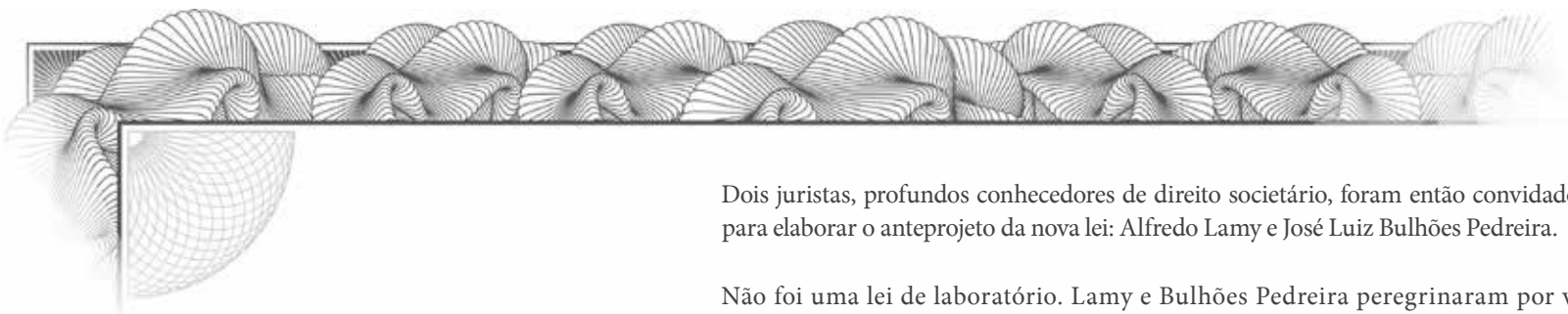
A economia precisava de ajustes e a recuperação do mercado acionário faria parte desse processo. Mas como restabelecer a confiança do investidor que fora atraído para as bolsas e amargara consideráveis perdas em suas carteiras?

Esse processo deveria começar por uma nova legislação, uma nova lei para reger sociedades anônimas. A antiga, até então em vigor (Lei nº 2.627, de 1940), refletia outros tempos e não dava a devida atenção ou proteção aos sócios minoritários.



General Ernesto Geisel, então presidente da República do Brasil

Presidência da República/Fotos Públicas



Dois juristas, profundos conhecedores de direito societário, foram então convidados para elaborar o anteprojeto da nova lei: Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira.

Não foi uma lei de laboratório. Lamy e Bulhões Pedreira peregrinaram por vários fóruns. Ouviram, debateram, opinaram. Quando o projeto daquela que ficou eternizada como Lei das Sociedades Anônimas foi enviado ao Congresso, estava suficientemente maduro, com o mercado previamente informado de suas diretrizes. O foco era tornar o investimento em papéis de emissão de companhias abertas (ações e debêntures<sup>17</sup>, em idos dos anos 1970) mais confiável. As companhias abertas, como passaram a ser chamadas, teriam de ser submetidas a uma nova relação com seus acionistas, com direitos e deveres.

No primeiro choque do petróleo, países que eram fortes importadores como o Brasil (que só produzia 15% das necessidades de consumo), começaram a acumular desequilíbrios no balanço de pagamentos e foram forçados a contrair mais dívidas em moeda estrangeira.

Tornou-se mandatória a divulgação de fatos e estabelecidas punições a administradores, conselheiros, sócios majoritários. A lei ainda previa distribuição obrigatória, sob a forma de dividendos, de 25% do lucro líquido (três anos seguidos de não distribuição transformariam os acionistas preferenciais em sócios com direito a voto, com capacidade de influir sobre a composição do conselho de administração); demonstrativos financeiros trimestrais, devidamente auditados; períodos de silêncio por parte dos administradores; direito de recesso aos sócios minoritários, com oferta pública de compra das ações nas condições oferecidas aos majoritários quando a operação envolvesse transferência de controle acionário; e obrigatoriedade de o mercado ser informado quando algum investidor assumisse uma posição significativa no capital da companhia aberta.

Mas houve também algumas frustrações. A lei preservou a possibilidade de as companhias manterem a relação de um terço das ações ordinárias, com direito a voto, e dois terços preferenciais sem direito. A lei refletiu, nesse aspecto, o receio que empresas brasileiras evitassem a abertura de capital devido ao risco de perda do controle acionário. Uma questão cultural, que levaria ainda alguns anos para ser superada. A regra atual define que a relação seja 50% para ações ordinárias com direito a voto e 50% de preferenciais sem direito a voto. Com a criação do Novo Mercado na então Bovespa, a parcela de ações em poder do público aumentou significativamente em várias empresas, mas esse é um tema que veremos mais à frente.

## Notas

---

**13. Bonificação:** remuneração paga ao acionista em decorrência de aumento de capital ocorrido pela incorporação de reservas. É efetuada na proporção da quantidade de ações que cada acionista detém, e pode ser paga na forma de ações (distribuição gratuita de ações aos acionistas) ou em dinheiro.

**14. Dividendos:** é a parcela do lucro líquido do exercício de uma companhia que, conforme proposta da administração e após aprovação da Assembleia Geral Ordinária, será distribuída aos acionistas.

**15. Negociação a termo:** é a negociação em que as partes assumem o compromisso (obrigação) contratual de comprar e vender determinado ativo, para liquidação em data futura, por preço fixado.

**16. CARVALHO, Ney.** A saga do Mercado de Capitais no Brasil. Saint Paul Editora, São Paulo, 2014, p.165.

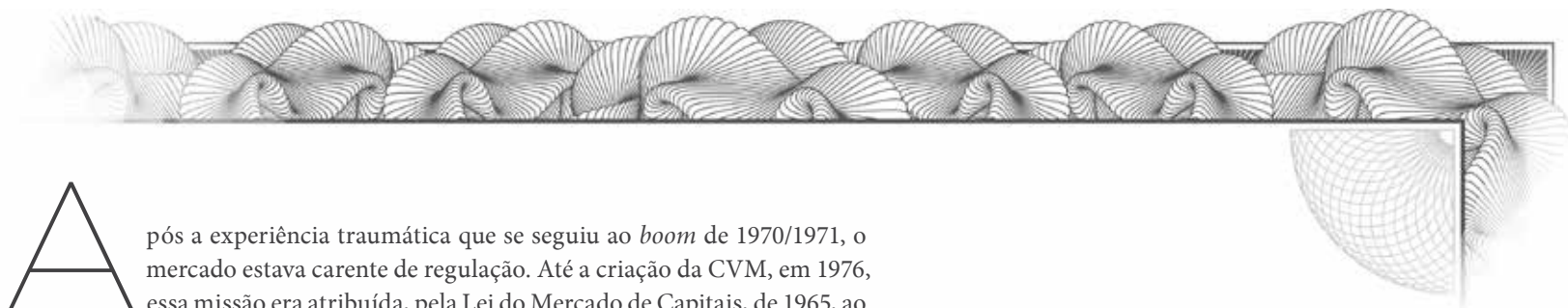
**17. Debênture:** título de dívida que gera um direito de crédito ao investidor.



Capítulo 3

# A regulação para a sustentabilidade

---



**A**pós a experiência traumática que se seguiu ao *boom* de 1970/1971, o mercado estava carente de regulação. Até a criação da CVM, em 1976, essa missão era atribuída, pela Lei do Mercado de Capitais, de 1965, ao Banco Central, que também era uma instituição nova na estrutura governamental. O Banco Central sucedeu a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), mas, na prática, por muitos anos houve uma duplicidade de autoridade monetária. O Banco do Brasil era simultaneamente um banco comercial, como qualquer outro, e agente financeiro do Tesouro Nacional. As câmaras de compensação<sup>18</sup> do sistema bancário estavam sob a égide do BB. Quando ganhavam ou perdiam na compensação, os bancos transacionavam entre si cheques do BB, lastreados com Letras do Tesouro Nacional (e garantia de recompra no dia seguinte).

Por causa dessa situação, o Banco Central ainda teria pela frente muito o que fazer para se firmar como autoridade monetária. E o Mercado de Capitais acabava sendo apenas um apêndice nessa tarefa.

Assim, promover a boa convivência entre o Bacen e a CVM foi uma das missões de Roberto Teixeira da Costa, o primeiro presidente do novo órgão regulador, embora ressaltando que recebeu apoio dos diretores do Banco Central.

Teixeira da Costa era um dos profissionais mais respeitados do mercado brasileiro de capitais. Começou a carreira em 1958 na Deltec, uma das instituições pioneiras do setor, e depois foi o responsável pela administração do fundo de crescimento Crescinco, disparado o maior do mercado de ações dos anos 60, e que estava sob a guarda da União de Bancos Brasileiros, a UBB, pertencente ao grupo Moreira Salles. Nesse pioneirismo, Teixeira da Costa foi um dos fundadores do Banco de Investimentos do Brasil, criado pelo grupo.

Aprovadas pelo Congresso Nacional e sancionadas as novas leis das S.A. e de criação da CVM, em dezembro de 1976, era preciso correr contra o tempo. Ministro da

Na página ao lado:  
Roberto Teixeira da  
Costa, à direita



Homenagem a Mário Henrique Simonsen, que deu nome ao auditório da atual sede da CVM

Fazenda, o professor Mário Henrique Simonsen era um entusiasta do Mercado de Capitais como mecanismo capaz de impulsionar a economia. Ao abrir capital e lançar ações, as empresas tinham a oportunidade de melhorar seu perfil patrimonial e financeiro, equilibrando a parcela de dívidas (crédito) com a de capital próprio. Fazer investimentos no mercado de ações também se tornou mais uma opção para pessoas físicas, que, tornando-se acionistas, passariam a ser beneficiários diretos e/ou indiretos dos resultados das companhias que operavam em bolsa.

No entanto, não há investimento sem risco, especialmente no Mercado de Capitais. Então, para desenvolver esse mercado, seria imprescindível um processo de aprendizado que envolvesse não apenas estreatantes, mas também agentes já estabelecidos, porém despreparados, à época, para a dimensão que se desejava alcançar com essa alavanca.

Simonsen achava que Teixeira da Costa seria a pessoa certa para conduzir a novíssima CVM. Não deixou registrado se propositalmente “vazou” a indicação de Teixeira da Costa para a mídia, mas efetivamente o nome dele passou a ser mencionado nas páginas de jornais antes de ter sido formalizado o convite ao futuro presidente da instituição. Em função disso, Teixeira da Costa conta que até esboçou uma argumentação para declinar do convite, caso viesse a ocorrer, de fato.

A conversa aconteceu na casa em que Teixeira da Costa vive desde 1961, no Jardim Paulista, em São Paulo. Na ocasião, o futuro primeiro presidente da CVM ponderou junto ao ministro da Fazenda a necessidade de a instituição ficar fora de Brasília. Simonsen concordou, porém disse que a sede tampouco poderia ser em São Paulo, opção politicamente inviável. Quando Teixeira da Costa tentou expor o primeiro dos seus argumentos, o ministro ignorou o rumo da conversa e foi logo falando sobre os desafios que a CVM teria pela frente. É claro que o convite foi aceito.

Roberto Teixeira da Costa seria empossado como presidente da CVM no dia 10 de maio de 1977. Da proposta do ministro Simonsen até a efetiva implantação da

CVM iriam decorrer 14 meses. Com o respaldo do ministro, e ajudado pelo chefe de gabinete Marco Antônio Moreira Leite, com o qual convivia desde os tempos de faculdade, Teixeira da Costa convidou para compor o primeiro colegiado da instituição nomes com experiência de mercado, tributação e conhecimento jurídico, os quais julgava necessários, nos meses que se seguiriam, para a interlocução com os diversos atores que iriam interagir com a CVM. O grupo era formado por Geraldo Hess, Jorge Hilário Gouvêa Vieira, Ney Oscar Ribeiro de Carvalho e Antônio Milão Rodrigues de Lima. E, no dia 14 de junho de 1977, todos estavam empossados.

Partindo do zero, sem estrutura física e burocrática, a CVM se abrigou inicialmente no anexo do Museu de Arte Moderna do Rio (MAM), em espaço cedido pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Ibmec, no Parque do Flamengo, próximo ao Aeroporto Santos Dumont. Esse anexo havia sido construído para a assembleia que o Fundo Monetário Internacional realizara no Rio de Janeiro, em 1967. Era uma construção improvisada, mas que foi utilizada anos pelo Ibmec, instituição derivada do departamento técnico da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, mas que já alçava voo próprio. O anexo foi derrubado nos anos 2000, quando o Ibmec já havia se mudado. Em seu lugar hoje está o pavilhão concebido originalmente pelo arquiteto Affonso Reidy, que projetou o MAM em 1958. Funciona como uma casa de shows.

Por ser uma construção improvisada, as goteiras em dias de chuva forte ficaram na memória daquele primeiro colegiado. Devido às características da CVM, que estaria também envolvida com o desenvolvimento do mercado, Teixeira da Costa achava importante que o colegiado não se envolvesse com a rotina diária. Para essa missão se encarregariam os superintendentes, profissionais tecnicamente preparados e escolhidos após um teste para executivos, aplicados por uma empresa especializada.


O primeiro superintendente-geral da CVM seria Francisco Gros, que anos mais tarde, no governo de Fernando Henrique Cardoso (PSDB, 1994-2003), viria a ocupar as presidências do Banco Central, do BNDES e da Petrobras.



Vista do prédio que abrigou a CVM na Rua da Quitanda, no Centro do Rio de Janeiro

Arquivo/CVM





Das salas improvisadas no Ibmec, a CVM se mudou para a Rua da Quitanda, nº 106, e para a Praça Pio X, nº 54, vizinha à Igreja da Candelária, ocupada por alguns meses. Em 1978 já estava em sua sede definitiva, à Rua Sete de Setembro, 111, no Centro do Rio de Janeiro.

## Uma casa independente

A sede da Comissão de Valores Mobiliários, à Rua Sete de Setembro, 111, fica no Centro do Rio de Janeiro, próxima a edificações históricas da cidade. O prédio, ocupado pela instituição desde 1978, se chama Cidade do Carmo, pois originalmente pertenceu ao grupo financeiro Ipiranga, cujo sócio fundador Júlio Cesar Luterbach era deste município fluminense, vizinho a Minas Gerais.

Como o grupo Ipiranga sofreu intervenção e depois entrou em processo de liquidação extrajudicial, a CVM adquiriu os imóveis do 26º ao 33º andar, com direito de uso do 34º, onde está instalado o auditório da autarquia, batizado de Mário Henrique Simonsen, em homenagem ao grande economista que, como ministro da Fazenda na época, foi um dos inspiradores da criação da CVM.

O edifício Cidade do Carmo tem espaço compartilhado entre escritórios e garagens do primeiro ao 25º andar. Com o passar dos anos, outros espaços foram incorporados ou alugados pela CVM. Atualmente, 15 andares do prédio são próprios e dois alugados pela autarquia.

Nos anos 1990, em que a sede esteve em Brasília, a CVM ficou abrigada no prédio da Siderbrás, *holding* das companhias siderúrgicas estatais que havia sido extinta pelo governo federal. Para Brasília se deslocou o Colegiado, a Assessoria Econômica e uma pequena equipe de apoio. Em 1995, a sede da CVM retornaria ao Rio, na gestão de Thomás Tosta de Sá.

Essa característica da CVM é vista pelo mercado como uma blindagem natural da autarquia. Está fora de Brasília e seu orçamento é praticamente todo voltado para custeio. Por isso, não tem sido alvo muito frequente de cobiça por parte de grupos políticos que apoiam os governos.

Mesmo longe da capital, a CVM precisou construir um necessário bom relacionamento com o Banco Central. As duas instituições eram, no início, como dois vizinhos que não se conheciam e pouco se cumprimentavam. Aos poucos, foram se entendendo. CVM e Banco Central têm hoje um convênio de colaboração e cooperação que é considerado um dos mais avançados em termos do setor público.

Teixeira da Costa tinha consciência de que, por mais que estivesse tecnicamente preparada, a CVM não deveria – e nem poderia – desestimular a autorregulação que o mercado, por meio das bolsas de valores, praticava com eficácia, na maioria das vezes. O mercado possui uma dinâmica que nenhuma autarquia, por mais moderna que seja, é capaz de acompanhar na velocidade desejável. Teixeira da Costa faz uma comparação com o trânsito nas cidades – não é possível ter um guarda em cada esquina para controlá-lo.

Simonsen queria a CVM como um órgão independente, com grande autonomia. Para dar mais autoridade à autarquia, fez com que seu presidente tivesse assento no Conselho Monetário Nacional.

Enquanto dava os primeiros passos no papel de órgão regulador, a CVM se empenhava em viabilizar alguns objetivos apontados como essenciais para o desenvolvimento do mercado de ações. A crise detonada em 1971 deixara evidente que eram necessários os investidores institucionais, que pudessem operar de maneira contracíclica. Em 1978, os fundos de previdência complementar<sup>19</sup> ganharam o arcabouço legal que os permitiria atuar nos mercados de renda variável<sup>20</sup>, mas com os devidos cuidados para proteger seus participantes e segurados. Era preciso eliminar, pouco a pouco, as restrições para que investidores institucionais mantivessem carteiras de ações. Companhias seguradoras<sup>21</sup>, por exemplo, não poderiam adquirir ações abaixo do valor nominal<sup>22</sup>, que é o preço que se atribuía contabilmente a cada ação emitida, o que afastava essas instituições do mercado, pela falta de flexibilidade e perda de oportunidades de negócios.

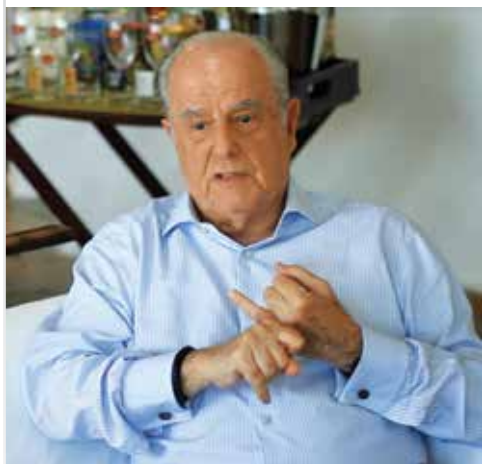
Nessa época, o governo deu sequência à abertura gradual do mercado para investidores estrangeiros. Inicialmente foi autorizada a constituição de fundos. Hoje, o mercado está acessível também a pessoas físicas domiciliadas no exterior.

Um contexto importante é que a CVM foi criada em pleno regime militar. Já havia um processo de abertura política, mas os presidentes desse período, todos marechais



Roberto Teixeira da Costa (ao centro), em reunião com diretores

Arquivo/CVM



Roberto Teixeira da Costa

ou generais de exército (quatro estrelas), foram eleitos indiretamente, pelo Congresso. As primeiras eleições diretas consideradas realmente livres para governadores, senadores, deputados e vereadores só ocorreriam em 1982. E, em 1989, para a Presidência da República.

Mesmo nesse ambiente de restrições às liberdades, Roberto Teixeira da Costa revela que jamais recebeu qualquer interferência de uma autoridade militar em seu trabalho. Quando foi apresentado, por Mário Henrique Simonsen, ao presidente Ernesto Geisel, o general manifestou a ele o desejo que a CVM se formasse como uma instituição sem distorções comuns no serviço público. Como presidente da República, Geisel se disse cansado de perder tempo corrigindo essas distorções.

Teixeira da Costa deixou a presidência da CVM em 12 de dezembro de 1979, já no governo do general João Figueiredo. Mário Henrique Simonsen havia saído do Ministério da Fazenda para assumir o Planejamento, função da qual se demitiu em agosto daquele ano. Foi sucedido por Karlos Rischbieter na Fazenda, que insistiu para que Teixeira da Costa e os demais membros do Colegiado permanecessem na CVM.

O próprio Rischbieter acabou saindo do ministério em janeiro de 1980. Teixeira da Costa achou que era momento de encerrar sua missão na CVM – seguia o conselho que o banqueiro e empresário Walther Moreira Salles, seu antigo chefe, tinha lhe dito certa vez: é preciso saber a hora de sair. O mercado já se habituara à existência do órgão regulador, que cobrava pelos serviços prestados e contava com orçamento autônomo. Mesmo assim, Teixeira da Costa se recorda que muitas pessoas atravessavam para o outro lado da rua quando o avistavam na mesma calçada, inconformados porque o Colegiado tinha a obrigação de julgar conhecidos de mercado, quase sempre por causa do uso de informações privilegiadas, que antes não era visto como algo grave. Nem todos conseguiram fazer a separação entre o indivíduo e a instituição. Não era o antigo colega Roberto Teixeira da Costa, assim como os demais membros do

Colegiado, que fazia o julgamento, mas sim cidadãos que temporariamente exerciam essa função pública, institucional.

No entanto, os avanços do período são inegáveis. Atos normativos eram submetidos previamente a consultas e audiências públicas, e divulgados com notas explicativas. A CVM foi inovadora no setor público ao ter um *ombudsman*, um sistema mais avançado de ouvidoria, que dentro da autarquia deve estar atento às críticas e reclamações que chegam de fora ou mesmo do âmbito interno, relacionadas ao atendimento da CVM ao público externo.

Na educação, a iniciativa inicial da CVM, com uma superintendência dedicada a esse propósito, mobilizou várias entidades e formou-se o Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais, o Codimec. Até 1989, ano de sua dissolução, em face de uma séria crise no setor, o Codimec executou bem as tarefas a que se propusera.

Quando Roberto Teixeira foi apresentado, por Mário Henrique Simonsen, ao presidente Ernesto Geisel, o general manifestou a ele o desejo que a CVM se formasse como uma instituição sem distorções comuns no serviço público.

Uma das maiores dificuldades da CVM foi a relação com as grandes empresas estatais cujas ações eram líderes das negociações em bolsa. Dirigentes dessas companhias reagiam às determinações da autarquia, como se para as estatais as regras fossem outras. Teixeira da Costa saiu da CVM antes que o órgão regulador viesse a enfrentar um dos casos mais espinhosos de todos os seus 40 anos e que ficou conhecido como Caso Vale, por ter como protagonista a mineradora estatal Vale do Rio Doce, que ganha foco no próximo capítulo. Coube ao Colegiado presidido por Jorge Hilário Gouvêa Vieira conduzir a investigação e julgar o processo.



**18. Câmaras de Compensação:** as câmaras de compensação, também chamadas de *clearing houses*, integram o sistema de pagamentos brasileiro em uma etapa pós-negociação de títulos ou ativos, nos procedimentos relacionados ao processamento, à compensação e à liquidação de pagamentos. No mercado de valores mobiliários, as câmaras atuam na compensação e na liquidação de operações em bolsas de valores, em bolsas de mercadorias e futuros, e de operações com derivativos financeiros. Caso o sistema de compensação e liquidação seja considerado pelo Banco Central do Brasil como sistemicamente importante, ele deverá assumir a posição de contraparte central das operações e contar com mecanismos e salvaguardas que lhes permitam assegurar a certeza da liquidação das operações nele compensadas e liquidadas. A compensação é o sistema de cálculo das obrigações ou direitos líquidos dos participantes do sistema, de forma que apenas os resultados líquidos de suas operações em relação aos outros participantes do mercado, tanto dos ativos negociados quanto dos valores financeiros, é que constituem de fato um direito ou obrigação contra o sistema. A liquidação é o processo final de extinção desses direitos ou obrigações, em que a transferência dos ativos e dos recursos financeiros efetivamente ocorre. Para viabilizar o fluxo dessas operações, os sistemas de compensação e liquidação atuam interligados a sistemas de custódia de valores mobiliários, para a liquidação dos ativos, como também a contas de liquidação no Banco Central do Brasil, para a liquidação financeira da operação.

**19. Fundos previdenciários:** fundos restritos constituídos para aplicação de recursos de entidades abertas ou fechadas de previdência privada; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios; planos de previdência complementar aberta e seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, de acordo com a regulamentação editada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados; e Fundo de Aposentadoria Programada Individual – FAPI.

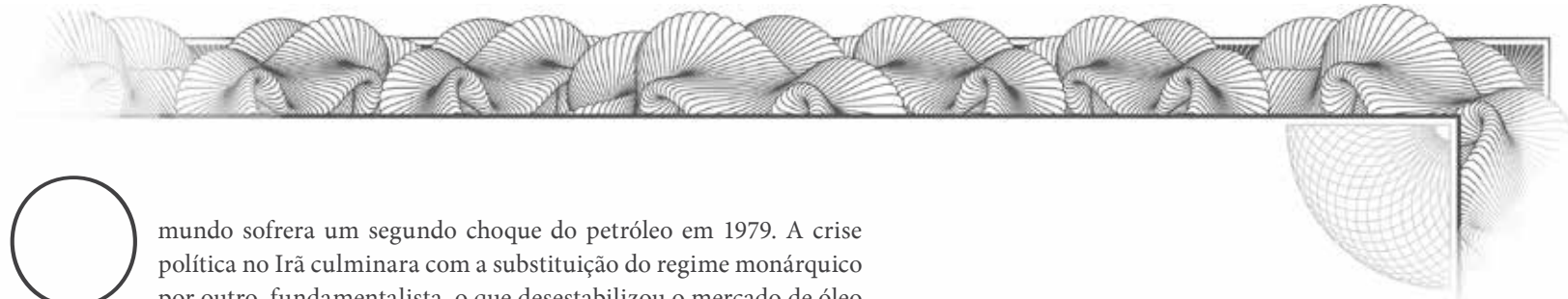
**20. Mercados de renda variável:** lei da Reforma Bancária (Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964), que reformulou o Sistema Financeiro Nacional, enquadrando as seguradoras como instituições financeiras, subordinando-as a novas disposições legais, sem, contudo, introduzir modificações de profundidade na legislação específica aplicável à atividade. As seguradoras são orientadas pelo Banco Central quanto aos limites de aplicação de suas reservas técnicas nos mercados de renda fixa e de renda variável. (NUNES, Aquiles Ferraz. *Glossário de Termos Econômicos e Financeiros: Mercado de Capitais, Financeiro e de Crédito*. Secif, Rio de Janeiro, 2008).

**21. Companhias Securitizadoras:** companhias de natureza não financeira, constituídas sob a forma de sociedades por ações, cuja finalidade é a aquisição de recebíveis, originados de diversos segmentos, como financeiro, agronegócio ou imobiliário, e a sua securitização, mediante a emissão e colocação no mercado de certificados de recebíveis imobiliários, certificados de recebíveis do agronegócio e outros valores mobiliários.

**22. Valor nominal:** valor convencionado para cada ação no estatuto da companhia. A legislação permite a existência de ações com e sem valor nominal.

Capítulo 4

Breve contexto  
econômico  
dos primeiros  
anos da CVM



O mundo sofrera um segundo choque do petróleo em 1979. A crise política no Irã culminara com a substituição do regime monárquico por outro, fundamentalista, o que desestabilizou o mercado de óleo cru, que continuava dominado pelo cartel formado pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo, Opep. As cotações saltaram para o patamar de US\$ 39 o barril. Dez anos antes o preço estava pouco acima de US\$ 1.

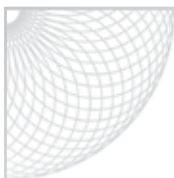
O Brasil já fazia um esforço para diminuir a dependência de petróleo importado. A produção nacional começara a aumentar com a entrada em operação dos primeiros reservatórios descobertos em 1974 na Bacia de Campos, litoral norte do Estado do Rio de Janeiro. O Proálcool<sup>23</sup>, programa para produção de etanol em larga escala, estava em curso. Iniciava-se uma era de busca de fontes alternativas de energia. O etanol seria adicionado à gasolina, em proporções de até 20%, ou diretamente em carros com motores adaptados para tal. Nesse sentido, o Brasil foi um dos pioneiros na busca de fontes alternativas ao petróleo, menos poluentes.

A construção de grandes hidrelétricas, como as de Itaipu (PR) e Tucuruí (PA), já havia começado. Um audacioso programa nuclear, fruto de acordo com a Alemanha, objetivava acrescentar mais nove usinas atômicas ao parque gerador de eletricidade.

Mesmo com pressões inflacionárias crescentes e contas externas deficitárias, o país não tirara o pé do acelerador. O II Plano Nacional de Desenvolvimento recebera muitas críticas por parte dos que consideravam necessário um ajuste, uma moderação no ritmo de crescimento. Mas eram tempos do Brasil Grande, com expansão da indústria de transformação e das fronteiras agrícolas.

O segundo choque de petróleo fez com que o país começasse a acordar para a realidade. Em 1980, a economia brasileira ainda cresceria quase 10%, mas, no ano seguinte, a retração do Produto Interno Bruto chegaria a quase 5%.





Para financiar o desequilíbrio das contas externas, o governo estimulava o endividamento das empresas em moeda estrangeira, especialmente as estatais que estavam sob seu controle direto. A dívida externa aumentava de maneira preocupante.

A política econômica refletia, na época, essa conjuntura confusa. Energia encarecendo, inflação em alta, taxas de juros subindo – devido a medidas restritivas adotadas pelas autoridades monetárias americanas. E o embate interno entre os que queriam pisar mais fundo e os que achavam que a hora era de frear.


### Inflação brasileira Variação (%) – 1960 a 1980

Anos 1960		Anos 1970		Anos 1980	
Ano	%	Ano	%	Ano	%
60	30,5	70	19,3	80	110
61	47,8	71	19,5	81	95
62	51,6	72	15,7	82	99
63	79,9	73	15,6	83	211
64	92,1	74	26,9	84	223
65	34,3	75	29,3	85	235
66	39,1	76	46,3	86	65
67	25,0	77	38,8	87	15
68	25,4	78	40,7	88	1.037
69	19,3	79	77,3	89	1.782

*Nota:*

Variação dezembro/dezembro do IGP-DI

Fontes: *Estatísticas históricas do Brasil. Séries Econômicas, Demográficas e sociais. 1550 a 1980*. 2. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 1990, p. 118 e 177. "25 anos de economia brasileira – estatísticas básicas". Avulso da revista *Conjuntura Econômica*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 26, nov. 1972, e diversos números mais recentes.



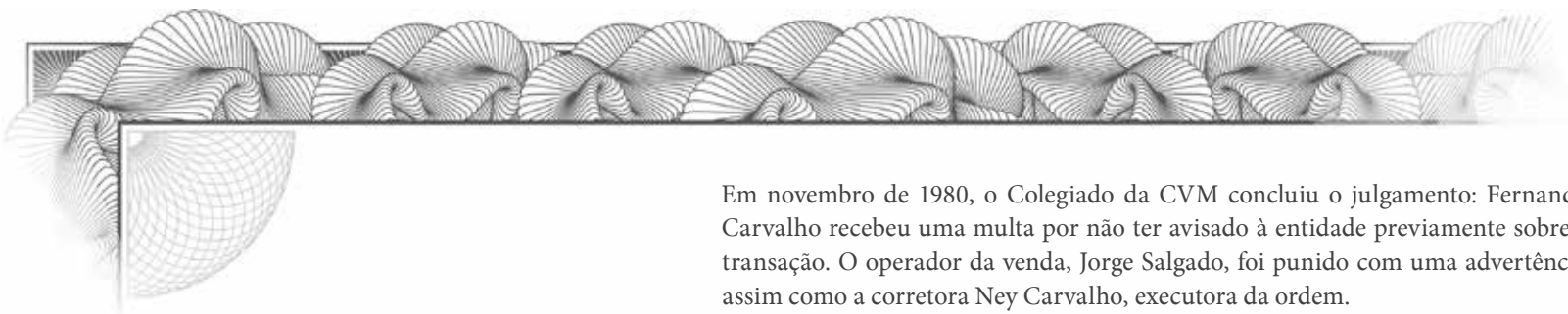
No dia 12 de março de 1980, negócios com ações da então estatal Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) chamaram atenção nas bolsas de valores. Em um só dia foram transacionadas 98 milhões de ações da empresa na Bolsa do Rio, o dobro da véspera e 20 vezes mais do que a média do mês anterior.

A operação repercutiu fortemente na imprensa. Os fatos relevantes, que comunicam oficialmente e proativamente essas operações, ainda não eram habituais, na época. Quem havia comercializado tamanho volume de papéis? Com a repercussão do caso, soube-se que o vendedor era o próprio governo. Versões sobre o fato começaram a surgir. O ministro da Fazenda, Ernane Galvêas, justificaria a operação pela necessidade de financiar o Proálcool. Outro motivo seria o temor que o mercado estivesse entrando em uma nova trajetória de valorização muito rápida, repetindo o que havia ocorrido em 1970-71, risco que as autoridades econômicas preferiam não enfrentar.

Em um primeiro momento, o negócio poderia ser classificado como rotineiro. Não o fora. A CVM abriria uma averiguação inusitada, pois entre os investigados estaria o próprio governo, mais especificamente o Banco Central, de onde havia partido as ordens de venda. Portanto, a autarquia teria de investigar um órgão umbilicalmente ligado ao Ministério da Fazenda, ao qual estava hierarquicamente jurisdicionado na estrutura do governo federal.

As ordens de venda foram executadas pela corretora da família do então presidente da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Fernando Carvalho. Por sua vez, irmão de Ney Oscar de Carvalho, que fez parte do primeiro Colegiado da CVM até fevereiro de 1978, do qual pedira demissão e fora substituído por Emanuel Schifferle. O advogado Jorge Hilário Gouvêa Vieira assumira a presidência da CVM no lugar de Roberto Teixeira da Costa, no final de 1979.

A investigação se estenderia por alguns meses, enquanto o caso era explorado politicamente no Congresso pela oposição.



Em novembro de 1980, o Colegiado da CVM concluiu o julgamento: Fernando Carvalho recebeu uma multa por não ter avisado à entidade previamente sobre a transação. O operador da venda, Jorge Salgado, foi punido com uma advertência, assim como a corretora Ney Carvalho, executora da ordem.

Ainda hoje um caso controverso, que é detalhado no capítulo seguinte sob a ótica da CVM, o episódio serviria de lição para todo o mercado. O governo jamais voltaria a negociar grandes quantidades de ações de forma semelhante. As empresas estatais começavam a perceber que deveriam acompanhar o comportamento das demais companhias abertas em relação a seus acionistas. E a instituição percebeu que marcos regulatórios teriam que ser aprimorados para que o episódio não se repetisse.

Jorge Hilário, de uma tradicional família de advogados, permaneceria à frente da CVM até 1981. Voltaria a ocupar cargos públicos, como a presidência do Instituto de Resseguros do Brasil, do Banco do Estado do Rio de Janeiro – Banerj, e Secretaria de Fazenda do Estado do Rio de Janeiro, além de participar de entidades representativas do setor segurador.

**23. Programa Nacional do Álcool – Proálcool:** foi implementado a partir de 1975, promovendo a substituição em larga escala dos combustíveis veiculares derivados de petróleo por álcool combustível, financiado pelo governo. Veio acompanhado por um programa de desenvolvimento de motores a álcool, reduzindo em 10 milhões o número de automóveis a gasolina no país. A decisão de produzir etanol a partir da cana-de-açúcar se deu por causa da baixa nos preços do açúcar refinado. O primeiro automóvel produzido em série, equipado com motor a álcool, foi o Fiat 147, lançado em 1979. O programa começou a ruir à medida que o preço internacional do petróleo baixava, tornando o álcool combustível pouco vantajoso tanto para o consumidor quanto para o produtor. Para agravar o problema, o preço do açúcar começou a aumentar no mercado internacional na mesma época.

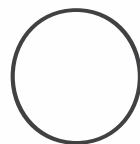


Capítulo 5

Fortalecimento  
como órgão  
regulador  
e o Caso Vale

---





○ Caso Vale foi traumático para o mercado, para a CVM e, pessoalmente, para o presidente da instituição, Jorge Hilário Gouvêa Vieira. Depois de pedir demissão, o advogado só voltou à CVM nos anos 2000, por motivos profissionais, pois participou como consultor de um estudo encomendado pelo órgão regulador à Nasdaq, o mercado de ações automatizado americano. Fora isso, pouco se pronunciou sobre o tema. Mas, para este livro que celebra os 40 anos da CVM, o ex-presidente oferece um depoimento revelador, aproveitando para analisar as circunstâncias da época.

Como um jovem advogado, Jorge Hilário se envolvia nos debates que antecederam a promulgação da nova Lei das Sociedades Anônimas, ao lado dos principais autores do projeto, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. A antiga lei era pouco considerada pelo próprio judiciário. Havia doutrina em torno dessa questão, mas nenhuma jurisprudência. Os acionistas desconheciam seus direitos. A divulgação relativa às empresas era sempre *a posteriori*, jamais antecipada. Os balanços não tinham a menor importância, pois eram considerados apenas para efeito de tributação.

E o debate se travou ainda sob o impacto da alta explosiva das bolsas de valores em 1970/71 e do *débâcle* que se seguiu. Especificamente no tocante à futura CVM, diz Jorge Hilário, “era uma discussão cheia de não-me-toques, porque o Banco Central era o todo-poderoso e, de certa forma, teria de abrir mão de poder para um novo órgão, atípico”. Optou-se então por restringir a CVM às ações e debêntures, e não aos valores mobiliários em geral. Por serem administrados por instituições financeiras, os fundos de investimento continuaram jurisdicionados ao Banco Central.

A diretoria de Mercado de Capitais do Banco Central era ocupada por Sérgio Ribeiro, um dos formuladores da lei promulgada em 1965 especificamente para o setor. Sérgio sabia da importância da CVM, mas tratava-se de um problema político naquele momento. A CVM então seria criada sem ter poderes iguais ou semelhantes aos da Securities and Exchanged Commission (SEC) dos Estados Unidos.



A lei manteve competência dupla em alguns itens, o que gerava conflitos entre os dois órgãos. A visão do Banco Central era um pouco mais conservadora. Mantinha informações em sigilo, assumindo assim toda a responsabilidade por proteger o público formado por correntistas e investidores.

Nesse quadro, era essencial que a futura CVM fosse conduzida por um nome de peso. Pensou-se em José Luiz Bulhões Pedreira, mas ele se considerava “velho” para a missão. “Tem de ser alguém mais jovem”, defendia. Assim, foi cotado Roberto Teixeira da Costa. “Nunca se soube quem o indicou. Talvez tenha sido o próprio Bulhões Pedreira”, comenta Jorge Hilário.

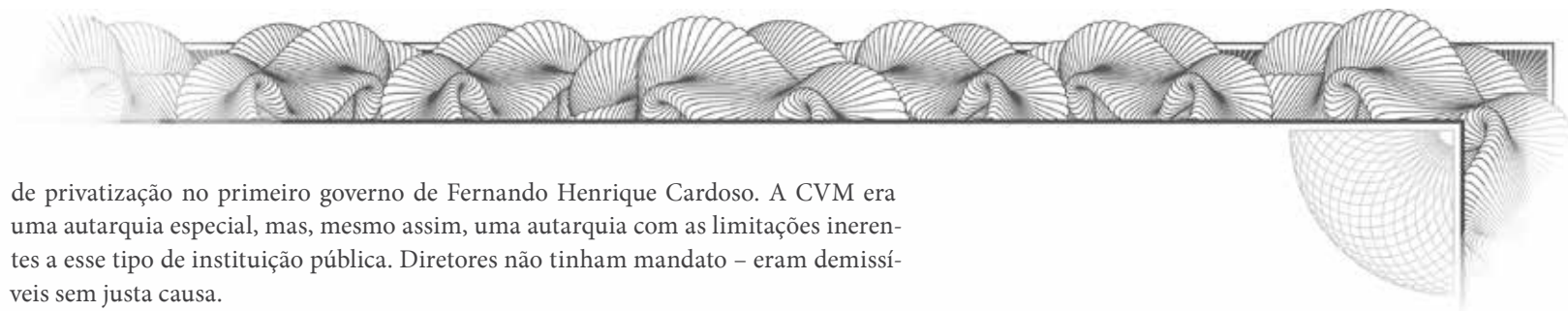
“Roberto fez uma montagem admirável, pois teve liberdade para escolher os diretores. O modelo adotado foi o do Colegiado. Os diretores não tinham funções específicas. O presidente tinha poder de decisão apenas para assuntos administrativos”, observa.

Durante o ano que tiveram para se estabelecer, diretores fizeram vários cursos, visitaram a Securities and Exchanged Commission – que estava completando 40 anos e divulgou um relatório sobre o período, a Comissão de Bolsas em Paris e na Itália.

Em Nova York, Jorge Hilário encontrou William Carey, que fora presidente da SEC no governo John Kennedy, e na época estava lecionando na Universidade de Colúmbia. Dois fatos o impressionaram na conversa. Primeiro, Carey não advogou mais depois de sair da SEC, considerando-se impedido, pois não poderia ficar contra o que havia defendido antes como autoridade. Segundo, a relação com Kennedy: ambos só estiveram juntos uma vez, quando o presidente formalizou o convite a Carey na Casa Branca. A audiência não durou mais que cinco minutos. Ao se despedir, na porta do Salão Oval, Kennedy disse a Carey que esperava não revê-lo enquanto fosse presidente, pois isso significaria que havia um sério problema a resolver.

Não existia ainda na legislação brasileira a figura do órgão regulador. As agências só viriam a ser criadas anos depois, com a quebra dos monopólios estatais e o programa





de privatização no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso. A CVM era uma autarquia especial, mas, mesmo assim, uma autarquia com as limitações inerentes a esse tipo de instituição pública. Diretores não tinham mandato – eram demissíveis sem justa causa.

Para conquistar independência em relação ao Ministério da Fazenda e ao Banco Central, resolveu-se que a CVM ficaria no Rio, e não em Brasília. As duas principais bolsas e a maioria das companhias abertas estavam no Sudeste. O mercado era relativamente pequeno na época. Praticamente todos se conheciam. Portanto, o que iria ser fiscalizado era o comportamento de pessoas conhecidas. Se, além disso, a CVM tivesse de lidar com o governo, ficaria mais difícil.

Para blindar a instituição contra influências partidárias, o Colegiado optou por uma política de pessoal não tradicional no serviço público. Privilegiou-se mais o mérito que o tempo de serviço. O mercado era carente de gente preparada e a CVM se dispunha a ajudar formando pessoal. Não era visto como pecado que técnicos fossem trabalhar no mercado depois de saírem de lá. Havia até mecanismos de expulsória para os empregados que passassem certo tempo na autarquia. “Precisávamos de uma instituição que unisse teoria à prática, e a CVM inicialmente cumpriu esse papel”, acredita Jorge Hilário.

Em 1978, foram realizados os primeiros concursos públicos para preencher o quadro de pessoal da CVM. Foram abertas vagas para os cargos técnicos e de apoio operacional, contudo, para a área jurídica, foi feito um concurso diferente. Entre 2 mil candidatas, foram selecionados 40, que eram contratados para fazer um curso. No fim do período, os 20 melhores eram convidados para integrar a CVM. “Nesse primeiro curso, se destacaram Luiz Cantidiano, que viria a ser diretor e depois presidente da CVM, e Paulo Aragão, hoje um renomado advogado no direito societário”, relembra.

Cargos de confiança também só poderiam ser preenchidos com aprovação unânime do Colegiado. “Foi assim que escolhemos Francisco Gros para ser o primeiro Supe-





rintendente-Geral”. Gros viria a ser diretor da CVM em 1980-1981, presidente do Banco Central, do BNDES e da Petrobras.

“As batalhas precisavam ser ganhas pouco a pouco. Éramos um órgão regulador ou fiscalizador? Nós nos considerávamos reguladores. A fiscalização não poderia ser um fim em si mesmo. Era mais meio que fim. Queríamos evitar o xerife. Se a fiscalização descobria algo errado, indagávamos se seria o caso de educar, punir ou modificar a lei. Queríamos difundir o comportamento ético pelo mercado”, assinala.

Jorge Hilário compara, com graça, aquele grupo pioneiro na CVM a “um bando de doidos”, porque, em plena ditadura militar, prognosticava a abertura de informações. “Os jornais estavam ávidos por notícias e só encontravam certa liberdade na seção de economia. Nosso assessor de imprensa, Kléber Paulistano, reunia repórteres uma vez por semana para divulgar algo que pudesse interessá-los.”

E assim começaram a aparecer os primeiros casos. O das sobras de subscrição de ações, por exemplo. Papéis que não eram subscritos pelo mercado eram rotineiramente empurrados pelos bancos de investimento para as carteiras dos Fundos 157, compostos com recursos de incentivos fiscais de contribuintes do Imposto de Renda, que administravam. “Chamamos todos os bancos e demos um mês para eles resolverem essa questão”, lembra.

Outro episódio foi quando o banqueiro Gastão Vidigal, do Banco Mercantil de São Paulo, resolveu comprar o Banco do Comércio e Indústria de São Paulo S.A. (Comind, fundado pela elite cafeeira paulista em 1889) sem nada comunicar ao mercado. Jorge Hilário, pela CVM, e Evaristo Confort, pelo Banco Central, foram à capital paulista conversar com o banqueiro, que era conhecido por ser duro, e às vezes áspero, com seus interlocutores. Jorge Hilário já o conhecia e se surpreendeu ao serem recebidos cordialmente. Na saída, Vidigal despediu-se convidando Jorge Hilário para um almoço, quando viesse a São Paulo. Já com Evaristo, que não conhecia, fez um convite em aberto para um café.

O primeiro escândalo que a CVM teve de lidar na imprensa foi uma notícia estampada na capa do *Jornal do Brasil*, que trazia a foto de um vazamento de óleo apontada como sinal de descoberta de petróleo na Bacia de Santos pela Petrobras. Dias antes, aumentara o número de ordens de compra de ações da empresa.

A CVM ainda não tinha poderes para agir nessa situação, e o resultado da investigação foi um relatório, “bem arrogante”, segundo o próprio Jorge Hilário, pois definia como o poder público e a imprensa deveriam se comportar. “Típico de pessoas da iniciativa privada chegando ao governo”, pondera. Antes da divulgação, Simonsen leu o relatório e pediu para cortar a parte referente ao governo, mantendo apenas as recomendações à imprensa. “Constatamos aí que só seríamos respeitados quando os jornais publicassem que a CVM era a SEC brasileira, o que levou 20 anos para ocorrer.”

O primeiro escândalo que a CVM teve de lidar na imprensa foi uma notícia estampada na capa do *Jornal do Brasil*, que trazia a foto de um vazamento de óleo apontada como sinal de descoberta de petróleo na Bacia de Santos pela Petrobras. Dias antes, aumentara o número de ordens de compra de ações da empresa.

Após uma forte desvalorização da moeda brasileira, o cruzeiro, a CVM reuniu empresários, auditores externos e banqueiros preocupados com o aumento do endividamento e o impacto da medida, adotada pelo governo federal, sobre o passivo das companhias abertas. Ernane Galvêas, no comando do Banco Central, soube da reunião e ligou para Jorge Hilário, indagando se ele não iria consultar o BC. Como respondeu que não, Galvêas desligou o telefone.



Jorge Hilário cita, ainda, outro episódio com o mesmo Ernane Galvêas para ilustrar essa falta de reconhecimento da CVM na época. “Quando ele foi nomeado ministro da Fazenda, na qualidade de presidente da CVM me apresentei a meu novo chefe. Como que se desculpando, Galvêas foi logo me dizendo que naquele momento não tinha como me oferecer nada melhor do que eu continuar na própria CVM...”

Era uma visão predominante entre autoridades na época – o importante era o Banco Central. Junto com a Fazenda, a responsabilidade sobre tudo que acontecia no mercado seria do BC. Nessa visão, a CVM era equiparada a uma “seção” do Banco Central, uma gerência.

Jorge Hilário ficou na expectativa de enfrentar algum problema dentro do próprio governo. Não demorou muito.

Abril de 1980. O mercado de ações entrara em trajetória de alta violenta. Muitas negociações a termo alimentando movimentos especulativos e um grande volume de ordens provenientes de São Paulo sendo executado no pregão da Bolsa do Rio.

Faltando dez minutos para encerramento do pregão, um volume gigante de vendas ocorreu, lembra Hilário. “Não tínhamos o mercado na tela do computador. Não acompanhávamos o movimento em tempo real. Mas, mesmo assim, entrou na minha sala o superintendente de Mercado avisando sobre o que estava acontecendo. Liguei para o presidente da Bolsa do Rio, Fernando Carvalho, que respondeu: “Te explico já.”

“Avisei que iria suspender a operação se não houvesse um motivo justo. Mais tarde, chegaram na sede da CVM o próprio Fernando Carvalho e Luiz Tápias, superintendente da Bolsa. Soube, então, que a ordem de venda havia sido dada pelo governo.”

A reação de Jorge Hilário foi dizer que eles não podiam ter feito isso. Ligou para o ministro Galvêas: “Aconteceu alguma coisa?”

O presidente da CVM informou ao ministro que havia ocorrido a venda maciça de ações da Vale, e perguntou-lhe se ele estava sabendo disso. A resposta foi não. “Avissei que teria de cancelar a operação e que estava indo para a Brasília. Galvêas disse que tinha compromisso para jantar e não poderia me receber naquela noite. Insisti que precisávamos conversar antes da abertura do pregão das bolsas no dia seguinte e combinamos um café da manhã na casa dele”, relata.

Hilário e outro diretor da CVM, Horácio Mendonça Neto, seguiram em voo noturno para a capital federal e lá encontraram Antônio Milão, também diretor. “Para saber se os jornais iam publicar algo no dia seguinte, liguei para o editor de Economia do *Jornal do Brasil*, Silvio Ferraz, que eu conhecia. Ele já estava dormindo. Liguei então para Paulo Henrique Amorim, então editor chefe do *JB*, que não estava sabendo de nada.”

O trio passou a noite em claro. “Estava em jogo a vida da CVM. Chegamos, nós três, às seis da manhã na casa funcional do ministro. Na ocasião, o presidente do Banco Central, Carlos Geraldo Langoni, também ficava na mesma casa, quando estava na capital federal. Esperamos até sete, quando apareceram Galvêas e Langoni.”

Ao ser indagado pelo ministro como estavam as coisas, Jorge Hilário se disse preocupado. E por quê? “Vou cancelar a operação com as ações da Vale”, afirmei. “Não pode”, disse o ministro, completando: “O Banco Central tem motivos”.

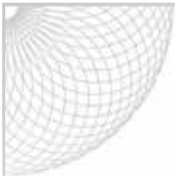
Na conversa, o presidente da CVM disse que, se não cancelasse a operação, teria de abrir um inquérito. Galvêas disse que poderia fazer isso, que não haveria problema. “Horácio Mendonça sugeriu que fossemos embora e pedíssemos demissão. Langoni tentou argumentar que o mercado de ações não era diferente dos outros mercados e o ministro ponderou que nada havia saído na imprensa”, continua. Na verdade, o extinto *Jornal do Commercio*, do Rio, noticiara o que havia acontecido. “Pensei comigo: ‘se sair agora, a CVM perde a razão de existir. A única maneira de evitar



Daniel Oliveira

Jorge Hilário, ex-presidente da CVM, em entrevista para o jornalista George Vidor



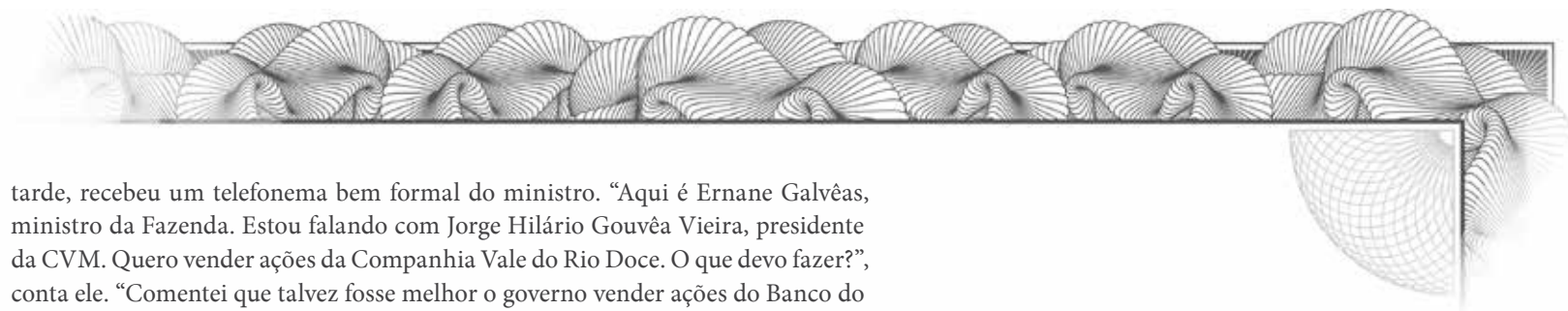


isso é continuar e abrir o inquérito”. Perguntei a Galvêas o que eu devia dizer à imprensa. O ministro me sugeriu que falasse sobre o comportamento do mercado e experimentasse, no fim, defender a operação. Voltei para o Rio e, ao desembarcar no Galeão, me esperava uma fotógrafa do *Jornal do Brasil*, Mabel Arthou. Na edição do dia seguinte, o *JB* publicaria na primeira página uma foto minha, abatido (tinha passado a noite em claro!). Passei em casa e depois fui me encontrar com Paulo Henrique Amorim. Queria ajudá-lo a fazer um editorial me espinafrendo, cobrando atitude. Precisava dessa pressão, de apoio para abrir o inquérito.”

Em abril de 1980, o ministro da Fazenda, Ernane Galvêas, soube por Jorge Hilário, presidente da CVM, da venda em massa de ações da Vale. Hilário avisou que teria de cancelar a operação e pegou um voo na mesma noite para Brasília.

O editorial saiu na edição de sexta-feira. Galvêas então chamou Jorge Hilário para um almoço no Rio. Durante o almoço, ocasião em que reafirmou que abriria o inquérito, recebeu um recado para passar no escritório de Bulhões Pedreira. “Fui ao escritório dele e, chegando lá, o encontro acompanhado de Alfredo Lamy, autores das leis das S.A. e da criação da CVM”. Ambos se mostraram solidários. “O governo não podia fazer isso com a CVM. Tenho certeza que Galvêas não percebeu a loucura feita”, comentou Bulhões Pedreira à Jorge Hilário.

Em seguida, Bulhões Pedreira contou que estava preparando um artigo para publicar na edição de domingo do *Jornal do Brasil* intitulado “O império da lei”. “Esse foi um dos artigos mais críticos, mais violentos, que li em época de ditadura. Por deferência ao ministro, Bulhões Pedreira contou que iria avisar Galvêas sobre o texto e que o publicaria caso o governo não voltasse atrás, cancelando a operação.” Do escritório do advogado, Jorge Hilário seguiu para a sede da CVM. No fim da



tarde, recebeu um telefonema bem formal do ministro. “Aqui é Ernane Galvêas, ministro da Fazenda. Estou falando com Jorge Hilário Gouvêa Vieira, presidente da CVM. Quero vender ações da Companhia Vale do Rio Doce. O que devo fazer?”, conta ele. “Comentei que talvez fosse melhor o governo vender ações do Banco do Brasil. E ele respondeu que iria analisar meus conselhos.”

O episódio deixou a impressão que o ministro achava as normas da CVM impraticáveis. “Imagine o presidente da CVM dizendo ao ministro da Fazenda que procedimentos deveria adotar...”, pontua.

Não foi a única ligação bombástica da tarde. Bulhões Pedreira avisou a ele que o artigo iria sair. Iniciou-se o inquérito sobre o caso na CVM. Foi um período complicado por causa da pressão que o governo fez na autarquia, na época, informa Jorge Hilário. “Soube que pediram a minha cabeça, mas Galvêas não concordou em me demitir. Na investigação não descobrimos nada. Ninguém se aproveitou e nem houve uso de informação privilegiada. Pela imprensa, vários “oráculos” viviam dando opinião, escrevendo artigos. No Congresso, a oposição aproveitou para criar uma CPI, que foi presidida pelo então senador Tancredo Neves.”

Chegou o momento do julgamento. A cúpula da CVM esperou que Galvêas retornasse de uma reunião do Fundo Monetário Internacional, nos Estados Unidos. A legislação ainda não permitia à autarquia punir manipulações de preços. Poderíamos punir o intermediário, que não tinha cumprido as normas.

“Após o julgamento sabia que não poderia permanecer na CVM, mas fiquei aguardando pelo fim da CPI no Congresso. Quando o então futuro presidente Tancredo Neves (PMDB) deu por encerrado os trabalhos, apresentei minha carta de demissão ao ministro Galvêas, em caráter irrevogável. Era junho de 1981. Voltei para o Rio e liguei para o ministro Golbery do Couto e Silva, chefe da Casa Civil do presidente João Figueiredo (1979-1985). Queria que ele soubesse por mim do pedido de demissão, e não por meio de terceiros. Golbery me atendeu e disse que eu fizera



Ernani Galvêas (terceiro, da direita para a esquerda, ao lado de Armínio Fraga) durante a comemoração dos 50 anos do Banco Central

muito bem em pedir demissão. E falou: “Quem sabe faz a hora, não espera acontecer”, conta Jorge Hilário, que menciona o refrão da música *Pra não dizer que não falei das flores*, de Geraldo Vandré, que havia sido um símbolo contra o regime militar, em 1968. No dia seguinte, Golbery também pediria demissão. Parece que pouco antes da conversa, coincidentemente, ele havia recebido o relatório com as conclusões do inquérito que o Exército promovera sobre o fatídico atentado no Riocentro.

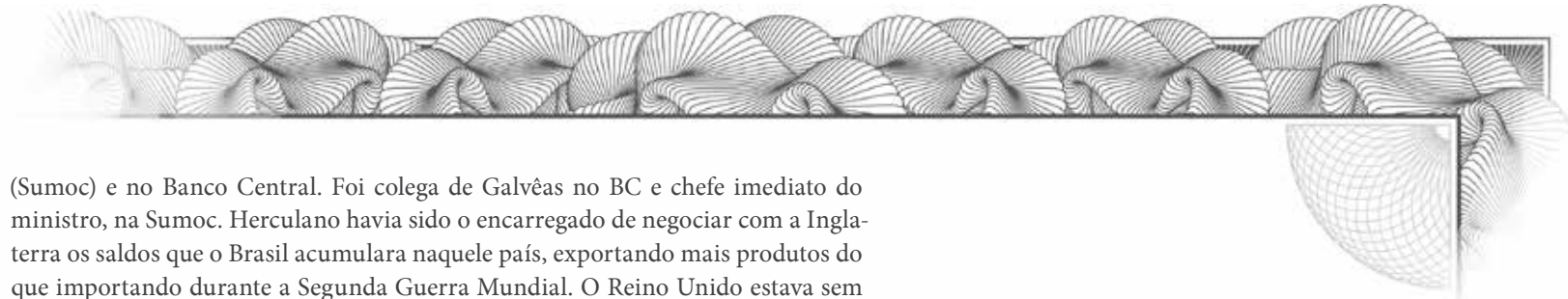
Parênteses: no suposto atentado, um sargento morreu e um capitão saiu ferido com a explosão de uma bomba que teria sido colocada no veículo, segundo o relatório, o que contrariava outras evidências. Os militares teriam sido vítimas de um atentado, e não os autores, segundo o mesmo documento, que causou perplexidade na época.

Jorge Hilário ainda permaneceu por um mês na presidência da CVM. Por sorteio, foi o relator do processo conhecido como Caso Vale. Os advogados do governo quiseram impugnar sua relatoria. Se isso tivesse acontecido, o governo é que teria sido condenado. Ele votou pela absolvição. Os diretores Antônio Milão e Alberto Dumortout o acompanharam. Os diretores Francisco Gros e Horácio Mendonça votaram pela condenação.

A repercussão do julgamento foi bem negativa na imprensa. Por intermédio de amigos, que intercederam junto a Evandro Carlos de Andrade, diretor de redação na época, o voto de Jorge Hilário foi publicado por *O Globo*, na íntegra, e sem comentários, na página 2 da edição da segunda-feira seguinte ao julgamento, que ocorrera em uma sexta-feira.

Hoje, Jorge Hilário acha que todo esse episódio se apagou no tempo. Manteve relações cordiais com o ministro Galvêas depois que ele deixou o governo. Em uma das vezes que se encontraram, o ministro comentou: “Às vezes a gente erra...”

Herculano Borges da Fonseca foi quem sucedeu a Jorge Hilário na presidência da CVM. Era antigo funcionário da extinta Superintendência da Moeda e do Crédito



(Sumoc) e no Banco Central. Foi colega de Galvêas no BC e chefe imediato do ministro, na Sumoc. Herculano havia sido o encarregado de negociar com a Inglaterra os saldos que o Brasil acumulara naquele país, exportando mais produtos do que importando durante a Segunda Guerra Mundial. O Reino Unido estava sem condições de oferecer ao Brasil os produtos que o país necessitava de fato. A cobrança foi alvo de muitas críticas por parte da imprensa inglesa, que acusava o Brasil de não reconhecer o esforço feito pela Inglaterra para derrota das forças do Eixo.


Antes de ir para a CVM, Herculano estava dirigindo o Instituto Ibmecc, o que o aproximara do Mercado de Capitais.

Jorge Hilário transmitiu o cargo para Herculano. Por via das dúvidas, o ministro Galvêas pediu para ler antes o discurso que ele, Jorge Hilário, iria fazer na solenidade de sucessão do posto.



Capítulo 6

# Inflação, congelamento de preços e Plano Cruzado



Um período que se seguiu ao Caso Vale seria mais tranquilo para a solidificação da CVM. Sob a gestão de Herculano Borges da Fonseca, que esteve à frente da autarquia de julho de 1981 a março de 1985, ampliou-se o diálogo tanto com o Banco Central como com as companhias estatais abertas. Funcionário público de carreira, desde a antiga Sumoc, Herculano tinha bom trânsito com o BC e evitou atritos nos casos em que havia responsabilidades compartilhadas entre os dois órgãos. As estatais custaram a aceitar o princípio de que eram reguladas pela CVM nas questões relativas ao Mercado de Capitais. Herculano preferiu não entrar em conflito com essas companhias. Chegou a defender publicamente a Petrobras em uma ocasião que o balanço da estatal foi posto em xeque por analistas de mercado. O Banco do Brasil continuou também a relegar recomendações da CVM para que não discriminasse empresas de auditoria estrangeiras na contratação de auditoria externa de seus resultados financeiros.

Os primeiros anos da década de 1980 foram bem difíceis para a economia brasileira. As reservas cambiais se esgotaram – chegaram a ficar negativas – e, em dezembro de 1982, o país negociou um acordo com os bancos credores. Os próprios bancos criaram comitês de gerenciamento desse acordo, dividido em quatro partes, com aval do Fundo Monetário Internacional. Nos anos que se seguiram, a política econômica foi conduzida norteando-se por esse ajuste.

O regime de câmbio era o de minidesvalorizações cambiais, praticamente diárias. O ajuste nas contas externas obrigou o governo a promover uma maxidesvalorização da moeda brasileira, pressionando ainda mais a inflação, que virara, novamente, uma dor de cabeça para os brasileiros. Empresas que estavam endividadadas em moeda estrangeira – incluindo várias estatais – sentiram o impacto dessa maxidesvalorização e tornaram-se inadimplentes. Reajustes salariais deixaram de ser anuais, passaram a semestrais e depois a trimestrais, porém com redutores sobre os percentuais de aumento, escalonados conforme os patamares de vencimentos. Sobre outros mecanismos de indexação também foram aplicados redutores, na tentativa de conter o efeito da inflação passada sobre os preços.

Na página ao lado:  
eleições indiretas, em  
janeiro de 1985





Eleição indireta de Tancredo Neves, no Colégio Eleitoral, em janeiro de 1985

Nesse contexto, o Mercado de Capitais se retraiu. Todas as atenções se voltaram para as transações com títulos públicos. Foi a era das operações *overnight*. Lucros financeiros se tornaram mais expressivos que os resultados operacionais das empresas.

O ambiente político do país caiu em ebulição. Uma campanha em favor de eleições diretas para a Presidência da República tomou conta das ruas. A oposição ganhava corpo no Congresso e se aliou a deputados e senadores governistas descontentes. Essa aliança permitiu que o candidato da oposição, o então governador de Minas Gerais, Tancredo Neves, fosse vitorioso, mesmo em uma eleição indireta. Como candidato a vice-presidente, na mesma chapa, concorreu o senador José Sarney, que até poucos meses antes liderava o PDS, principal partido de apoio ao governo.

João Batista Figueiredo, o último general presidente, deixaria o poder no dia 15 de março de 1985. Iniciava-se, naquela data, um período de redemocratização que ficou conhecido como Nova República. Mas, infelizmente, de maneira traumática. O país desconhecia que Tancredo Neves estava seriamente enfermo. A doença foi mantida em segredo, mas poucas horas antes da sua posse na presidência, seu estado de saúde se agravou e ele teve de ser internado às pressas no Hospital de Base, em Brasília. Na condição de vice-presidente, José Sarney foi empossado (Figueiredo se recusou a lhe transmitir a faixa presidencial) enquanto o país aguardava, atônito, a recuperação de Tancredo. Já idoso, o presidente eleito não resistiu à doença e faleceu no dia 21 de abril de 1985, causando uma grande comoção nacional.

Sarney cumpriria todo o mandato, até 1990, mas fazendo muitas concessões ao PMDB, partido do qual não se originara e fora adversário. O processo inflacionário se agravava e a resposta que o governo deu foi o lançamento do Plano Cruzado, calcado inteiramente no congelamento de preços e sob a batuta de um ministro da Fazenda carismático, Dílson Funaro. O Cruzado foi inicialmente um sucesso, que se refletiu nas urnas em novembro de 1986, quando o PMDB elegeu a grande maioria de governadores, senadores e deputados.

No entanto, o congelamento causava distorções na economia e houve um desabastecimento crescente. O governo apelaria para iniciativas populistas, como, por exemplo, a apreensão “de bois no pasto” em momento que a carne bovina desaparecera dos mercados atacadista e varejista. O país voltaria a ter fortes desequilíbrios em suas contas externas, e recorreu a uma moratória em fevereiro de 1987. O congelamento seria gradualmente abandonado, fazendo com que a inflação ressurgisse vigorosa.

A heterodoxia não seria descartada, no entanto. O novo ministro da Fazenda, Bresser Pereira, tentaria reorganizar a indexação de preços, salários e aluguéis, enquanto partia para uma renegociação da dívida pública externa, buscando apoio de governos mais ricos, em especial os Estados Unidos. O plano de Bresser não daria o resultado esperado e, após alguns meses, o ministro deixaria o governo. Foi substituído por Mailson da Nóbrega, cujo plano econômico significava um retorno à ortodoxia e, por isso, foi por ele mesmo batizado de “feijão com arroz”. Ou seja, se faria o básico para reorganizar a economia.

O Congresso estaria mobilizado para a elaboração de uma nova Constituição, destinada a remover o arcabouço jurídico-institucional que o regime militar deixara de herança. Promulgada em 1988, a Constituição restabeleceu liberdades democráticas, como eleições diretas para todos os níveis de governo, e deu ênfase aos direitos humanos, aumentando as responsabilidades do Estado perante os cidadãos.

O Mercado de Capitais passou pelo período retraído, com taxas de juros novamente muito elevadas. Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da CVM, escreveria um artigo, em fevereiro de 1988, mostrando como esses juros tinham impacto negativo sobre o desenvolvimento. O período da Nova República marcaria a CVM com uma sucessão de presidentes: Adroaldo Moura da Silva, de março de 1985 a abril de 1986; Victorio Bhering Cabral (de abril a agosto de 1986); Luiz Otávio da Motta Veiga, de setembro de 1986 a janeiro de 1988; Arnoldo Wald, de janeiro de 1988 a março de 1989; e Martin Wimmer, de abril de 1989 a 27 de março de 1990.



Processo de elaboração da Constituição Federal

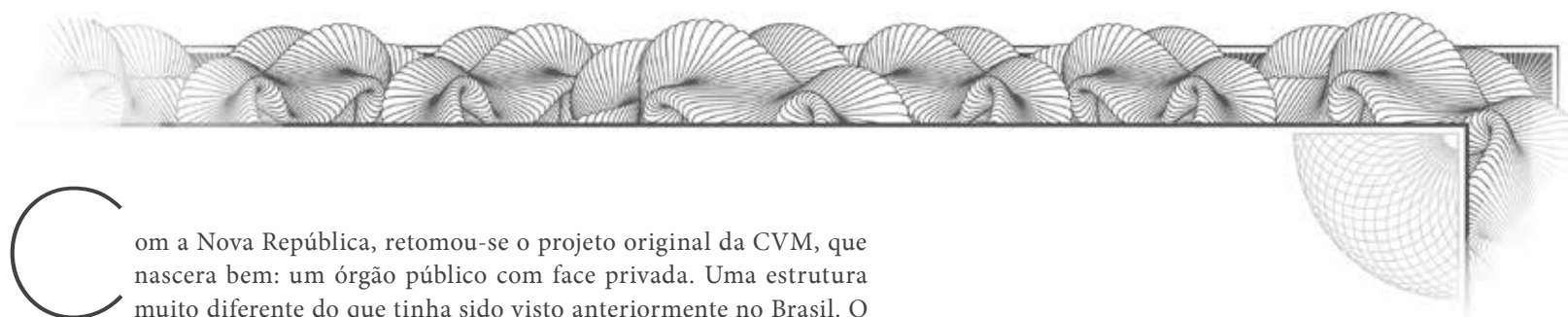
Arquivo - Agência Senado / Fotos Públicas



Capítulo 7

# A regulação do Mercado de Capitais no início da Nova República

---



Com a Nova República, retomou-se o projeto original da CVM, que nascera bem: um órgão público com face privada. Uma estrutura muito diferente do que tinha sido visto anteriormente no Brasil. O corpo técnico era formado por funcionários com carteira de trabalho assinada, nos moldes de empregados do setor privado, e alguns funcionários requisitados de outros órgãos públicos.

A rotatividade de presidentes da CVM durante a Nova República é explicada pela dificuldade que profissionais oriundos de grandes empresas encontraram para executar o que pretendiam à frente da autarquia. Se por um lado a instituição tinha poder decisório sobre questões relacionadas ao mercado acionário, por outro não possuía autonomia nem para comprar passagens aéreas para que algum de seus dirigentes pudesse ir a uma reunião de trabalho. Permaneciam por mais tempo os presidentes e diretores que já tinham um cargo público, pessoas desejosas de servir ao país ou que vissem na CVM uma oportunidade de se projetar profissionalmente e retornar ao mercado privado posteriormente. Nem todos tinham habilidade, ou estômago, para lidar com a coisa pública.

Os anos 1990 constituíram um período traumático para a CVM, marcado por um movimento especulativo, concentrado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que ficou conhecido como Caso Nahas. O foco dessa especulação foi o mercado de derivativos. A CVM era comandada por Martin Wimmer, um servidor público que chegou a ser processado criminalmente, embora na época a amplitude das responsabilidades da autarquia fosse muito limitada. Wimmer deixou a CVM 11 meses depois de assumir o cargo e retomou sua carreira no serviço público.

Com a Constituição de 1988, foi instituída a previsão do regime jurídico único para todos os órgãos públicos. Em 1990, já no governo Fernando Collor de Mello (PRN, 1990-1992), os empregados celetistas da CVM se tornariam servidores federais. O quadro de pessoal se tornaria mais permanente que transitório.

Na página ao lado:  
Fernando Collor de Mello é eleito  
presidente da República através  
do voto direto



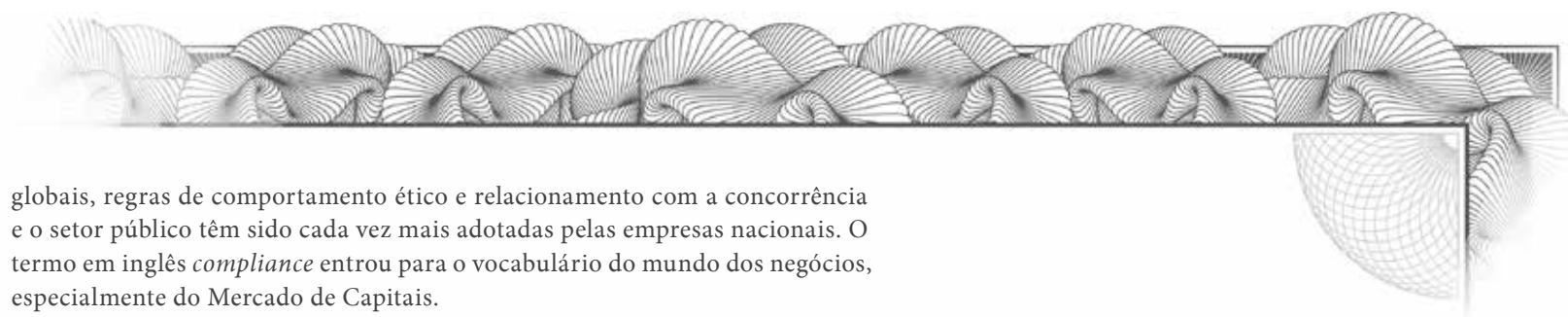
Quatro funcionários de carreira da CVM chegaram a diretor<sup>24</sup>: Isabel Bocater, Wladimir Castelo Branco, Eli Loria e Roberto Tadeu Antunes Fernandes.

A gestão de Ary Oswaldo seria marcada pela iniciativa relevante de abrir o mercado acionário brasileiro para investidores estrangeiros. A iniciativa seria fundamental, anos mais tarde, no processo de globalização dos mercados. A possibilidade de investidores de outros países negociarem ações no Brasil contribuiu para uma formação de preços mais ajustada às tendências internacionais.

No governo de Collor, primeiro presidente da República eleito por votação direta, após a redemocratização, um conceituado advogado de São Paulo, Ary Oswaldo Mattos Filho, foi escolhido para comandar o órgão regulador. A gestão de Ary Oswaldo seria marcada pela iniciativa relevante de abrir o mercado acionário brasileiro para investidores estrangeiros. A iniciativa seria fundamental, anos mais tarde, no processo de globalização dos mercados. A possibilidade de investidores de outros países negociarem ações no Brasil, e de empresas abertas do país emitirem papéis ADRs e BDRs<sup>25</sup> no mercado americano, por exemplo, contribuiu para uma formação de preços mais ajustada às tendências internacionais. O que também aumentou as responsabilidades dos administradores das companhias abertas, dos intermediários financeiros e dos órgãos reguladores. Regras contábeis e tributárias precisaram ser adequadas a essa realidade.

E a questão da transparência, da governança corporativa, entrou finalmente na ordem do dia das companhias brasileiras. Mais recentemente, em face de escândalos de corrupção e fraudes desvendados ao redor do planeta envolvendo empresas com ações negociadas em bolsa ou títulos emitidos nos mercados





globais, regras de comportamento ético e relacionamento com a concorrência e o setor público têm sido cada vez mais adotadas pelas empresas nacionais. O termo em inglês *compliance* entrou para o vocabulário do mundo dos negócios, especialmente do Mercado de Capitais.

A transferência da sede da CVM para Brasília também seria uma iniciativa de Ary Oswaldo. O então presidente acreditava que a proximidade com o legislativo federal, as cortes superiores de Justiça e o alto escalão do governo facilitaria o trabalho de mudanças que considerava necessárias na legislação.

## Notas

---

24. Até o fechamento deste livro, em novembro de 2016.

25. **ADRs:** American Depositary Receipt, ou Recibos de Depósitos Americanos. **BDRs:** Brazilian Depositary Receipt, ou Recibos de Depósito Brasileiros.

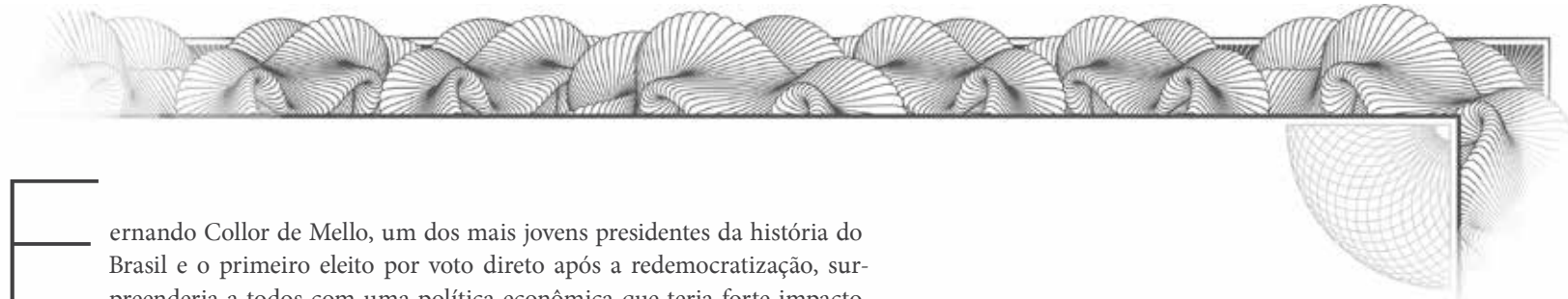


Capítulo 8

# Abertura do mercado

Sergio Lima-ABY/Fotos Públicas



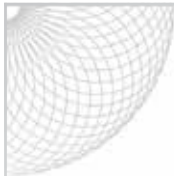


Fernando Collor de Mello, um dos mais jovens presidentes da história do Brasil e o primeiro eleito por voto direto após a redemocratização, surpreenderia a todos com uma política econômica que teria forte impacto sobre a atividade produtiva e os diferentes mercados. O primeiro passo do governo seria o bloqueio de recursos mantidos em aplicações financeiras (inclusive cadernetas de poupança) e contas bancárias não só das pessoas físicas como das empresas. O propósito seria causar um choque monetário capaz de eliminar de uma vez a inflação crônica que atormentava os brasileiros e distorcia o sistema econômico. Foi um choque, especialmente para a classe média, que passou a ver o “congelamento da poupança” como um tormento que sempre poderia voltar a acontecer. Foram necessários anos para que a confiança dos poupadores fosse reconquistada. Este foi o cenário que influenciaria Ary Oswaldo Mattos Filho no comando da CVM, a partir de 2 de janeiro de 1990.

O bloqueio de ativos financeiros e contas bancárias é visto até hoje como uma das maiores polêmicas do período republicano – especialmente porque se mostrou ineficaz com o passar dos meses. Mas o fracasso da medida também parece ter servido de lição para que nenhum governante tente novamente recorrer a tal temeridade, por romper com um dos princípios básicos de sustentação dos mercados, a credibilidade. A quebra de confiança talvez seja um dos maiores adversários de qualquer política econômica.

Mas, mesmo nesse ambiente de perplexidade, a CVM, sob a presidência de Ary Oswaldo, tomou iniciativas que foram importantes para o desenvolvimento do Mercado de Capitais e que viriam a render muitos frutos décadas depois. Um dos exemplos mais marcantes foi o chamado Anexo 4, instrumento pelo qual a legislação permite que empresas brasileiras lancem papéis de renda variável em bolsas de valores no exterior, e que investidores estrangeiros possam comprar diretamente ações em bolsas brasileiras. O Anexo 4 substituiu o Anexo 3, que só permitia a investidores estrangeiros estarem presentes no mercado de ações brasileiro por meio de fundos de investimentos criados e administrados no Brasil.

Na página ao lado:  
o movimento estudantil Caras-Pintadas  
foi uma das marcas do processo de  
impeachment de Collor



O Anexo 4 quebrou vários tabus. Temia-se que o lançamento de ações brasileiras no exterior esvaziasse as bolsas de valores no país, o que não aconteceu. E que a possibilidade de investimentos estrangeiros diretos em ações viesse a causar ainda mais volatilidade no câmbio, pela circulação de capitais nômades e oportunistas.

“O Banco Central tinha receio de movimentos especulativos que contribuíssem para perda de controle sobre o fluxo cambial. Mas esse temor se revelou infundado, na prática”, lembra Ary Oswaldo, ressaltando que investidores estrangeiros e institucionais viabilizaram 90% dos IPOs (*Initial Public Offering*, ou Oferta Pública Inicial de ações no Mercado de Capitais) que ocorreram nos últimos anos no Brasil.

Ary Oswaldo sentia a necessidade de conduzir a CVM de maneira afinada com o Banco Central, presidido na época por Ibrahim Eris. “Passava pelo gabinete dele quase todas as noites. E, em uma dessas conversas, fiquei sabendo que o Banco Central encaminhara ao Palácio do Planalto uma proposta de Medida Provisória acabando com os cheques ao portador.

Perguntei: ‘por que não estender a iniciativa às ações?’”

Ao longo de sua história, o Brasil passou por muitas crises com origem no balanço de pagamentos. O câmbio por muitas vezes foi o calcanhar de Aquiles da política econômica e é até compreensível que autoridades monetárias tenham reagido como gatos escaldados diante de um processo de abertura que no início da década de 1990 ainda parecia ser uma novidade nos mercados que começavam a se globalizar.

O Anexo 4 iria, nos anos seguintes, ser decisivo para que outros passos fossem dados no sentido de abertura da economia brasileira.



Outra decisão importante foi o fim dos títulos ao portador. Ary Oswaldo sentia a necessidade de conduzir a CVM de maneira afinada com o Banco Central, presidido na época por Ibrahim Eris. “Passava pelo gabinete dele quase todas as noites. E, em uma dessas conversas, fiquei sabendo que o Banco Central encaminhara ao Palácio do Planalto uma proposta de Medida Provisória acabando com os cheques ao portador. Perguntei: por que não estender a iniciativa às ações? Eris e outros diretores do BC concordaram e ali mesmo trabalhamos no novo texto. A Medida Provisória foi para o Planalto e Collor assinou. Não havia mais razão séria e nem necessidade técnica para as ações continuarem ao portador, pois já tinham se tornado escriturais, sem emissão física, em papel. O fim desta característica certamente evitou desvios de caixa nas empresas, manipulações nos mercados e operações de *insiders*<sup>26</sup>. Facilitou também investigações posteriores sobre esses casos”, ressalta Ary Oswaldo.

Responsáveis pelos fiscos federal e estaduais comemoraram. E os mercados reagiram diante do fato consumado. Hoje ninguém tem mais saudades dos títulos ao portador. Não houve resistência do Congresso em aprovar tanto a Medida Provisória como a abertura do mercado brasileiro de ações para investidores estrangeiros.

Ary Oswaldo permaneceu à frente da CVM durante todo o governo Collor, mas paralelamente assumiu a função de coordenador da comissão que estudava a reforma fiscal. A pedido do então ministro da Fazenda, Márcio Marques Moreira, continuou na autarquia à espera de um substituto. Collor foi afastado do governo em um processo de impeachment no Senado, sob acusação de receber recursos de origem escusa angariados pelo tesoureiro de sua campanha eleitoral, Paulo Cesar Farias. PC Farias, como era conhecido, foi assassinado em Alagoas, supostamente pela amante em 26 de junho de 1996, quatro anos depois do afastamento de Collor. Interinamente, e depois de maneira definitiva, com a confirmação do impeachment, o vice Itamar Franco (PMDB, 1992-1995) assumiu a Presidência da República e substituiu os ministros e a equipe econômica



Ary Oswaldo permaneceu à frente da CVM durante o governo Collor





Itamar Franco, presidente que sucedeu Fernando Collor

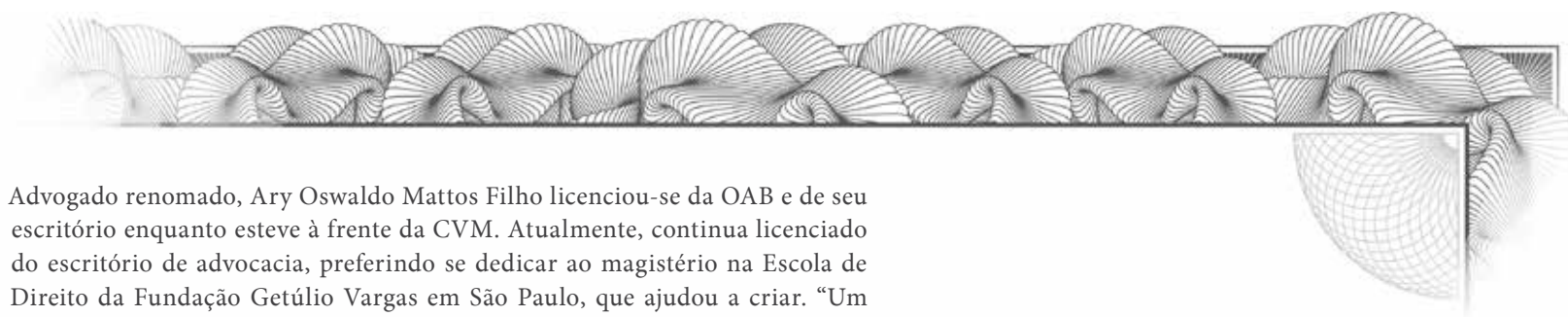
de Collor, embora o último gabinete tenha sido composto por pessoas notórias e reverenciadas. Um gabinete de salvação nacional, como se dizia na época, que incluía o ministro Marcílio Marques Moreira.

Ary Oswaldo desistiria da comissão de reforma fiscal após uma conversa com Itamar. “Depois dessa conversa com o presidente Itamar Franco, eu e o economista Sérgio Werlang preferimos não seguir na comissão, pois não vimos possibilidade de aprovação da reforma fiscal na direção que estávamos trabalhando”, recorda.

Ary Oswaldo viveu fortes emoções à frente da CVM, pois herdou, de Wimer, a responsabilidade de administrar as consequências de um episódio dos mais marcantes do Mercado de Capitais brasileiro: a quebra da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em decorrência do Caso Naji Nahas. O esquema especulativo do investidor libanês radicado no Brasil também abalaria a Bovespa.

Portanto, quando Ary Oswaldo assumiu, o estrago estava feito. Ele conta que, nesta época, Nelson Carvalho e Arthur Escocho, que integraram o Colegiado da instituição, acompanharam diariamente o fechamento do caixa das bolsas para verificar a possibilidade de abrirem no dia seguinte. E por tabela quase arrastaria a Bolsa de Valores de São Paulo. As bolsas, especialmente a carioca, levariam alguns meses para se reerguerem, pois tiveram suas finanças seriamente abaladas, porque Nahas não honrara um grande volume de operações no mercado futuro de opções (vide *A saga do Mercado de Capitais no Brasil*, de Ney Carvalho, páginas 239 e 240). O episódio Nahas suscitaria, na época, um inquérito criminal conduzido pela Polícia Federal. A companhia capitaneada por Nahas – uma seguradora – sofrera intervenção federal.

A experiência no setor público foi desgastante para Ary Oswaldo. “Uma foto tirada por um jornalista do *Globo* me mostrou tão abatido e cansado que pedi uma cópia para emoldurá-la, e, assim, servir como alerta para que eu nunca mais me sentisse tentado a voltar ao setor público, devido ao desgaste físico e emocional pelo qual passei”, brinca.



Advogado renomado, Ary Oswaldo Mattos Filho licenciou-se da OAB e de seu escritório enquanto esteve à frente da CVM. Atualmente, continua licenciado do escritório de advocacia, preferindo se dedicar ao magistério na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo, que ajudou a criar. “Um amigo americano da Universidade de Harvard uma vez comentou comigo porque preferia o mundo acadêmico ao que fazia antes, advogando em Nova York. Certamente ele ganhara bem mais trabalhando para Wall Street. Mas lá, dizia ele, tinha de pensar como os clientes, e na universidade pensava como ele mesmo. Atualmente eu também prefiro essa segunda opção, me dedicando à Escola de Direito.”

Ary Oswaldo condicionou sua ida para a CVM à possibilidade de indicar os demais membros do Colegiado. Desse Colegiado fizeram parte, por exemplo, Luiz Cantidiano, que mais tarde viria a presidir a instituição, e René Garcia, que também, posteriormente, assumiria a Superintendência de Seguros Privados (Susep).

## Notas

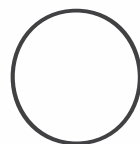
---

26. *Insider*: é a pessoa em posse de informação privilegiada (material e não pública) referente a uma companhia ou emissor de valores mobiliários. Há duas categorias: os *Insiders* Primários, pessoas ligadas à companhia ou ao emissor, ainda que temporariamente, e que obtêm a informação privilegiada de forma direta; e *Insiders* Secundários, pessoas que têm acesso à informação privilegiada, direta ou indiretamente, por meio dos *Insiders* Primários.

Capítulo 9

# O Plano Real





o julgamento do Caso Nahas não ficou nas mãos de Ary Oswaldo. Passou pelas gestões de Luiz Carlos Piva e Roberto Faldini até ser concluído na presidência de Thomás Tosta de Sá, que esteve à frente da CVM entre dezembro de 1993 e agosto de 1995.

Em 1989, Naji Nahas – que se notabilizara por operações financeiras ultraespeculativas – capitaneou um movimento para concentrar negócios no mercado futuro de opções da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. O volume de negócios e os preços das ações caíram fortemente quando esse movimento foi interrompido, após a suspensão do financiamento para compra e venda de ações. A Bolsa do Rio quase entrou em colapso ao ter que honrar as posições a descoberto assumidas por Nahas.

O controverso Caso Nahas originou um inquérito e depois um processo na CVM. “A especulação faz parte de qualquer mercado. Mas a manipulação de preços é inaceitável, é crime”, reitera Thomás, passados vários anos do julgamento.

Na época, o presidente da CVM só votava em caso de desempate ou de necessidade de quórum nos julgamentos. Mas Thomás fez questão de votar naquela vez. Por cinco votos, o Colegiado da CVM condenou Nahas administrativamente a uma multa de R\$ 10 milhões e o proibiu de voltar a operar no mercado. Nahas acabou sendo absolvido mais tarde pela justiça comum.

O primeiro convite para que Thomás Tosta de Sá assumisse a autarquia foi feito em 1991, por ocasião da saída de Ary Oswaldo. Mas ele, então já um experiente profissional de mercado, preferiu declinar. Fez as contas e, com o que receberia de vencimentos na função, concluiu que seria obrigado a conviver com um déficit significativo no orçamento familiar.

Porém, o desejo de enfrentar o desafio permaneceu, e, quando recebeu um segundo convite, em dezembro de 1993, não titubeou. Fernando Henrique Cardoso era o





Ex-presidente da República  
Fernando Henrique Cardoso

ministro da Fazenda do governo Itamar Franco. E o secretário executivo do Ministério, ao qual a CVM está hierarquicamente vinculada, era Clóvis Carvalho, ex-colega dos tempos do Colégio Santo Inácio, no Rio.

Thomás tinha a seu favor esses canais de interlocução com a Fazenda, que viriam, de fato, facilitar a execução das tarefas que vislumbrava para a CVM. Como habitual jogador de peladas e de futebol society, marcou um tento no primeiro minuto de “partida”.

Ministros da Fazenda não vinham prestigiando posses de dirigentes da CVM e ele conseguiu que Fernando Henrique – cujo nome já aparecia como eventual candidato à sucessão de Itamar Franco à Presidência da República – participasse, desta vez, da solenidade. A posse foi realizada em São Paulo, cidade que já abrigava as principais entidades ligadas ao Mercado de Capitais. Era importante que o mercado constatasse que a CVM voltava a ser prestigiada pelos altos escalões do governo. Thomás era engenheiro de formação, trabalhara como executivo financeiro em São Paulo e era bem conhecido no meio, pois mantinha residência na capital paulista.

Recuperar o prestígio da CVM não era uma questão de mera vaidade pessoal. O primeiro passo era arrumar a casa.

Pela mesma razão que recusara o primeiro convite para presidir a autarquia, Thomás percebeu que o corpo técnico da instituição estava com vencimentos muito defasados, se comparados aos demais entes governamentais, como o Banco Central, a Susep, o BNDES, entre outros. “O presidente da CVM recebia cerca de R\$ 1.500,00 mensais na época; e o superintendente-geral, R\$2.200,00. Poucos se mantinham nessa função, pois eram logo atraídos pela remuneração do setor privado”, lembra ele.

O antecessor de Thomás, Luiz Carlos Piva, havia preparado um projeto para corrigir essa defasagem, mas não tinha conseguido com que o governo levasse a iniciativa adiante. “Sou lateral-direito, faço marcação cerrada”, recorda, recorrendo

novamente à imagem do futebol para explicar como obteve sucesso na proposta de dar “dignidade à remuneração dos funcionários da CVM”.

E, assim, uma Medida Provisória foi editada com novos valores e critérios de remuneração do corpo técnico da CVM, restrito a 290 funcionários no Rio, 20 em Brasília e 20 em São Paulo. Para que a MP fosse rapidamente aprovada, Thomás foi direto ao líder da bancada do governo na Câmara, o então deputado Germano Rigotto. Já fazia com frequência visitas a deputados e senadores para explicar o que era a CVM, pois, algumas vezes, mudanças na legislação são necessárias para dar mais substância a atos normativos do órgão regulador. Rigotto lhe informou que a Medida Provisória da CVM não estava entre as MPs que tinham sido negociadas para aprovação por acordo de lideranças no Congresso. Thomás correu de volta para a Fazenda e só relaxou quando foi informado que o Gabinete Civil da Presidência da República iria incluir a MP da CVM na lista de negociação.

Thomás tinha a seu favor esses canais de interlocução com a Fazenda, que viriam, de fato, facilitar a execução das tarefas que vislumbrava para a CVM. Como habitual jogador de peladas e de futebol society, marcou um tento no primeiro minuto de “partida”. Seu primeiro gol com a camisa da CVM foi conseguir a presença de Fernando Henrique Cardoso na posse de dirigentes da instituição, o que há muito não ocorria.

O Mercado de Capitais estava cheio de novidades, para as quais aguardava o pronunciamento do órgão regulador. Instruções normativas da CVM passam por audiências públicas. Ou seja, os regulados são ouvidos em relação a futuras regulações. E assim foi com as instruções relativas ao chamado venture capital – investimentos de risco em empresas emergentes –, aos fundos imobiliários e aos certificados de investimentos em projetos audiovisuais.



Thomás Tosta de Sá

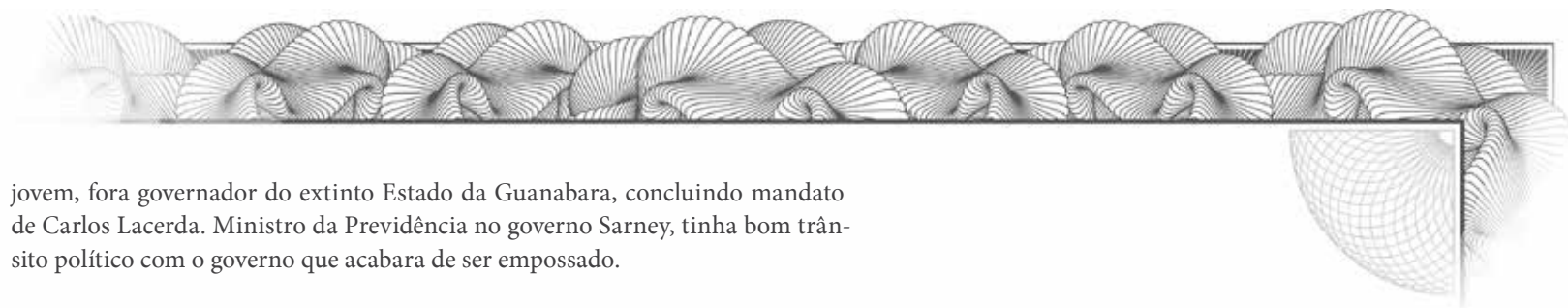
“Tínhamos como filosofia evitar delírios regulatórios. Esse parecia ser o caminho que tomara a regulação dos certificados da indústria do audiovisual. O mercado não funcionaria. E a regulação deve ser para o mercado funcionar”, ressalva.

O Plano Real, lançado em fevereiro de 1994 com a criação da URV, vencera a etapa da troca de moeda em julho daquele ano. O Brasil se acertara com os credores externos, a inflação crônica e aguda sofrera uma queda abrupta, e a economia brasileira precisava se reintegrar ao mercado internacional. Ao menos no tocante ao Mercado de Capitais, a atração de investidores estrangeiros passava por um processo de resgatar o respeito da CVM junto a seus pares lá fora.

A CVM se afastara desse convívio – em função dos próprios problemas da economia brasileira e das dificuldades orçamentárias domésticas da autarquia. Não participava nem mesmo das subcomissões relacionadas aos países em desenvolvimento na entidade que reúne as CVMs no mundo, a International Organization of Securities Commissions (Iosco).

Thomás reaproximou a CVM brasileira da Securities and Exchanged Commission (SEC), americana, e também da Iosco. Nesse esforço, o Brasil assumiu a presidência do Comitê das Américas, em substituição ao presidente da US SEC, posição almejada pelo Canadá, e também assumiu o Comitê Interamericano da Iosco. O diálogo com as congêneres era, assim, restabelecido.

No início de 1995, com Fernando Henrique Cardoso já empossado presidente da República, Thomás teve “um lance de sorte”, segundo suas próprias palavras. O estado do Rio de Janeiro enfrentara um longo período de esvaziamento econômico e político – com reflexos sociais negativos profundos – e Fernando Henrique, carioca de nascimento, mas paulistano por adoção, decidiu fazer um gesto que deixasse evidente a disposição de seu governo de mudar esse quadro. Nomeou Raphael de Almeida Magalhães como secretário especial das ações federais no Rio. Político respeitado, Raphael tinha com Thomás um gosto em comum: o futebol. Ainda bem



jovem, fora governador do extinto Estado da Guanabara, concluindo mandato de Carlos Lacerda. Ministro da Previdência no governo Sarney, tinha bom trânsito político com o governo que acabara de ser empossado.

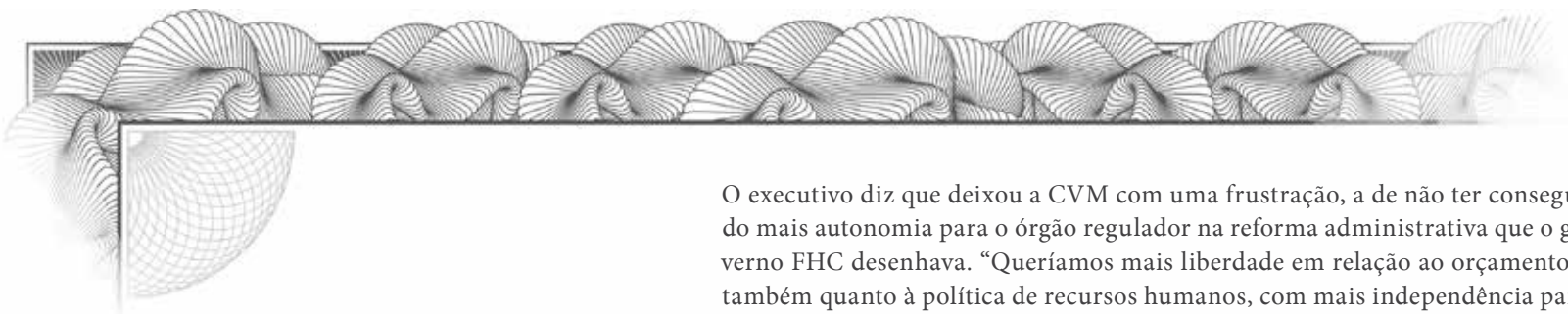
Na posse de Raphael, que Fernando Henrique fizera questão de prestigiar, Thomás aproveitou a oportunidade para lembrar ao presidente que seria uma verdadeira homenagem ao novo secretário se a sede da CVM voltasse a ser no Rio, onde fora criada em 1976. Quando esteve à frente da autarquia, Ary Osvaldo Mattos Filho decidiu transferir a sede para Brasília na esperança que uma convivência mais próxima com os altos poderes da República facilitasse o trabalho da autarquia. Isso não se revelou depois tão necessário e até demonstrou ser, na prática, um risco para uma entidade que havia sido formada com características diferentes dos demais órgãos públicos – as agências reguladoras, com missões semelhantes às da CVM, somente surgiriam a partir de 1995. Era preciso preservar a CVM de influências políticas, mantendo-a como um órgão eminentemente técnico.

O presidente Fernando Henrique Cardoso concordou com a sugestão e pediu ali mesmo para que o ministro da Fazenda, Pedro Malan, tomasse as providências.

O retorno da sede da CVM seria oficializado na cerimônia em que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro comemorava 150 anos.

O trabalho na CVM motivava Thomás, mas para ele foi impossível conciliar a função com o sustento da família, devido ao teto da remuneração para o cargo. “Certa vez, em uma conversa com o ex-presidente Geisel, disse a ele que na CVM estava cumprindo finalmente o meu serviço de reservista. Eu vivia na época com dinheiro emprestado por meu filho, logo ele que se preparava para casar. É claro que me cobrava”, relembra. Publicamente, Thomás Tosta de Sá revelou que essa era a única razão que o levava a deixar a CVM em agosto de 1995, após “um ano, sete meses e dez dias.”





O executivo diz que deixou a CVM com uma frustração, a de não ter conseguido mais autonomia para o órgão regulador na reforma administrativa que o governo FHC desenhava. “Queríamos mais liberdade em relação ao orçamento e também quanto à política de recursos humanos, com mais independência para admitir e demitir. Como condutor da reforma administrativa, o então ministro Luiz Carlos Bresser Pereira me concedeu a primeira audiência. Mas infelizmente não avançamos como gostaríamos”, afirma.

Thomás nunca cortou os laços com o Mercado de Capitais. Aos 77 anos, é o presidente executivo do Instituto Ibmecc, onde prossegue uma cruzada pelo desenvolvimento do Plano Diretor do Mercado de Capitais. “O desafio sempre é a formação de poupança de longo prazo. E o Mercado de Capitais nada mais é do que um elo entre essa poupança de longo prazo e os tomadores de recursos. Nosso modelo previdenciário tem de caminhar para a poupança de longo prazo, mesmo no caso da previdência oficial. Os Estados Unidos migraram para a modalidade de contribuição definida, em vez do benefício definido, e isso permite que 70% das aplicações dos fundos de previdência estejam em renda variável. Isso transformou os participantes dos fundos nos verdadeiros detentores da propriedade nos EUA. Um processo que alguns autores definem como socialismo de mercado”, observa.

O Plano Real teve uma repercussão profunda na vida política, econômica e social do país. Surgiu em função da angústia que afligia a todos os brasileiros diante de uma inflação crescente, que não se deixava domesticar. Sociólogo, professor, autor de vários livros, Fernando Henrique Cardoso ingressou na política e fez carreira como senador, por São Paulo. No Senado, aproximou-se de Itamar Franco, que, anos mais tarde, viria a convidá-lo para chanceler (Ministro das Relações Exteriores) quando assumiu a Presidência da República, no lugar de Collor. Pelo gabinete de Itamar passaram três ministros da Fazenda em poucos meses. Sem que a política econômica apresentasse resultados, Itamar resolveu deslocar Fernando Henrique das Relações Exteriores para Fazenda, esperando que a

habilidade e o trânsito do senador junto à *intelligentzia* brasileira ajudasse o governo a encontrar soluções para os graves problemas econômicos do país.

E foi o que aconteceu. Fernando Henrique montou uma equipe brilhante, encabeçada por Edmar Bacha, que era assessor especial. Assim, surgiu a ideia do Plano Real. O ambiente foi previamente preparado para a troca de moeda, sem surpresas, com data e hora para ocorrer. Uma ferramenta foi fundamental para isso. Preços e salários foram atrelados a uma Unidade de Referência de Valor (URV), corrigida diariamente pela inflação estimada. Todos os preços se alinharam em torno da URV. No dia 1º de julho de 1994 cada URV valia R\$ 1. E todos os brasileiros tiveram acesso à nova moeda, fisicamente, já no primeiro dia de circulação.

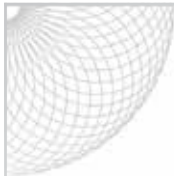
A inflação crônica e aguda de fato caiu abruptamente logo nos meses iniciais do Plano Real. E teve repercussão imediata no campo econômico, com rápida expansão do consumo. Na política, a consequência foi a eleição de FHC para a Presidência, logo no primeiro turno, em outubro de 1994. Fernando Henrique concorreu com políticos consagrados, entre os quais Lula e Leonel Brizola.

Mas a execução do novo plano econômico não seria um mar de rosas. A queda abrupta da inflação trouxe à tona uma série de problemas que não eram visíveis, como, por exemplo, fortes desequilíbrios nas finanças dos estados e municípios. O sistema financeiro também teve de se readaptar, pois a inflação proporcionava receitas que desapareceram. A estabilidade monetária se ancorou no câmbio, na relação entre o dólar e o real, o que levou o Banco Central a adotar uma política de bandas, com preço máximo para venda de divisas ao mercado e mínimo para compras.

Crises financeiras com origem na Ásia e depois na Rússia motivaram ataques especulativos contra o real. Em 1998, o governo recorreu a um novo acordo com o Fundo Monetário Internacional, comprometendo-se a pôr em prática um efetivo ajuste nas finanças do setor público. O real ameaçado ajudou



Auditório da atual sede da CVM,  
na Rua Sete de Setembro,  
Centro do Rio de Janeiro

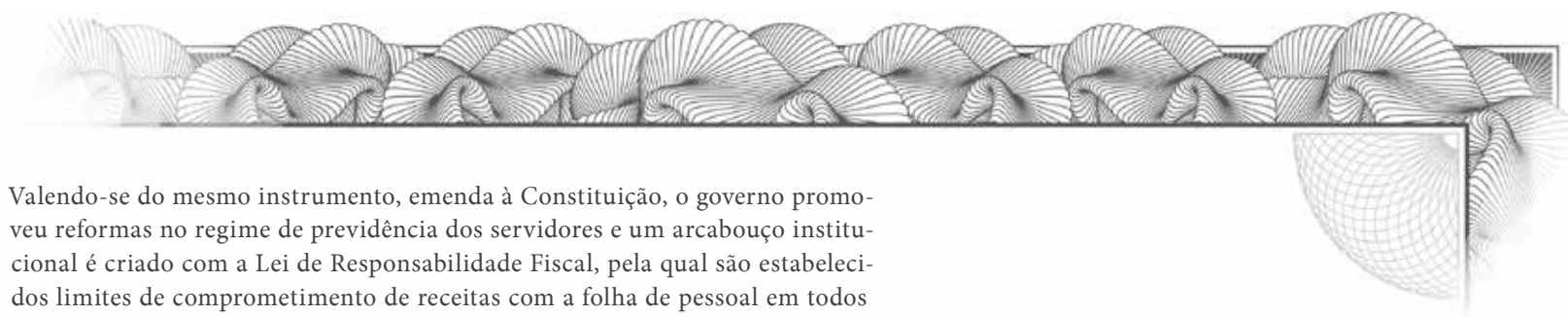


Fernando Henrique a se reeleger novamente no primeiro turno, concorrendo mais uma vez contra Lula.

Poucos dias depois de iniciar seu segundo mandato, FHC determina ao presidente do Banco Central, Francisco Lopes, uma solução para o câmbio. A tentativa de saída do sistema de bandas de uma maneira controlada fracassa e, sem opção, o BC adota o regime de livre flutuação, temido por muitos, mas que de fato viria a ser a solução.

Ao fim do segundo mandato de Fernando Henrique, a economia enfrenta um racionamento voluntário de energia elétrica e segue uma sequência de baixo crescimento. Com esse desgaste, a oposição vence as eleições presidenciais de 2002 e Luiz Inácio Lula da Silva, concorrendo pela quarta vez, sucede a Fernando Henrique, iniciando um longo período em que o Partido dos Trabalhadores (PT) ficará à frente do governo.

Sem a âncora cambial, o governo tem de acelerar reformas estruturais capazes de assegurar a estabilidade monetária, iniciada no primeiro mandato. Emendas constitucionais permitem a abertura do mercado de petróleo, a quebra do monopólio estatal nas telecomunicações, a participação de capitais estrangeiros na navegação de cabotagem. Mais empresas estatais seriam privatizadas, entre as quais algumas emblemáticas, como a Companhia Vale do Rio Doce (hoje simplesmente Vale) e as subsidiárias da antiga Telebrás. Concessões de serviços públicos (rodovias, ferrovias, portos, energia elétrica) se multiplicam. Estados também são levados a seguir por esse caminho, premidos pela renegociação de suas dívidas com a União.



Valendo-se do mesmo instrumento, emenda à Constituição, o governo promoveu reformas no regime de previdência dos servidores e um arcabouço institucional é criado com a Lei de Responsabilidade Fiscal, pela qual são estabelecidos limites de comprometimento de receitas com a folha de pessoal em todos os níveis do setor público. Estados e municípios são obrigados a reduzir paulatinamente seu endividamento. E bancos públicos são proibidos de conceder empréstimos a seus controladores.

Ao fim do segundo mandato de Fernando Henrique, a economia enfrenta um racionamento de energia elétrica e segue uma sequência de baixo crescimento. Com esse desgaste, a oposição vence as eleições presidenciais de 2002 e Luiz Inácio Lula da Silva, concorrendo pela quarta vez, sucede a Fernando Henrique, iniciando um longo período em que o Partido dos Trabalhadores (PT) ficará à frente do governo.



Capítulo 10

# CVM na Era das Privatizações

Seapa/Fotos Públicas





Os anos 1990 foram de amadurecimento e transformação da economia brasileira. O Plano Real, de 1994, debelaria a inflação aguda e crônica, de maneira abrupta. A nova moeda, que passaria a circular no dia 1º de julho, se tornava um símbolo de estabilidade monetária. No esforço para se equilibrar as finanças do país, o governo de Fernando Henrique Cardoso aceleraria o programa de privatizações e de concessões de serviços públicos. O Mercado de Capitais seria cada vez mais demandado porque a economia precisava de fontes de financiamento de longo prazo, o que, por sua vez, dependia da formação de poupança doméstica ou de atração de poupança externa.

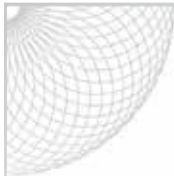
Francisco Costa e Silva foi para a CVM, como diretor, em dezembro de 1993. Assumiu a presidência em agosto de 1995, substituindo Thomás Tosta de Sá. Costa e Silva, advogado, era funcionário de carreira do BNDES e foi cedido pelo banco à autarquia, por isso não tinha na remuneração um obstáculo.

O período em que Costa e Silva esteve à frente da CVM foi marcado, além da venda de grandes companhias federais, como a antiga Vale do Rio Doce e o grupo Telebrás, pelo fechamento de capital de várias empresas. Ambas as privatizações foram concretizadas ao meio de muita polêmica e embates político-ideológicos, envolvendo forças que apoiavam o governo, de um lado, e de outro a oposição, indignada por estarem sendo vendidas “as joias da coroa”.

Não cabia à CVM envolver-se nesse processo. Mas era atribuição do órgão autorizar previamente a realização de leilões que fugissem à rotina das operações nas bolsas de valores. As regras precisavam estar em conformidade com a legislação, principalmente no que se referiam aos direitos dos acionistas.

E foi assim que surgiu o primeiro conflito. “Havia uma interpretação equivocada de que somente ações ordinárias teriam direito a voto. A legislação, na verdade, determinava que essa questão ficasse explícita nos estatutos das empresas. Sem





tal clareza, ações preferenciais podiam ter voto, restrito a determinadas matérias. Como os estatutos da Vale eram omissos sobre o tema, a venda do controle poderia suscitar um *tag along*, de acordo com o artigo 254 da Lei das Sociedades Anônimas que estava em vigor”, lembra o advogado.

O *tag along* é um direito conferido aos acionistas minoritários com participação no capital votante de alienar suas ações ao novo controlador, por ocasião da transferência do controle de companhia aberta. Essa interpretação não era aceita por responsáveis pela privatização, dentro do governo. Antônio Kandir, então ministro do Planejamento, e Costa e Silva tiveram um diálogo ríspido. “Até me arrependi pelos termos que usei nessa conversa”, admite. Na prática, o reconhecimento formal do *tag along* obrigaria o governo a reduzir o preço mínimo de venda do controle da Vale, porque os compradores teriam de estender a oferta aos minoritários, nas mesmas condições em que batessem o martelo no leilão.

O período em que Costa e Silva esteve à frente da CVM foi marcado pela venda de grandes companhias federais, como a antiga Vale do Rio Doce e do grupo Telebrás, e pelo fechamento de capital de várias empresas. Ambas as privatizações foram concretizadas ao meio de muita polêmica e embates político-ideológicos, envolvendo forças que apoiavam o governo, de um lado, e de outro a oposição, indignada por estarem sendo vendidas “as joias da coroa”.

Hipótese que o governo, evidentemente, não considerou ao decidir vender a Vale. Kandir imaginou que poderia propor uma medida provisória para revogar ou reformular o artigo 254. Costa e Silva recorreu ao ministro da Fazenda, Pedro Malan, seu superior hierárquico. Uma lei aprovada pelo Congresso deveria ser revista por um projeto de lei, e foi o que acabou acontecendo.

O *tag along* pleno caiu em decorrência de uma questão objetiva. Foi restabelecido, em parte, em 2001, com a regra de que a oferta aos minoritários deve ser equivalente a 80% do valor pago efetivamente aos antigos controladores, presumindo que o prêmio pelo controle seria da ordem de 25%.

Costa e Silva achava que o *tag along* pleno era um exagero, mas não era possível passar por cima da legislação vigente. “É preciso lembrar as circunstâncias dessa controvérsia, que ocorreu em uma época que o presidente e os diretores da CVM não tinham mandato. Éramos demissíveis *ad nutum*, a qualquer momento. Mas nem por isso poderíamos baixar a cabeça, o que desmoralizaria a CVM. Conversei com o ministro Malan sobre o impacto da mudança do *tag along* e sugeri que a iniciativa incorporasse algumas compensações para o mercado. E assim foi feito”, pontua Costa e Silva, em referência à Lei nº 9.457/1997, que revogou o artigo da Lei nº 6.404/1976, mas também modificou a Lei nº 6.385/1976, que criou a CVM. Essa reforma na legislação ampliou a competência da CVM e permitiu que fossem aplicadas mais penalidades, se necessárias.

Após a publicação da Lei nº 9.457/1997, um outro episódio contribuiu para que a competência da CVM fosse ampliada ainda mais. O caso ficou conhecido como Boi Gordo, por envolver a empresa Fazendas Reunidas Boi Gordo, que buscava investidores urbanos para desenvolver a criação de bezerras e engorda de bovinos. Os lucros, entretanto, eram pagos majoritariamente pela entrada de novos investidores na empresa. O empreendimento ficou famoso graças ao merchandising em uma novela que fazia grande sucesso na época na Rede Globo, *O Rei do Gado*, que tinha como pano de fundo a pecuária. Comerciais da empresa tinham como estrela o protagonista da novela, o ator Antônio Fagundes.

A CVM tinha alertado autoridades sobre o risco que a Boi Gordo representava, mas não era sua responsabilidade agir. Tudo que não era ações ou debêntures ficava de fora da competência da CVM. Tudo o mais caberia ao Banco Central, inclusive os novos mercados de derivativos relacionados a mercadorias. Porém, no caso da Boi Gordo, o Banco Central informara que a alçada era de um departamento do Ministério da Justiça.



Costa e Silva, à direita

Arquivo/CVM





A Boi Gordo quebrou em 2001 (e pediu falência em 2004). Sobre o fato, o ministro Pedro Malan fora, curiosamente, alertado por uma tia sobre as perdas dos investidores, pois ela própria estava entre os prejudicados.

Mesmo no caso do Mercado de Capitais, o país demorava a mudar seu viés de proteção, mais voltado para as instituições e as empresas do que para os investidores.

Francisco Costa e Silva também considera que a descoberta de fraudes em grandes bancos, como o Econômico e o Nacional, foi marcante no período que esteve na CVM. Nos balanços publicados por essas instituições financeiras não havia qualquer indício de que estavam em crise, mas o fato é que quebraram. Os balancetes haviam sido avaliados por renomadas auditorias independentes. “Decidimos, na ocasião, estabelecer o rodízio de auditores. Nenhuma companhia aberta poderia ficar mais de cinco anos com o mesmo auditor. Fui pessoalmente execrado na época por essa resolução. Porém, a decisão teve apoio de um grupo de contabilistas ilustres. A comissão de normas contábeis da CVM ouvia regularmente esses profissionais. A realidade é que as empresas de auditoria prestavam outros tipos de serviços aos clientes e, com isso, se estabelecera uma relação promíscua entre eles”, relata.

A medida constituiu uma particularidade brasileira. A liderança da CVM foi acusada de criar mais uma jabuticaba. “Mas a questão é que o rodízio surgiu por motivo concreto, para proteger os investidores. Claro que dava trabalho mudar de auditor a cada cinco anos. Nenhum investidor reclamou dessa decisão. Se tivessem reclamado, aí sim ficaríamos preocupados”, destacou Costa e Silva.

O sistema de troca de empresas de auditoria avaliando o balanço das empresas foi mantido pela CVM, embora posteriormente sugestões para aprimorá-lo fossem acatadas pelo órgão regulador. O prazo para o rodízio entre companhias que prestam o serviço passou para dez anos, desde que nesse período se faça uma troca de grupos de auditores da mesma empresa. “Uma vez questionado sobre a decisão do rodízio, indaguei se havia um só exemplo não apenas no Brasil, mas

no mundo, de alguma empresa de auditoria externa que tivesse reconhecido que sua equipe errou”, ressalva o advogado.

Por sua natureza, as fraudes sim provocaram dor de cabeça à CVM. Mas foram as grandes vendas de estatais que deram trabalho a Francisco Costa e Silva enquanto este esteve à frente da CVM.

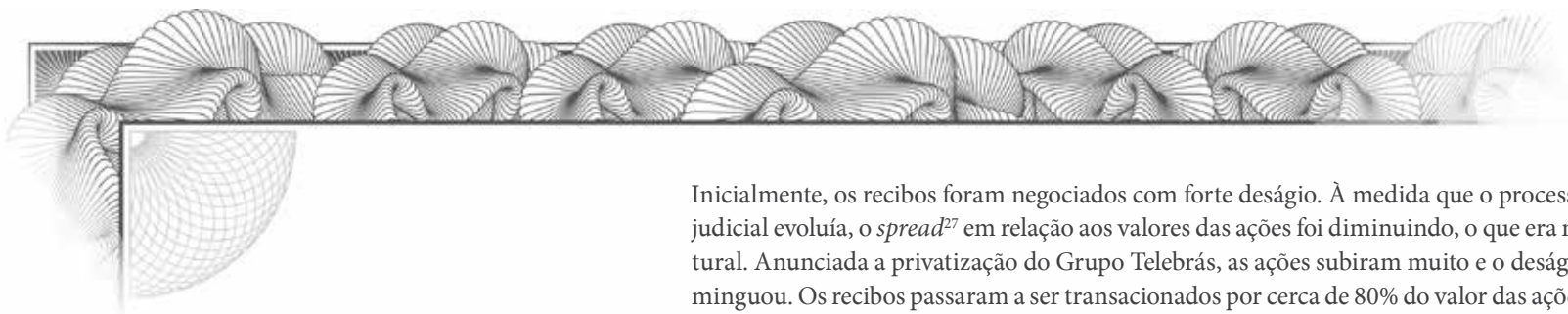
Na privatização do Grupo Telebrás, Costa e Silva conta que precisou bater de frente com Sérgio Motta, morto em 1998, então homem forte do governo Fernando Henrique. Para entender o que aconteceu precisamos voltar no tempo. O ex-presidente da CVM resgata o fato de que a Telebrás *holding* habitualmente captava recursos para alocar capital nas empresas controladas, as teles estaduais, operadoras. Na época do Plano Collor, a estatal estava pendurada em dívidas junto aos fornecedores e negociou a quitação dos débitos em troca da entrega de novas ações. Mas a economia passava por um momento difícil e as bolsas estavam deprimidas. Houve muitas queixas que o aumento de capital para entrega das ações iria se efetivar a um preço vil. “A CVM se sensibilizou com as críticas e desaconselhou a Telebrás a promover o aumento de capital. Isso aconteceu na época do Ary Oswaldo Mattos Filho na presidência. Como a Telebrás ignorou a recomendação, a CVM oficiou o Ministério Público Federal e os procuradores entraram com um pedido de ação cautelar na Justiça”, detalha.

Costa e Silva lembra que os acionistas minoritários estavam exercendo também o direito de preferência na subscrição desse aumento de capital. No último dia para que esse direito fosse exercido, a Justiça concedeu uma liminar suspendendo a operação de aumento de capital. Entretanto, o dinheiro entregue por quem havia subscrito já havia entrado no caixa da Telebrás, que, por essa razão, entregou recibos a esses investidores minoritários. O processo andou e a Telebrás começou a ganhar a ação judicial. Assim, um ano depois, os minoritários começaram a querer negociar esses recibos. A CVM autorizou, recorda o advogado, e as bolsas criaram um registro específico para esses papéis, que não era o mesmo de ações preferenciais ou ordinárias.



Daniel Oliveira

Francisco Costa e Silva



Inicialmente, os recibos foram negociados com forte deságio. À medida que o processo judicial evoluía, o *spread*<sup>27</sup> em relação aos valores das ações foi diminuindo, o que era natural. Anunciada a privatização do Grupo Telebrás, as ações subiram muito e o deságio minguou. Os recibos passaram a ser transacionados por cerca de 80% do valor das ações. Quando o governo anunciou as condições da privatização, em entrevista o ministro Sérgio Motta afirmou que não honraria os recibos, dizendo que “aquilo era especulação de bolsa”. O fato é que o mercado despencou imediatamente. Uma queda da ordem de 15%.


“Se a CVM ficasse omissa, seria desmoralizada. Reuni o Colegiado e todos os diretores me apoiaram. Redigi um ofício ao ministro Sérgio Motta pedindo esclarecimentos. Se as declarações eram uma posição oficial, a Telebrás teria de seguir as regras, divulgando um fato relevante no qual comunicaria ao mercado que não iria honrar os recibos. E pedia uma resposta em 24 horas. Enviamos o ofício por fax e alertamos, por telefone, o gabinete do ministro para que ele tomasse conhecimento rapidamente do que solicitávamos”, narra Costa e Silva.

O advogado reforça, mais uma vez, que na época os presidentes da CVM não tinham mandato. Poderiam ser demitidos a qualquer momento, sem justa causa. “Por isso liguei para meu superior, o ministro da Fazenda, Pedro Malan, e relatei o que estava acontecendo. Malan jamais me criou um constrangimento. Nunca me disse ‘não faça isso’. Quando ele leu o ofício, me respondeu apenas: ‘Vamos ter problemas.’”

E eles não tardaram muito. “Fui para casa e, às dez horas da noite, jantando na copa, minha filha adolescente avisa que havia um moço muito nervoso ao telefone, querendo falar comigo. Era Sérgio Motta, que falou 20 minutos seguidos sem deixar que eu o interrompesse. Aí perdi a paciência e gritei meia dúzia de palavras”. O advogado, na ocasião, conta que avisou que abriria um processo administrativo e que Motta, a quem chamou de “você”, dispensando a cerimônia diante do ministro, estaria na ponta, no polo passivo.

“Sérgio Motta falou horrores de mim. Alguém comentou que ele dizia que eu deveria ser parente do marechal que fora presidente na ditadura – não temos parentes-





co; o Costa e Silva do marechal é de uma família gaúcha, e a minha família veio do Pará”, esclarece. “A CVM não arredou pé. E não fazia sentido que a Telebrás deixasse de honrar os recibos. Estava ganhando a ação na justiça e, se devolvesse os recursos aos minoritários, teria uma grande perda financeira, pois teria de arcar também com juros e correção monetária sobre os valores originais da subscrição”, explica.

Por fim, a Telebrás divulgou um fato relevante esclarecendo que as palavras do ministro das Comunicações foram mal interpretadas e que não caberia a Motta decidir sobre a gestão e o destino de recursos públicos, uma vez que essa era uma atribuição do Tesouro Nacional e do Ministério da Fazenda, independentemente de qual ministério a estatal estivesse jurisdicionada. Assim, deu-se por encerrado o episódio.

Após a privatização da Telebrás, Costa e Silva enfrentaria mais polêmicas envolvendo empresas públicas, desta vez a tentativa de privatização da Companhia Estadual de Águas e Esgoto do Rio de Janeiro, a Cedae. A venda estava envolta em uma controvérsia sobre o poder concedente na exploração de serviços de saneamento básico, se cabia ao estado ou ao município. Por um convênio, a Cedae tinha a concessão para a Região Metropolitana do Rio. Por serem realizados na bolsa de valores, os leilões de privatização tinham que ser autorizados pela CVM. Como não era uma companhia com ações negociadas no mercado, Costa e Silva sugeriu que a venda da Cedae ocorresse fora da bolsa, pelas regras da Lei nº 8.666/1993, a Lei das Licitações.

Faltavam dois meses para o então governador Marcello Alencar (PSDB, 1994-1998) concluir o mandato. “Vimos que a liquidação dessa operação se daria apenas 15 dias antes do fim do governo. A Cedae era, naquele momento, o bem mais importante do estado. Então, não concordamos, e o mundo caiu sobre a minha cabeça. No dia marcado, a Bolsa do Rio abriu os trabalhos e ficou “em estado de leilão”, aguardando a autorização da CVM.”





Ministro Celso de Mello,  
ex-presidente do STF

Costa e Silva conta que se trancou em sua sala, avisando que não atenderia telefonema de ninguém. Mas precisou abrir exceção. “Do outro lado da linha era o ministro Celso de Mello, então presidindo o Supremo Tribunal Federal (STF). Ele me dizia que estava com três mandados de segurança sobre o caso. Conversamos por meia hora e ele me disse que iria pensar. Às 16 horas, o ministro avisou que havia refletido sobre meus argumentos e que estava deferindo um dos mandados de segurança”. O leilão não ocorreu, nem ocorreria.

Costa e Silva admite que sofreu pressões não apenas do governo estadual. Diante da situação cambial complicada para o país naqueles estertores do ano de 1998, com fuga de capital das economias emergentes, o presidente do Banco Central, Gustavo Franco, considerava que a privatização da Cedae teria um efeito simbólico positivo junto a investidores estrangeiros, e a defendia ardorosamente. Mas Costa e Silva avaliava que a operação seria negativa para o Mercado de Capitais brasileiro.

A crise cambial efetivamente se aguçou e, no início de 1999, Gustavo Franco pediu demissão e o Banco Central mudou o regime de câmbio. No lugar das bandas de flutuação, foi adotado um regime intermediário, que não funcionou, levando o BC a optar pela livre flutuação, ou seja, as operações de compra e venda de moeda estrangeira não teriam mais controle sistemático do governo, mas do mercado de acordo com a relação da oferta e da procura. O regime de câmbio flutuante permaneceu como um dos pilares da política econômica no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, e se manteve nos governos Lula e Dilma Rousseff (PT, 2011-2016).

No início de 1999, Costa e Silva foi avisado pelo BNDES que seria aposentado, e deixaria o quadro de funcionários do banco. “Fiz as minhas contas e concluí que era hora de deixar a CVM e recomeçar a vida profissional no setor privado. Ainda assim, fiquei quase um ano aguardando meu substituto, José Luiz Osório de Almeida Filho, que também foi diretor do BNDES, e que havia me ajudado muito para a realização de um seminário em que debatemos os direitos dos acionistas minoritários. Osório foi o nome de consenso. Com a escolha dele, ganhei minha carta de alforria”, brinca Costa e Silva.



Seu último ato na presidência da CVM foi o acordo de integração da Bolsa do Rio de Janeiro com a de São Paulo – ações e títulos privados seriam negociados apenas na Bovespa e a BVRJ se encarregaria do mercado eletrônico de títulos públicos. “Sou carioca, provinciano, mas não adiantava fugir da realidade. Era uma demanda dos corretores do Rio. Não havia mais mercado para duas grandes bolsas, separadas. Hoje até vejo com outros olhos esse sistema. Mas trata-se de outra discussão. São outros 500 mil réis, como se dizia antigamente.”

Assinada a integração das duas bolsas, Costa e Silva já podia ter uma festa de despedida. Não havia essa exigência, mas o advogado estabeleceu uma quarentena para si mesmo. Deixou a CVM em janeiro e só abriu seu escritório em abril de 2000 – ele, três sócios, dois estagiários e uma copeira.

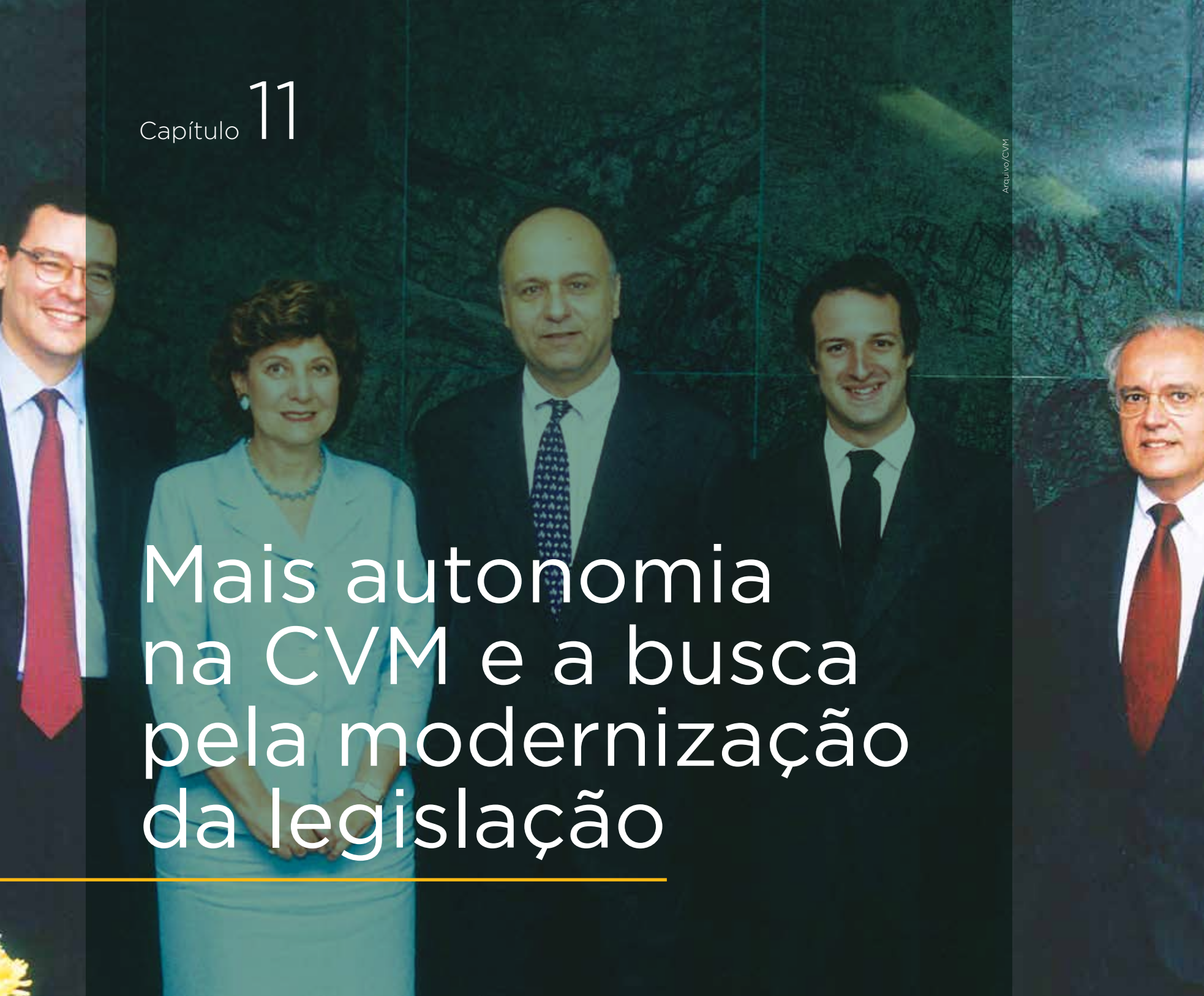
Sua firma de advocacia é atualmente uma das mais conceituadas no mundo do direito. Costa e Silva começou defendendo causas de sócios minoritários, porém, seus principais clientes atualmente são os majoritários. Pessoalmente evitou causas que envolvessem diretamente a CVM. Julgar pessoas sempre foi difícil para ele. Era o que menos gostava quando trabalhava no órgão regulador. Ainda hoje prefere evitar essas causas. Passa a tarefa para os seus sócios.

## Notas

---

27. **Spread:** diferença entre o preço de compra (procura) e venda (oferta) de uma ação, título ou transação monetária.


Capítulo 11



Arquivo CVM

# Mais autonomia na CVM e a busca pela modernização da legislação

---



**C**ontinuar a execução do programa de privatizações foi uma tarefa que até hoje dá dor de cabeça a José Luiz Osório de Almeida Filho, em função de processos administrativos – abertos no governo Lula – que se arrastam contra dirigentes do banco naquela fase. Com uma longa carreira no setor privado, passara 11 meses na diretoria do BNDES e na superintendência da BNDESPar antes de assumir a presidência da CVM, em janeiro de 2000. O ataque ao programa de privatizações durante o governo Fernando Henrique Cardoso se tornou uma das principais bandeiras políticas do PT, nas duas eleições de Lula e na primeira de Dilma, e ainda hoje a discussão resvala mais para o campo ideológico do que para o pragmático e técnico.

Os meses no BNDES foram importantes para que Osório percebesse, na prática, o quanto ainda precisava ser feito para que os acionistas minoritários passassem a ter direitos reconhecidos no Brasil. Engenheiro, com mestrado em Stanford, Osório foi o nome de consenso para a substituição de Francisco Costa e Silva. Logo após aceitar o convite feito pelo ministro Pedro Malan, foi conversar com os dois principais autores da Lei das Sociedades Anônimas e a da que criou a CVM, Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira. Os dois lhe disseram que aplicar a lei era, naquele momento, mais primordial que promover mudanças pretendidas sobre a legislação original.

Osório entendeu a razão da recomendação assim que tomou posse. Havia uma expressiva quantidade de processos aguardando julgamento do Colegiado da CVM. A maioria, com uma média de nove anos. À medida que o tempo passou se tornaram bastante complexos. Os cálculos envolviam quase sempre as três moedas diferentes que o Brasil adotara no período, com as suas devidas conversões. Os processos eram grandes calhamaços de papel. E a CVM ainda seguia um ritual que consumia horas preciosas, como o da leitura formal, página por página, dos relatórios, já conhecidos de todos os que participavam dos julgamentos. Desde que Osório assumiu, nunca mais a leitura precisou abranger todo o texto, restringindo-se aos parágrafos em discussão.

Na página ao lado:  
José Luiz Osório (ao centro) com seu  
colegiado: Marcelo Trindade,  
Norma Parente, Luiz Antonio  
e Wladimir Castelo Branco



## Moedas brasileiras em 40 anos

Cruzeiro novo / 1967 a 1970



Cruzeiro / 1970 a 1986



Cruzado / 1986 a 1989



Cruzado Novo / 1989 a 1990



Cruzeiro / 1990 a 1993



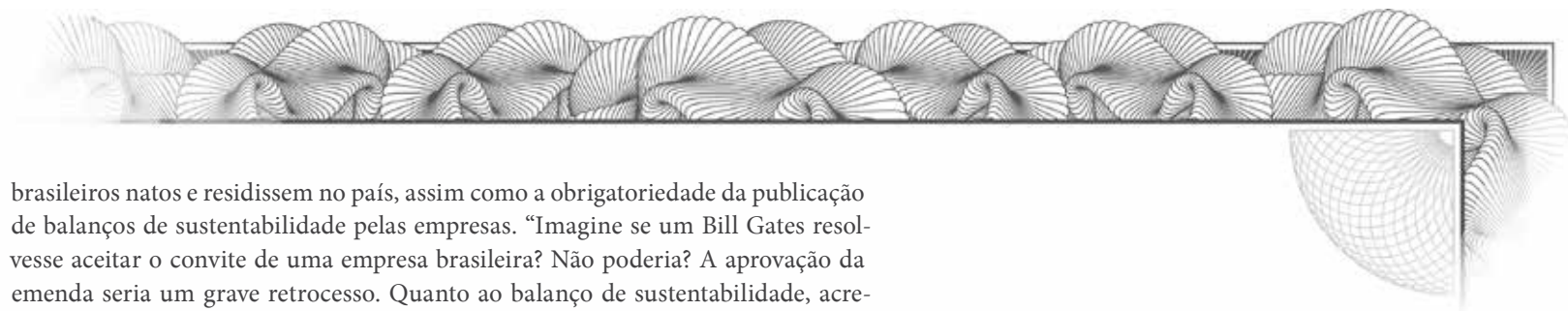
Cruzeiro Real / 1993 a 1994



Real / a partir de 1994



Embora tivesse procurado seguir a recomendação de Lamy e Bulhões Pedreira, Osório acabou se convencendo que uma atualização da legislação era mesmo necessária, entre outras coisas, para tornar a CVM mais independente. Osório deu alguns depoimentos na Comissão de Economia da Câmara, em Brasília. Era preciso restabelecer o *tag along*, situação em que se torna obrigatória a oferta de aquisição de ações para os sócios minoritários, tendo como parâmetro as condições de pagamento oferecidas aos antigos acionistas controladores. “Quando expliquei o que era o *tag along*, um parlamentar de um partido mais à esquerda comentou que, se soubesse antes dos detalhes que ouvira, não teria votado contra a mudança na lei”, lembra Osório. A aprovação pelo Congresso não foi “sopa no mel”. Para que o projeto fosse aprovado em sua essência, algumas emendas foram rejeitadas, como as que exigiam que os conselheiros das companhias abertas fossem necessariamente



brasileiros natos e residissem no país, assim como a obrigatoriedade da publicação de balanços de sustentabilidade pelas empresas. “Imagine se um Bill Gates resolvesse aceitar o convite de uma empresa brasileira? Não poderia? A aprovação da emenda seria um grave retrocesso. Quanto ao balanço de sustentabilidade, acreditávamos que isso ocorreria naturalmente, como pressão da própria sociedade, o que de fato veio a ocorrer, sem necessidade de obrigatoriedade”, recorda Osório.


Mas não foi possível retirar a exigência de publicação dos demonstrativos financeiros das empresas no Diário Oficial da União. “Um custo equivalente a oito vezes ao de uma publicação normal. No entanto, todos os líderes do Congresso, dos mais variados partidos, eram contra, e a exigência permaneceu.”

Hoje não existe dúvidas que o conjunto de mudanças na legislação foi para melhor. A CVM ganhou de fato mais autonomia, com todo o Colegiado passando a ter mandato definido, de cinco anos. As atribuições da autarquia foram ampliadas, tornando-se mais compatíveis com as necessidades e a realidade do Mercado de Capitais.

A regulação também avançou naquele período. A Instrução Normativa nº 358/2002 passou a determinar que sócios controladores de companhias de capital aberto, seus parentes e executivos deveriam divulgar transações realizadas com ações das empresas, 30 dias após as operações, mesmo que o percentual fosse inferior aos 5%, quando a divulgação de imediato é obrigatória. “A divulgação era facultativa, mas desde 1976 nenhuma operação envolvendo *insiders* havia sido divulgada voluntariamente.”

A divulgação de fatos relevantes entrou também na rotina do mercado.

No mercado brasileiro, a utilização de informações privilegiadas e operações feitas por *insiders* não eram vistas sequer como antiéticas. E muito menos como ilegais. Osório recorda um caso contado a ele por Lamy em que ficou célebre a notícia divulgada pelo então prestigiado colunista social Ibrahim Sued a propósito de uma transação com ações do Banco do Brasil realizada pelo Marechal Artur da Costa e Silva, o segundo



presidente da República no regime militar que assumiu o poder no Brasil em 1964. O presidente do banco teria dito a Costa e Silva que as ações do BB dariam “filhotes”. Ainda que bonificações em ações não alterassem a composição acionária, esses “filhotes” costumavam mexer com o mercado naquela época.

O militar aproveitou o “bizu”, comprou ações do BB e ganhou um bom dinheiro. A notícia foi divulgada sem qualquer constrangimento. Quase como um elogio ao marechal que se tornaria presidente. Não motivou processos, investigações.

Hoje, isso seria um escândalo.

A preocupação com a formação de poupança de longo prazo era um dos temas mais frequentes das reuniões mensais entre diretores do Banco Central, da CVM, do BNDES, da Susep e da Secretaria de Previdência Complementar que viraram rotina enquanto Armínio Fraga esteve na presidência do BC. Mas o Mercado de Capitais passava por uma fase ruim. Não havia fluxo importante de capitais estrangeiros para compra de ações, lançamento de novos papéis ou até mesmo fechamento de capital de empresas.

“Desde 1999, o único ativo financeiro que crescia expressivamente era o que chamávamos de “certificados de frango”, comenta Osório. Na gestão de Francisco Costa e Silva já havia estourado a pirâmide colossal relacionada com a Fazendas Reunidas Boi Gordo. “No meu tempo, cheguei a haver pedido de emissão da ordem de R\$ 400 milhões. Os emissores tiravam proveito, pois não havia tantas exigências para esses certificados como as impostas às companhias abertas. Tivemos de agir. Estabelecemos normas para que as emissões fossem autorizadas, como, por exemplo, a que obrigava as empresas a terem balanços auditados externamente pelos três últimos exercícios. Ainda assim, outras tentativas de captação por essa via esdrúxula seriam feitas. Curiosamente, muitos dos que tiveram prejuízos eram famosos jogadores e técnicos de futebol”, assinala. A chamada pirâmide do avestruz, uma referência à empresa Avestruz Master, popular em Goiás nos anos 2000, comercializava contratos de venda e compra de aves com a honra de recompra dos animais em esquema de pirâmide financeira.

O caso explodiria durante a gestão de Marcelo Trindade à frente da CVM.

José Luiz Osório comandou a autarquia até junho de 2002, ou seja, por quase dois anos e meio. Ressentiu-se de falta de pessoal qualificado e em número suficiente para que a CVM executasse suas tarefas no tempo adequado. “Tínhamos só quatro ou cinco advogados. A instituição ficou muito tempo sem concurso público para preenchimento do seu quadro técnico. Era constrangedor reter pessoas para trabalhar até altas horas da noite, muitas delas morando longe, sem qualquer compensação. E, às vezes, porque tínhamos que discutir palavras ou parágrafos de um documento regulatório. Em face da dinâmica do mercado, mesmo com insuficiência de pessoal, tínhamos de seguir adiante com a regulação.”

Dentre os avanços, podem ser consideradas as regras emitidas pela CVM que passaram a obedecer a um processo de audiência pública. Além disso, houve o fortalecimento das regras de independência da CVM – por meio do mandato fixo para diretores e presidente, por exemplo – e discussões sobre as normas do Novo Mercado. Osório resalta, ainda, como avanço a abertura de portas ao comparecimento de pessoas externas durante as sessões de julgamento de processos sancionadores.

As regras para os *private equities*<sup>28</sup>, fundos que viriam a ter enorme importância para empresas brasileiras nos anos que se seguiriam, também foram discutidas naquela época, como observa José Luiz Osório, que, ao sair da CVM, retornou ao mercado como gestor de fundos e carteiras de títulos de investidores. Embora leve o nome de Jardim Botânico, uma charmosa e aprazível região do Rio de Janeiro, a gestora de ativos tem escritório na Villa Aymoré, bairro da Glória.



José Luiz Osório comandou a autarquia até junho de 2002

Arquivo/CVM

## Notas

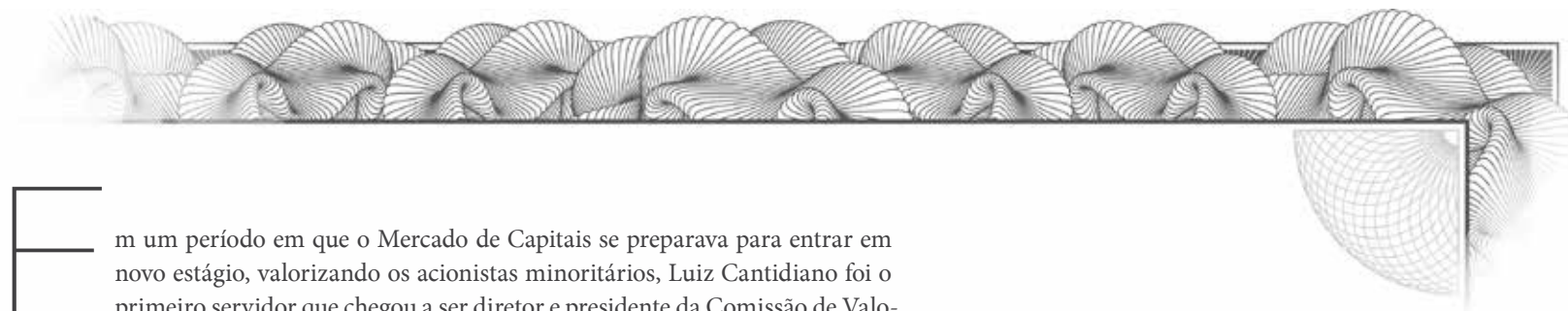
**28. *Private equities*:** Atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores.



Capítulo 12

Atuação  
na Era Lula

---



Em um período em que o Mercado de Capitais se preparava para entrar em novo estágio, valorizando os acionistas minoritários, Luiz Cantidiano foi o primeiro servidor que chegou a ser diretor e presidente da Comissão de Valores Mobiliários. E poderia ter sido também o primeiro a cumprir um mandato de cinco anos se questões políticas não tivessem se sobreposto à missão técnica da autarquia. Assumiu em julho de 2002 e liderou a instituição até maio de 2004.

Cantidiano é um advogado que se sentiu atraído pelo que acontecia no mundo dos negócios logo após se graduar. Em 1976, recém-casado, teve a oportunidade de fazer um estágio em Londres, um dos principais centros financeiros do mundo. O estágio deveria ser de três meses, mas ele acabou ficando na capital britânica por quase um ano. A embaixada brasileira em Londres tinha um setor comercial atuante, capaz de fornecer informações econômicas confiáveis a quem no Reino Unido estivesse interessado em investir aqui. Mas o Brazilian Trade Center, como era chamado, tinha carência de informações jurídicas e tributárias, e Cantidiano foi convidado para auxiliá-los nessa tarefa. A Nova Lei das S.A., como ficou conhecida a Lei nº 6.404/1976, estava entrando em vigor, e durante esse período de 11 meses, ele teve a oportunidade de estudar a mudança na matéria. Cantidiano já conhecia bem o antigo texto legal e foi interessante compreender todo o processo a partir do ambiente londrino, com um Mercado de Capitais muito ativo.

Cantidiano retornou ao Brasil em fevereiro de 1977. Naquele ano, costumava esperar por sua mulher, Maria Lúcia, também advogada, após aulas noturnas na PUC-RJ. A cidade grande já vivia um ambiente de insegurança. Em uma dessas vezes, foi aconselhado pelo professor Gabriel Lacerda, um dos grandes nomes do direito tributário internacional do país, a procurar Jorge Hilário Gouvêa Vieira, que viria a integrar o primeiro Colegiado da CVM e chegaria a presidente da autarquia. Por meio desse contato, Cantidiano se interessou pelo concurso inédito que a CVM estava promovendo, com intenção de selecionar 40 candidatos que seriam contratados por 90 dias para um curso de treinamento ministrado por renomados especialistas em direito



Luiz Cantidiano, sucessor de Osório na presidência da CVM

societário, regulação, função econômica do Mercado de Capitais e contabilidade. Da equipe de professores participavam nada menos que Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira.

Cantidiano passou em primeiro lugar e estava na lista dos 20 selecionados para o quadro permanente da CVM. Porém, foi informado que teria de esperar mais um ano para ocupar uma superintendência da autarquia. Preferiu pedir demissão, pois com a experiência obtida achava que teria melhores oportunidades no mercado, advogando. E, de fato, rapidamente começou a se destacar na vida profissional. Chegou a representar os investidores institucionais no Conselho de Administração da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Em 1990, com a economia brasileira sob o impacto do Plano Collor, que se propunha a matar o “tigre” da inflação com um só tiro, foi convidado pelo também advogado Ary Oswaldo de Mattos Filho para compor o Colegiado da CVM. Aceitou o convite na condição de permanecer por seis meses, mas ficou por outros seis como diretor da autarquia.

Outro reencontro de Cantidiano com a CVM se deu em 1998, quando participou do grupo de trabalho encarregado pela Bovespa de definir o que seria o Novo Mercado, ao lado de Maria Helena Santana – futura presidente da CVM – e os economistas José Roberto Mendonça de Barros e José Alexandre Scheinkman.

Cantidiano levou para o grupo observações que colhera durante um *road show* que realizara nos Estados Unidos e no Reino Unido para conversar com administradores de 50 grandes fundos de investimento sobre a questão da governança corporativa no Brasil. O termo governança começava a ser incorporado ao vocabulário usual do Mercado de Capitais brasileiro.

Uma das conclusões é que o Novo Mercado deveria se estruturar de maneira a não depender de mudanças que passassem pelo legislativo, ou que tivesse questões a serem



resolvidas pelo judiciário. A ideia de propor uma justiça especializada no Mercado de Capitais foi descartada. O Novo Mercado deveria ser constituído por empresas que aderissem voluntariamente e se dispusessem a resolver pendências mais pela arbitragem do que pela via judicial. O Conselho de Administração da Bovespa aprovou a proposta e o Novo Mercado começaria a ser implantado, tendo como princípio básico um passo adiante na governança corporativa. Integrariam o Novo Mercado companhias abertas que, além de oferecer os direitos do Nível 1 e Nível 2<sup>29</sup> do programa, estivessem dispostas a conceder direito de voto e *tag along* de 100% para todas as suas ações (posteriormente, esta última vantagem virá a ser oferecida já ao Nível 2). A primeira empresa a compor o Novo Mercado foi a CCR, concessionária de rodovias e sistemas de transportes públicos.

Desde o início do ano 2000, a presidência da CVM era ocupada por José Luiz Osório, que havia sido diretor do BNDES e da BNDESPar. E, no Banco Central, estava na presidência Armínio Fraga.

Ambos tinham o mesmo entendimento sobre o papel que a CVM deveria desempenhar nessa nova etapa do Mercado de Capitais. Tinham proximidade pessoal, por serem conchudos. O histórico embate entre as duas instituições desapareceria. Assim, o governo proporia uma mudança na legislação, pela qual a CVM assumiria a responsabilidade não apenas pela regulação dos negócios com ações e debêntures, mas efetivamente sobre todos os valores mobiliários. Os fundos de investimento de quaisquer modalidades, por exemplo, deixariam a esfera do Banco Central e passariam a ser regulados pela CVM, assim como toda a plêiade de derivados financeiros e de mercadorias.

Como conselheiro e professor do Instituto Ibmecc, Cantidiano foi convidado para participar de um seminário interno com o propósito de discutir o Mercado de Capitais. Estavam na reunião Armínio Fraga, José Luiz Osório e Francisco Gros (então presidente do BNDES). A análise de Cantidiano era que o mercado precisava evoluir da visão de que “os empresários não queriam sócios, e sim os recursos deles provenientes, e os investidores, por sua vez, também não queriam ser sócios, mas sim usufruir dos benefícios fiscais a eles oferecidos.”





Luiz Cantidiano foi o primeiro presidente da autarquia com mandato definido de cinco anos

A posição que havia prevalecido na legislação de 1976 era a da manutenção do controle acionário. A oferta ao mercado era de ações que não davam direito a voto, mas sim dividendos razoáveis. A conclusão é que, para fortalecer o Mercado de Capitais, seria preciso mais comprometimento do empresário com os acionistas minoritários.

O diagnóstico apresentado talvez tenha sido uma das razões para Cantidiano ser o nome que deveria substituir Osório à frente da CVM. Aprovada no ano anterior, a lei que definia a nova configuração da CVM entrara em vigor em março de 2002. Assim, Cantidiano, ao ser empossado, se tornaria o primeiro presidente da autarquia com mandato definido de cinco anos, não coincidente com o período de cada governo (quatro anos).

O ano de 2002 foi especialmente complicado para a economia. Inflação e dólar em alta diante da expectativa de que o Partido dos Trabalhadores (PT) poderia sair vitorioso nas eleições presidenciais de outubro e novembro, e não se sabia concretamente quais os rumos que a economia iria tomar.

Nesse ambiente em que a própria CVM estava com mais responsabilidades, assumindo a regulação dos mercados de derivativos e dos fundos (que, por sinal, tinham sofrido grandes perdas após a necessária marcação a mercado do valor de suas quotas), Cantidiano precisava estruturar o novo colegiado, com diretores que também tinham mandato pelo mesmo período de cinco anos.

Quando foi convidado por Pedro Malan para a presidência da CVM, o então ministro da Fazenda deu a Cantidiano liberdade para indicação dos nomes da diretoria. Em setembro de 2002, ele fez o convite a Wladimir Castelo Branco, Norma Parente e Luiz Antônio Campos, todos já diretores (o último estava de saída). A quarta diretoria estava vaga e a intenção de Cantidiano era convidar alguém de mercado para ocupá-la.

Não houve tempo hábil para que as indicações fossem formalizadas e submetidas ao Senado antes das eleições. Com a vitória de Lula, organizou-se uma equipe de tran-

sição e Cantidiano foi avisado que seu interlocutor seria o futuro ministro da Fazenda, Antônio Palocci. Cantidiano já o conhecia da época em que Palocci fora prefeito de Ribeirão Preto e decidiu vender no mercado 49% das ações da companhia telefônica local. “Fui o advogado da operação”, recorda.

Em um encontro com o vice-presidente eleito José Alencar, em Belo Horizonte, Cantidiano se queixou que Palocci não o recebia. José Alencar decidiu intermediar a conversa entre os dois. Dias depois, Cantidiano recebeu uma ligação de Luiz Gushiken, que viria a ser um dos mais próximos auxiliares do presidente Lula, à frente da Secretaria de Comunicação. Gushiken indicou dois nomes para a diretoria da autarquia. Cantidiano argumentou que a CVM era um órgão técnico, para o qual não cabiam indicações políticas.

Em dezembro de 2002, numa reunião com os presidentes das pares europeias da CVM, Cantidiano recebeu a informação que Gushiken manteria as duas indicações políticas. Sua primeira reação foi a de deixar a autarquia, mas o ministro Malan sugeriu uma alternativa: submeteria ao Senado dois nomes (os de Wladimir e Norma) e manteria os outros dois vagos.

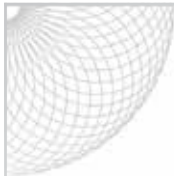
Já no início da Era Lula, Cantidiano sentiu falta de uma interlocução. No Banco Central, Armínio Fraga havia sido substituído por Henrique Meirelles, cujo estilo era mais reservado. Porém, no período que ambos estiveram no governo não houve episódios de conflito entre o Banco Central e a CVM. Com o ministro da Fazenda, Antônio Palocci, Cantidiano tinha contato nas reuniões do Conselho Monetário Nacional.

Havia muito o que fazer na autarquia. “Tínhamos um ambiente de trabalho muito agradável na CVM. Quem passava por lá se apaixonava e assim resolvemos continuar trabalhando. Com o governo sendo duro na política monetária, o caminho para investimentos era o mercado. Então resolvemos reforçar a regulação”, afirma o advogado.



Lula conversa com Antônio Ermírio de Moraes, observado por Antonio Palocci

Ana Nascimento-ABr/ Fotos Públicas

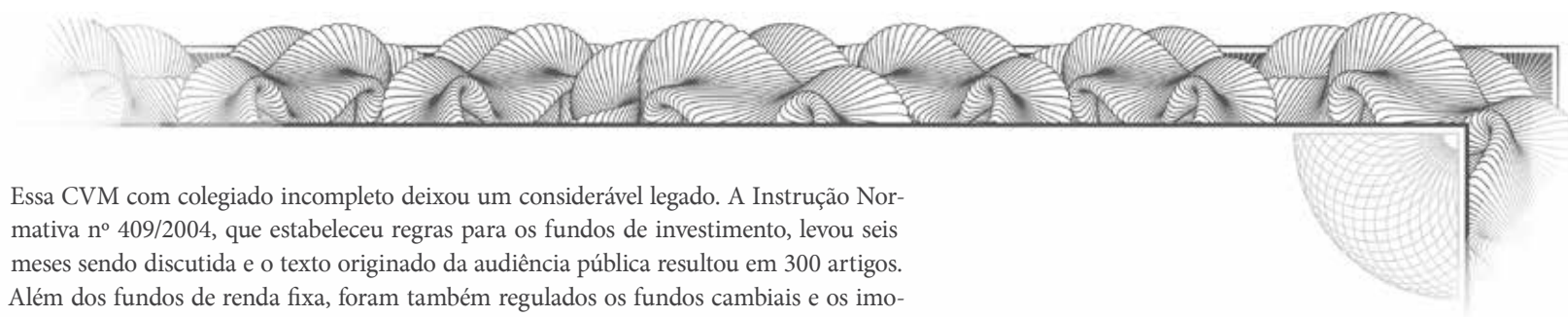


Enquanto seguia adiante a execução das suas tarefas, surgiam comentários e até cartas apócrifas condenando a presença de Cantidiano à frente da CVM, sempre insinuando que levava para o órgão a defesa de interesses privados. Desde que assumira o cargo, ele tomava certo tipo de precaução, como a de não receber ninguém na CVM sem a companhia de um outro diretor ou de um superintendente. Mas a campanha difamatória continuou.

“Na CVM, aprendi que o rodízio de auditores independentes não era uma jabuticaba, como se dizia, pois outros cinco países adotavam essa regra. Aprendi também que não adiantava regular, fiscalizar e não punir. O regulador deve ficar atrás da porta sempre com a garrucha na mão. É como a Lei Seca. Só pegou porque pune o infrator.”

Em julho de 2003, Cantidiano resolveu sair, embora sua gestão tivesse grande apoio dentro da CVM. Nesse momento, Palocci o chamou para conversar e prometeu propor ao Senado a diretoria que ele, Cantidiano, indicasse. Essa conversa foi testemunhada por Joaquim Levy, futuro Ministro da Fazenda no primeiro ano do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff, e que na ocasião estava na Secretaria do Tesouro Nacional.

A decisão de deixar a instituição já estava tomada, mas Cantidiano prometeu permanecer trabalhando até que fosse indicado o seu substituto. E assim continuou por quase um ano na CVM. Para que a autarquia conseguisse firmar sua independência, algumas questões tinham de ser resolvidas, como, por exemplo, a política de recursos humanos. “O Ministério do Planejamento maltratava os funcionários da CVM, não dando a equiparação aos do Banco Central ou da Susep. Mas conseguimos que isso fosse feito. As restrições orçamentárias eram aflitivas. Convidado pela Securities and Exchange Commission (SEC) para uma reunião com vários presidentes de CVMs nos Estados Unidos, tive de viajar tirando uma passagem com minhas milhas pessoais. Mesmo assim, fomos contornando essas restrições com o apoio de convênios; o Banco Mundial nos ajudou a contratar especialistas da SEC para dar um curso no Brasil”, relembra.



Essa CVM com colegiado incompleto deixou um considerável legado. A Instrução Normativa nº 409/2004, que estabeleceu regras para os fundos de investimento, levou seis meses sendo discutida e o texto originado da audiência pública resultou em 300 artigos. Além dos fundos de renda fixa, foram também regulados os fundos cambiais e os imobiliários. Definiu-se os *market makers*<sup>30</sup>, os “fazedores de mercado”. E, principalmente, a regulamentação das ofertas iniciais de ações (os IPOs), que se sucederiam a partir daí. O último ato de Cantidiano à frente da CVM foi a abertura ao mercado da empresa de cosméticos Natura, o primeiro IPO no Novo Mercado da Bovespa.

Marcelo Trindade, também advogado, concluiria o mandato de cinco anos de Cantidiano.

A passagem pela CVM mudou o modo como Cantidiano ainda hoje encara muitas questões na sua vida profissional. Viu como é importante não julgar açodadamente, “na fumaça do tiro”, como ele mesmo diz: “Há que se dar tempo para se colher as provas. E o julgador tem sempre que mirar onde está o interesse público, mantendo independência. Na CVM, aprendi que o rodízio de auditores independentes não era uma jabuticaba, como se dizia, pois outros cinco países adotavam essa regra. Aprendi também que não adiantava regular, fiscalizar e não punir. O regulador deve ficar atrás da porta sempre com a garrucha na mão. É como a Lei Seca. Só pegou porque pune o infrator.”

## Notas

**29. Nível 1 e Nível 2:** são os níveis de governança corporativa que, juntamente com o nível pleno do Novo Mercado, formam os três degraus cumulativos de exigências com as quais as companhias devem se comprometer, adotando práticas que favoreçam a transparência, o acesso às informações pelos investidores e maior poder de voz aos acionistas minoritários, superando a legislação, tais como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações feitas por diretores, executivos e acionistas controladores e manter um mínimo de 25% da totalidade das ações nas mãos do público investidor.

**30. Market makers:** corretora que atua na bolsa e que se especializa num determinado tipo de ação ou título. É responsável pela cotação e tem a obrigação de definir qual será o preço de compra e de venda de determinada ação.

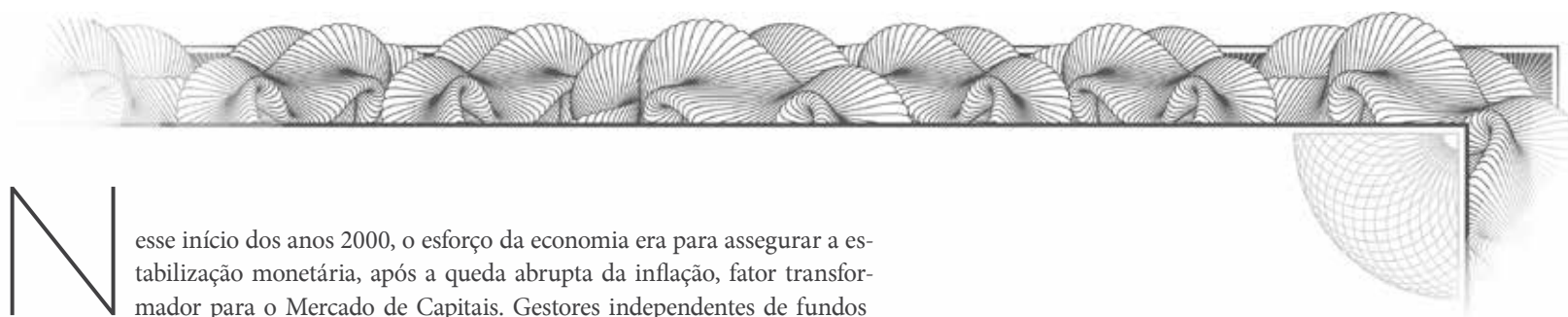


Capítulo 13



Consolidação  
do Novo Mercado  
e os casos de  
*insider trading*

---



Nesse início dos anos 2000, o esforço da economia era para assegurar a estabilização monetária, após a queda abrupta da inflação, fator transformador para o Mercado de Capitais. Gestores independentes de fundos de investimento, sem vínculo direto com grandes grupos financeiros, começaram a se destacar. As ações estavam baratas e esses gestores aproveitaram boas oportunidades de negócios. Simultaneamente, o programa de privatizações atraiu para o país as atenções de escritórios de advogados especializados em direito societário. Muitos formaram parcerias com escritórios brasileiros, que eram relativamente pequenos se comparados aos congêneres nos Estados Unidos ou na Europa.

Os escritórios brasileiros, até então renomados, estavam mais habituados a defender os interesses dos sócios majoritários das empresas. Eram poucas as querelas entre majoritários e primários. Mas, com a ascensão dos gestores independentes, cujos fundos sob sua responsabilidade assumiram posições minoritárias mais relevantes, multiplicaram-se as tentativas de influir nos rumos das companhias abertas.

A pressão por mais transparência e as demandas desses novos acionistas minoritários provocaram alguns conflitos, o que abriu espaço para que jovens advogados fossem atraídos para o ramo, já que os escritórios mais tradicionais estavam comprometidos em contratos com grandes investidores. E isso em momento que as características da atividade estavam mudando, em decorrência da tecnologia que chegara dos Estados Unidos ou de países europeus.

Um desses jovens advogados era Marcelo Fernandez Trindade. Sua atuação como defensor de acionistas minoritários de companhias abertas o levou a ser convidado por José Luiz Osório para a diretoria da CVM, em dezembro de 2000. Foi mais um que ficou um período curto na instituição por causa do baixo teto de remuneração da autarquia. Trindade estava ainda em início de carreira, tinha assumido compromissos e ainda não havia feito um pé de meia suficiente para viver com a família em condições financeiramente confortáveis.



A poupança pessoal se esgotou – e Marcelo Trindade não teve alternativa a não ser voltar, em 2002, para a advocacia privada.

Mas esse período curto acabou sendo de grande valia na trajetória profissional do advogado, pois aquele era um momento de mudanças expressivas no mercado e na própria CVM. Osório resolvera que a autarquia deveria ser mais acessível, usando ao máximo a internet. Todas as novas causas deveriam ser digitalizadas, assim como as antigas, paulatinamente.

Marcelo Trindade foi então convidado pela equipe econômica do governo Lula em 2004, por meio de Marcos Lisboa e Bernard Appy, assessor do ministro Antônio Palocci, para cumprir os três anos de mandato que restavam desde que Luiz Cantidiano deixara a CVM.

## Lei nº 10.303/2001

A legislação das Sociedades por Ações no Brasil tem como marco inicial o Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, que foi editado sob o governo de Getúlio Vargas no período denominado de Estado Novo (1937 – 1945), mas, desde então, ocorreram algumas alterações importantes.

A edição da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, mais conhecida como a Lei das S.A., praticamente revogou todos os seus dispositivos, porém ela também não esteve imune a atualizações, dada as novas demandas do Mercado de Capitais.

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, assinada pelo presidente da República em exercício e vice-presidente de Fernando Henrique Cardoso, Marco Antônio de Oliveira Maciel, foi uma das muitas alterações nas legislações societárias que ocorreram no Brasil.

Tocando em temas centrais para as companhias abertas, suas alterações trouxeram, dentre outros pontos, por exemplo, um maior detalhamento para o registro de Companhias Abertas na Comissão de Valores Mobiliários, bem como modificou o limite do total de ações emitidas por essas mesmas companhias para ações preferenciais sem direito a voto e também estabeleceu mandatos fixos para os membros do Colegiado (Presidente e Diretores).



Trindade acabara de abrir seu novo escritório, no Leblon. Fez uma reunião de família. Avaliou que seria um bom momento para concluir uma espécie de “doutorado” informal iniciado quando fora diretor da CVM. “Já tínhamos constituído uma poupança que nos daria para viver com o mesmo padrão. Encarei o meu salário na CVM como uma bolsa de estudos pelos três anos seguintes e fomos em frente”, comenta.

Trindade assumiu a CVM oito dias após o IPO da Natura, o primeiro de uma leva de quase cem lançamentos de ações que se estenderia até 2007. “E é nesses períodos de bonança que temos de aproveitar para fazer o que precisa ser feito. Na crise é sempre mais difícil”, observa Trindade.

O Novo Mercado já se tornara realidade em 2004, inicialmente com duas empresas, CCR e Sabesp. Trindade fizera uma exigência para assumir a CVM: a de que o Colegiado estivesse sempre completo, com seus cinco membros, e que o governo não retardasse mais a indicação de diretores para a sabatina no Senado. Somente com o Colegiado completo foi possível reduzir o elevado estoque de julgamentos que se acumulara. O presidente também poderia ser relator de processos. Para serem julgados, havia casos de manipulação de mercado, embates contra sócios controladores, abusos de controle e, até mesmo, evidências de lavagem de dinheiro por meio de ganhos e perdas artificiais em bolsa.

Não havia ainda, desde a criação da CVM, um caso mais relevante de *insider trading*, com uso de informação privilegiada, no mercado brasileiro. “Não tínhamos uma sanha punitiva. Mas, na prática, estávamos como o folclórico prefeito Odorico Paraguaçu, da série *O Bem Amado*, que inaugurara um cemitério e ficaria aguardando um falecimento na sua cidade imaginária na Bahia. De fato, no Brasil, por termos ainda um mercado relativamente pequeno, a ocorrência de processos por *insider trading* era rara.”

Mas, quase no fim do mandato, Trindade se depararia com o primeiro caso sério dessa natureza, e teria de inaugurar seu “cemitério de Odorico Paraguaçu”.



Arquivo/CVM

Marcelo Trindade,  
ex-presidente da CVM





A gestão de Marcelo Trindade deu sequência a uma atualização dos marcos regulatórios que se iniciara em 2000

Em uma edição de sábado, o jornal *Estado de S. Paulo* publica a informação que o controle do grupo de petróleo Ipiranga estava sendo transferido para as empresas Ultra, Braskem e Petrobras. As ações, anteriormente com baixa liquidez em bolsa, tinham subido, o que chamara a atenção. A CVM solicitou à Bovespa a relação de quem negociara mais as ações nesses dias e o que eles haviam negociado ao longo do último ano. Da relação dos dez que mais negociaram as ações da Ipiranga, cinco não haviam negociado nada ao longo do ano. Na sexta-feira seguinte ao anúncio da transação, aproveitaram a alta das ações e venderam os papéis.

Na quarta-feira seguinte, dia da liquidação do negócio, a CVM obteve ordem judicial para que os ativos dos vendedores fossem congelados. Ou seja, não só os ganhos, mas os valores investidos originalmente foram bloqueados. Esse episódio se tornou um caso exemplar. Houve até confissão de culpa por parte dos envolvidos. Até hoje a questão do vazamento de informações provoca dúvidas e polêmicas. Falhas na informação e a não divulgação na hora certa podem, às vezes, ser confundidas com ocorrências de mau uso de informações por *insider trading*, e é preciso distinguir uma coisa da outra.

A gestão de Trindade deu sequência a uma atualização dos marcos regulatórios que se iniciara em 2000, se intensificaria no mandato seguinte – gestão de Maria Helena Santana – e continuaria praticamente até os dias atuais.

Mas, assim como pegou a leva de IPOs, Trindade iria se deparar com uma onda de operações de fechamento de capital – curiosamente, nesse caso, o que prevaleceu foi a sigla em português OPA, referente a Oferta Pública de Aquisição de Ações, oferta esta que o acionista controlador é obrigado a fazer aos demais quando do cancelamento do registro de negociação de ações.

IPOs e OPAs forçaram algumas definições da regulação e da autorregulação. Sempre surgiam dúvidas sobre quando a transferência de controle acionário de uma companhia devia ser estendida aos acionistas minoritários e em quais

condições. A regra que passou a prevalecer é que o *tag along* é exigido quando o negócio envolve 50% das ações mais uma (no modelo europeu, esse percentual é de 25%). Compra de uma participação dentro do grupo controlador, por exemplo, não suscita *tag along*. Mas a autoridade teve de se deparar com muitos casos práticos até chegar a essa definição.

Em 2006, a CVM celebrou os seus 30 anos com a realização de um seminário internacional, com o propósito de se discutir o futuro do órgão regulador. Pessoalmente, Marcelo Trindade era favorável a um modelo similar ao australiano, com dois reguladores, um cuidando da solvência do mercado e o outro do lado do consumidor.

No Brasil, a CVM se mantém como único órgão regulador. Mas com características que a diferenciam na estrutura do setor público. “Só o Colegiado da CVM tem mandato definido entre os órgãos nas áreas relacionadas ao mercado financeiro. E mandatos intercalados. Como a cada ano um dos diretores é substituído, não há perda de cultura. Há continuidade administrativa, o que geralmente falta em outros órgãos. Nesse sistema, a diretoria não passa por aquele primeiro ano em que é testada pela máquina interna, pela corporação. A CVM tem, ainda, mais uma vantagem a seu favor: como não fica em Brasília, fica esquecida para fins politiqueros”, conclui Marcelo Trindade.

Quando assumiu a presidência da CVM em 2004, Marcelo Trindade tinha 39 anos. Encerrou o mandato em 15 de julho de 2007 e voltou para seu escritório, onde permanece como um dos mais destacados advogados em direito societário. O que aprendeu na CVM valeu mesmo como um “doutorado *lato sensu*”, como ele gosta de definir. Na sua gestão, a CVM saiu da linha de tiro na área política. Em uma reunião comemorativa de fim de ano, na qual o ministro da Fazenda reunia seus principais subordinados e assessores, o ministro Antônio Palocci chegou a agradecer a Marcelo Trindade, na frente dos presentes, pelo fato de a CVM não constar mais do noticiário político.




Negociação de ações da Vale em 2003

Antonio Carlos Carreiro



Capítulo 14

Brasil sob a névoa da crise econômica



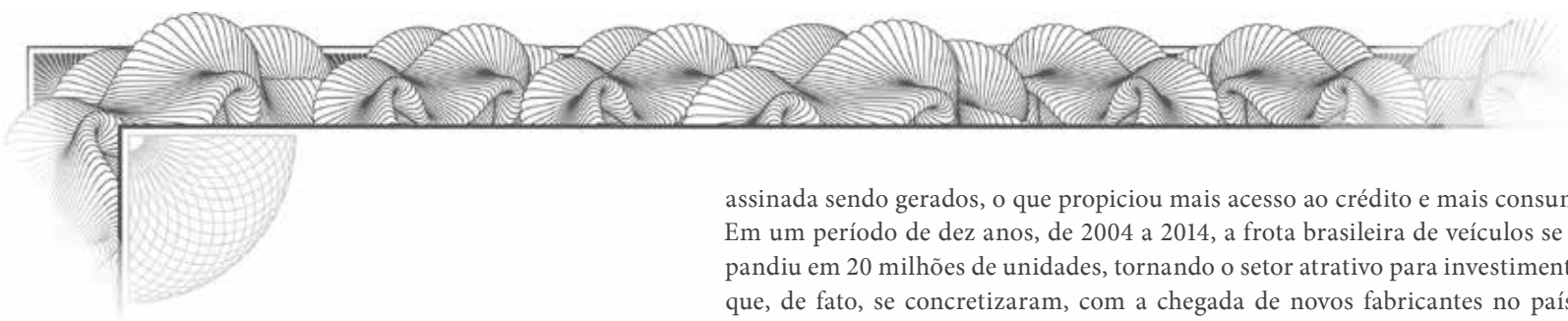
A política macroeconômica do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010) pouco se diferenciou, no primeiro mandato encerrado em 2006, da que vinha sendo executada por Fernando Henrique Cardoso, embora Lula tivesse sido eleito como um feroz opositor do seu antecessor. Os três pilares – ajuste nas finanças públicas, metas de inflação e câmbio flutuante – foram mantidos. Como resposta ao ambiente de desconfiança que se formara entre investidores e empresários quanto a mudanças radicais que poderiam vir em um governo liderado pelo Partido dos Trabalhadores e que se refletiram em uma forte desvalorização do real e na aceleração da inflação, a equipe econômica de Lula promoveu um ajuste ainda mais forte nas finanças públicas no ano de 2003. À frente do Banco Central, o presidente pôs um ex-banqueiro, Henrique Meirelles, que ingressara na política elegendo-se deputado federal em Goiás, por um partido (PSDB) adversário do PT.

Os mercados se sentiram mais seguros e, aos poucos, voltaram à normalidade.

Mantidos os alicerces da política macroeconômica, o governo Lula avançou em mudanças microeconômicas importantes. Com a alienação fiduciária – possibilidade de retomada, por inadimplência, do imóvel financiado sem necessidade de um processo judicial prolongado e oneroso –, o crédito imobiliário deslançou<sup>31</sup>, permitindo que a construção civil tivesse um impulso significativo e se tornasse um dos vetores de retomada do crescimento da economia. O governo também estimulou outras formas de crédito, permitindo desconto dos valores das prestações devidas na folha de pagamento de aposentados e pensionistas do INSS, o que foi estendido para servidores públicos e empregados de empresas privadas.

A política macroeconômica fez com que a inflação permanecesse em trajetória de queda, e, em consequência, o Banco Central começou a reduzir as taxas básicas de juros. Um verdadeiro *boom* no crédito impulsionou o consumo de bens duráveis. Um círculo virtuoso se formou, com mais empregos formais, com carteira





assinada sendo gerados, o que propiciou mais acesso ao crédito e mais consumo. Em um período de dez anos, de 2004 a 2014, a frota brasileira de veículos se expandiu em 20 milhões de unidades, tornando o setor atrativo para investimentos que, de fato, se concretizaram, com a chegada de novos fabricantes no país e expansão da capacidade instalada existente.

Seja pelo comércio exterior ou pelo ingresso de divisas para investimentos no país, consideráveis superávits no balanço de pagamentos levaram o Banco Central a adotar uma política de acumulação de reservas cambiais, adquirindo moeda estrangeira excedente no mercado. Nem isso impediria uma valorização do real, fato que ajudaria o governo a controlar a inflação e a atingir as metas estabelecidas.

No cenário internacional, o crescimento fabuloso da economia chinesa – que abraçara o modo de produção capitalista, embora o país continue sendo governado pelo Partido Comunista – mudara completamente as relações de troca no comércio. Dependente de matérias-primas e insumos básicos, a economia chinesa chegou a ser responsável por 40% do incremento na demanda por esses produtos nas últimas décadas do século XX e no começo do novo milênio. Por outro lado, os chineses se transformaram “na fábrica do mundo”, ofertando quase todos os tipos de bens industrializados. Assim, enquanto as cotações das *commodities* se valorizavam, os preços dos bens de consumo despencavam no mundo.

Grande exportadora de minérios e produtos agrícolas, a economia brasileira foi favorecida nesse processo. Seja pelo comércio exterior ou pelo ingresso de divisas para investimentos no país, consideráveis superávits no balanço de pagamentos

levaram o Banco Central a adotar uma política de acumulação de reservas cambiais, adquirindo moeda estrangeira excedente no mercado. Nem isso impediria uma valorização do real, fato que ajudaria o governo a controlar a inflação e a atingir as metas estabelecidas.

Em 2008, uma crise financeira toma conta do mercado internacional por conta da quebra, na Ásia e nos Estados Unidos, de instituições financeiras renomadas. No caso dos Estados Unidos, a crise fora aguçada pela excessiva exposição do sistema financeiro em relação a créditos hipotecários – para compra de imóveis – a clientes que não tinham garantias suficientes para oferecer. Foi a chamada crise do *subprime*, que arrastou instituições tradicionais e grandes companhias para uma situação de quase insolvência.

A economia brasileira sentiria o tranco, mas rapidamente iria se recuperar, passando de uma retração de 0,2% no Produto Interno Bruto (PIB) em 2009 para um crescimento “chinês” em 2010, da ordem de 7,6%.

Aos olhos de observadores no exterior, o Brasil parecia imune à crise. Foi tema de capa de publicações internacionais de grande prestígio, na Europa e nos Estados Unidos.

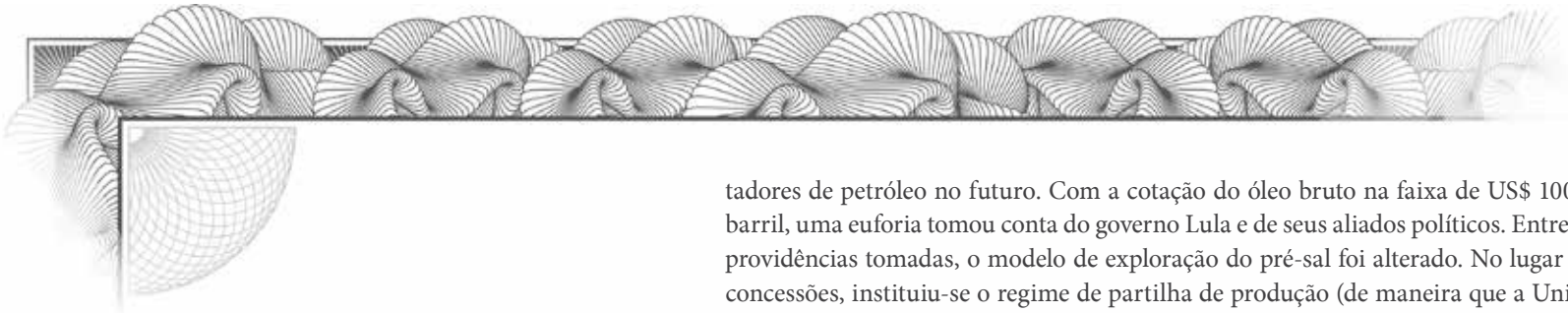
Um fato foi determinante para esse ambiente. A comprovação de expressivas reservas de óleo e gás na camada do pré-sal da Bacia de Santos. Retidos a profundidades de cerca de 5 mil metros abaixo do fundo do mar, os hidrocarbonetos estão em reservatórios localizados em níveis inferiores a uma camada de sal de quase dois 2 mil metros. Além disso, estão numa faixa de 200 a 300 quilômetros de distância do litoral do Rio de Janeiro e de São Paulo, em águas profundas.

Com tantos obstáculos, a exploração do pré-sal teria de enfrentar expressivos desafios tecnológicos e de logística. Mas a produtividade dos poços e a qualidade dos hidrocarbonetos encontrados nos primeiros campos explorados revelaram-se de tal ordem que todas as projeções passaram a situar o Brasil entre os maiores expor-



Kleber Arantes/Fotos Públicas

Exportação de produtos agrícolas favoreceu a economia brasileira



tadores de petróleo no futuro. Com a cotação do óleo bruto na faixa de US\$ 100 o barril, uma euforia tomou conta do governo Lula e de seus aliados políticos. Entre as providências tomadas, o modelo de exploração do pré-sal foi alterado. No lugar de concessões, instituiu-se o regime de partilha de produção (de maneira que a União recebe um determinado percentual do que for produzido), com a Petrobras assumindo o papel de operadora única e participação compulsória de no mínimo 30% nas sociedades de propósito específico que se formarem para exploração dos campos.

Em função dessa mudança, o governo deixa de promover rodadas anuais de licitação até mesmo para campos situados na camada do pós-sal, sob regime de concessão.

No lugar de concessões, instituiu-se o regime de partilha de produção (a exploração do pré-sal), com a Petrobras assumindo o papel de operadora única e participação compulsória de no mínimo 30% nas sociedades de propósito específico que se formarem para exploração dos campos. Em função dessa mudança, o governo deixa de promover rodadas anuais de licitação até mesmo para campos situados na camada do pós-sal, sob regime de concessão.

A Petrobras assume um audacioso programa de investimentos, que saltaria de uma base de US\$ 7 bilhões anuais para a faixa de US\$ 47 bilhões. Diante de números tão superlativos, o governo reorienta toda sua política industrial. A exploração e a produção dos campos de petróleo ficam condicionadas ao fornecimento de um crescente volume de bens e serviços com conteúdo local. Essa política seria uma tentativa de compensar o baque sofrido pela indústria brasileira de transformação diante da concorrência asiática, beneficiada pela valorização do real e também por preços mais competitivos.

Mas a economia brasileira não teria a reação esperada. O modelo baseado no estímulo ao consumo começara a dar sinais de esgotamento. O governo, embevecido pelo pré-sal, se tornara mais intervencionista, causando descontentamento e desconfiança no mundo empresarial. O ritmo de crescimento da economia começaria a arrefecer a partir de 2011.

Nas eleições gerais de 2010, Lula e o PT iriam conseguir eleger sua candidata, Dilma Rousseff, que fora a ministra com mais influência no segundo mandato do presidente, ocupando a Casa Civil. Lula mantinha prestígio político, embora tivesse sofrido desgaste em função do escândalo de corrupção conhecido como Mensalão, envolvendo membros categorizados de sua administração, do PT e aliados políticos.

Ainda que sob crescente avalanche de críticas na mídia e no meio empresarial, Dilma manteria a essência da política econômica dos últimos anos do governo Lula, multiplicando estímulos ao consumo. O efeito dessa política não seria mais significativo, pois o PIB entrara em trajetória de declínio. Em 2014, a expansão do PIB seria ínfima (de apenas 0,1%), e com a inflação batendo no teto da meta oficial, de 6,5%.

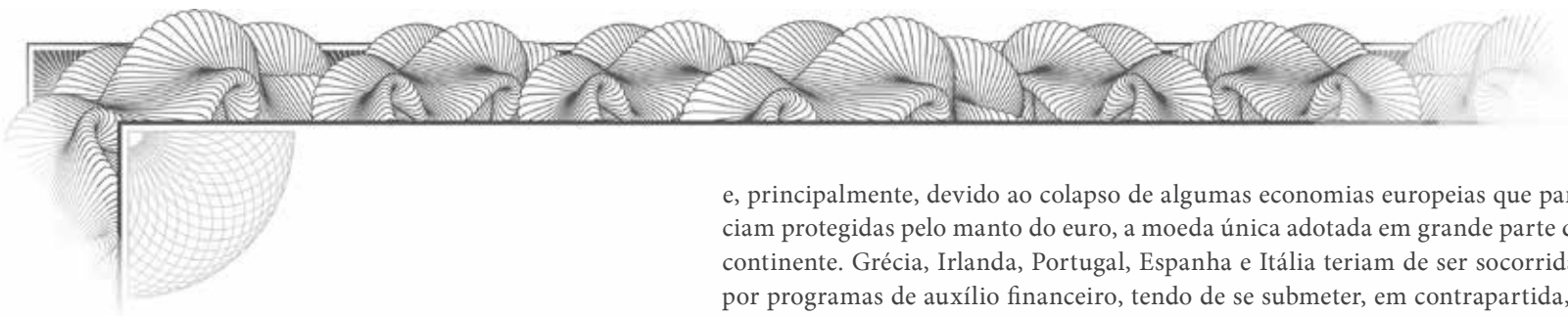
O clima de otimismo não se dissipara, até porque o Brasil fora escolhido para abrigar eventos de grande projeção, como a Copa do Mundo de Futebol em 2014 e os Jogos Olímpicos no Rio em 2016. Esses eventos motivaram obras de infraestrutura, reforma e construção de novos estádios, que contribuíram para a manutenção do nível de emprego formal na economia brasileira. Com isso, Dilma Rousseff se reelegeria em 2014 para um segundo mandato, no segundo turno do pleito, ainda que por margem bem apertada. A diferença foi de três pontos percentuais em relação ao adversário, o senador Aécio Neves, do PSDB.

Porém, a crise já se instalara. Os mercados financeiros internacionais permaneciam temerosos e retraídos por reflexos do que ocorrera nos Estados Unidos



Dilma Rousseff, ex-presidente do Brasil, em pronunciamento após a reeleição





e, principalmente, devido ao colapso de algumas economias europeias que pareciam protegidas pelo manto do euro, a moeda única adotada em grande parte do continente. Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália teriam de ser socorridas por programas de auxílio financeiro, tendo de se submeter, em contrapartida, a cortes severos nos gastos públicos.

Na esperança de fugir dessa crise, o Brasil foi na contramão, expandindo suas despesas. O desequilíbrio nas finanças governamentais se tornaria mais evidente em 2015, com o governo sendo obrigado a tomar medidas de ajuste, entre as quais um aumento nas tarifas de energia elétrica da ordem de 50%. A inflação atingiu a casa dos dois dígitos e o Banco Central precisou adotar uma política monetária bem restritiva, com elevação nas taxas básicas de juros. O crédito estancou, o consumo se retraiu e o desemprego assumiu uma dimensão preocupante. Em 2015, o PIB brasileiro encolheu 3,8%.

No plano político, parlamentares de diversas legendas são atingidos por um escândalo de corrupção envolvendo empreiteiras e outras empresas contratadas pela Petrobras. A operação Lava Jato, que teve início em março de 2014, continua em curso, mas já redundou em condenações de executivos, empresários, ex-diretores e ex-gerentes da Petrobras. Delações premiadas, para abrandamento de penas, têm suscitado novas investigações também sob o âmbito do Supremo Tribunal Federal por envolverem políticos em cumprimento de mandato e ministros de estado.

A combinação de recessão econômica, esvaziamento político do governo e as revelações da Operação Lava Jato serviram de pano de fundo para um processo de impeachment que afastou Dilma Rousseff da Presidência de República de forma temporária em maio de 2016, assumindo em seu lugar o vice Michel Temer, com uma nova equipe econômica e propostas de reorganização da economia brasileira. Dilma perderia o mandato em definitivo em agosto de 2016.

**31. Letra de Crédito Imobiliário (LCI):** título de renda fixa que confere ao seu titular direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária. A LCI é lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de coisa imóvel e só pode ser emitida por Bancos Comerciais, Sociedades de Crédito Imobiliário, Bancos Múltiplos com carteira de crédito imobiliário, Companhias Hipotecárias, Caixa Econômica Federal, Associações de Poupança e Empréstimo e demais espécies de instituições financeiras que venham a ser autorizadas pelo Banco Central do Brasil a realizar operações de crédito imobiliário.

Capítulo 15

# A capitalização da Petrobras e as empresas X

---

Os fatos ainda são muito recentes para que Maria Helena Santana se sinta à vontade para falar de peito aberto, como fizeram seus antecessores, sobre os anos que passou à frente da CVM, entre 2007 e 2012. Situação que naturalmente também enfrenta o atual presidente da instituição, Leonardo Pereira, que assumiu em 2012. As experiências de ambos ainda estão mais vinculadas ao presente do que ao passado. Certamente se sentirão mais confortáveis para contá-las daqui a dez anos.

Economista, Maria Helena foi a primeira presidente a cumprir o mandato de cinco anos – Luiz Cantidiano não chegou a cumprir integralmente o seu, pelas razões já expostas em um capítulo anterior, e Marcelo Trindade, seu substituto, apenas completou o mandato. Também foi a única mulher a presidir a autarquia nesses 40 anos. Essa citação certamente a incomodará um pouco, pois sua escolha para o cargo nada teve a ver com o gênero.

Em termos de CVM, foi mesmo um longo período, ainda mais que Maria Helena já passara um ano como diretora, o último da gestão de Trindade, a quem substituiu na presidência da autarquia. A regulação dos fundos de investimento seria uma das mais importantes.

Olhando pelo retrovisor, hoje talvez o que mais a incomode sobre esses cinco anos seja a forma como o governo decidiu aumentar o capital social da Petrobras, a partir de 2010: por meio de cessão onerosa de campos potencialmente promissores na Bacia de Santos. “Até hoje é uma questão controversa. Muita gente argumentou que era fraude à lei, pois o governo, como controlador, não poderia ter votado na assembleia de acionistas, exatamente por se propor a capitalizar a empresa com entrega de ativos pertencentes à União. Sem dúvida foi uma operação que não fez bem ao mercado”, comenta.

Mas Maria Helena esclarece que não foi exatamente por pressão que a CVM autorizou essa via para a operação. O ministro da Fazenda, Guido Mantega, para o qual o



Maria Helena Santana

Divulgação





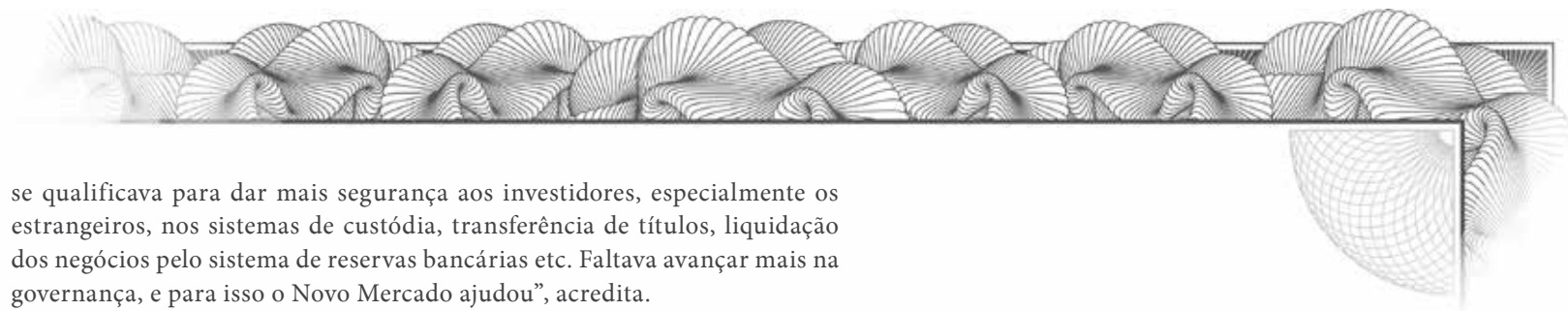
Eike Batista, empresário à frente do Grupo EBX

órgão regulador respondia hierarquicamente na estrutura de governo, era também o presidente do Conselho de Administração da Petrobras. “Tínhamos uma relação respeitosa e cuidadosa. Sempre procurava demonstrar ao governo como era importante deixar a CVM trabalhar para que a própria equipe econômica não viesse a ter problemas. Houve situações em que efetivamente resistimos e o ministro nunca foi um canal de pressão. Ainda que discordando nessas ocasiões, ele dizia para fazermos o que deveria ser feito.”

Maria Helena ressalva que a CVM não poderia evitar a capitalização da estatal, mas poderia ter sido mais decisiva na discussão sobre o modelo escolhido. “Não que isso fosse mudar o formato da operação. Porém, deveríamos ter dado mais atenção à controvérsia. O governo e a administração da Petrobras queriam muito fazer a capitalização naquele momento, sem que as reservas estivessem aprovadas, o que acabou determinando aquele modelo de operação societária, em que não havia ainda o ativo do controlador a ser capitalizado”, reconhece Maria Helena.

Outra pedra no sapato foi o que aconteceu com as chamadas empresas X, criadas pelo empresário Eike Batista. Várias emitiram ações na fase pré-operacional e não apresentaram, posteriormente, o desempenho que propagaram após os IPOs. As ações acabaram sofrendo forte desvalorização. “Um problema que passou por debaixo dos nossos narizes”, lamenta Maria Helena. Eike e executivos do grupo X foram, mais tarde, alvo de investigações e processos, ainda em curso na CVM, sob acusação de terem prejudicado sócios minoritários.

A gestão de Maria Helena é considerada pelos especialistas como muito profícua para regulação do Mercado de Capitais. Foram adotadas 77 Instruções Normativas. Experiência de autorregulação (tanto a voluntária como a obrigatória) ela já tinha, trabalhando para a Bovespa. Esteve à frente do grupo que estudou e propôs as bases para a criação do Novo Mercado. “O Brasil

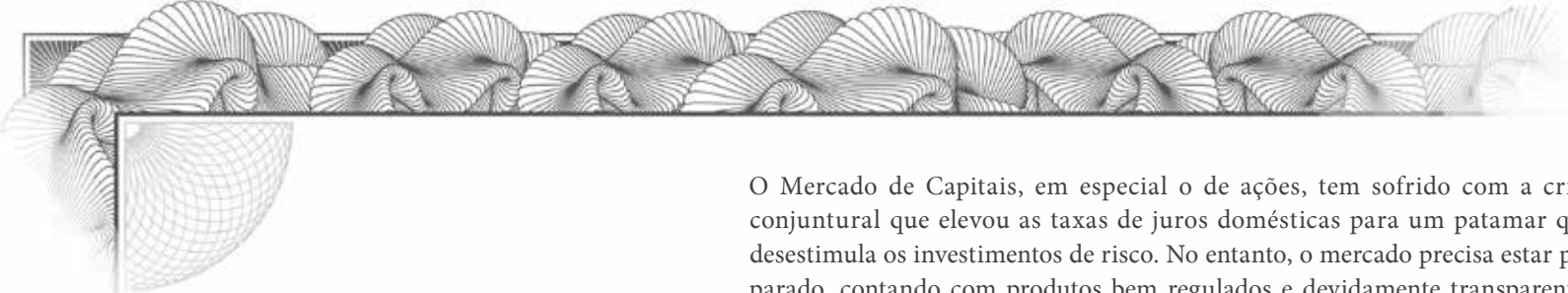


se qualificava para dar mais segurança aos investidores, especialmente os estrangeiros, nos sistemas de custódia, transferência de títulos, liquidação dos negócios pelo sistema de reservas bancárias etc. Faltava avançar mais na governança, e para isso o Novo Mercado ajudou”, acredita.

E o avanço da governança fez com que segmentos que antes eram rejeitados viessem para o mercado. “Era voz corrente que a prática de caixa dois era usual em segmentos relacionados a imóveis ou a frigoríficos. Então os números dessas companhias não eram tidos como confiáveis no Mercado de Capitais. Isso mudou”, exemplifica a presidente. “Os ganhos proporcionados pelo acesso ao mercado certamente eram superiores aos obtidos pela suposta prática de caixa dois. Então, a desconfiança entre as duas partes foi quebrada. Assim, o Mercado de Capitais contribuía para um processo de formalização que se tornou muito positivo para a economia como um todo”, analisa Maria Helena.

“O Brasil se qualificava para dar mais segurança aos investidores, especialmente os estrangeiros, nos sistemas de custódia, transferência de títulos, liquidação dos negócios pelo sistema de reservas bancárias etc. Faltava avançar mais na governança, e para isso o Novo Mercado ajudou.”

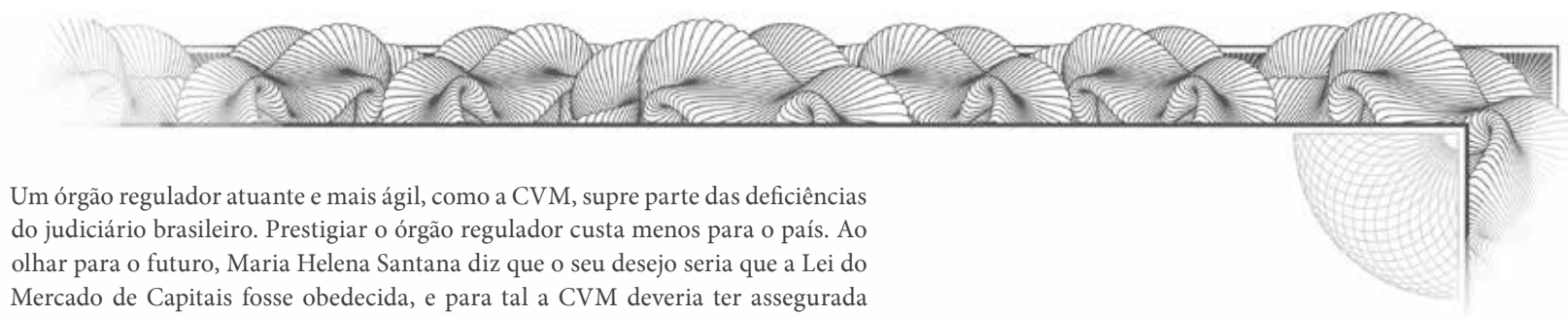
Os avanços na governança, infelizmente, não foram suficientes para evitar muitas histórias tristes que têm sido reveladas nos últimos anos. “Condutas fraudulentas estão cobrando agora um preço alto de alguns investidores institucionais”, observa.



O Mercado de Capitais, em especial o de ações, tem sofrido com a crise conjuntural que elevou as taxas de juros domésticas para um patamar que desestimula os investimentos de risco. No entanto, o mercado precisa estar preparado, contando com produtos bem regulados e devidamente transparentes para o momento em que a conjuntura mudar. “E foi com essa direção que procuramos trabalhar na CVM. Para o regulador, a dinâmica do mercado cria desafios novos a cada momento. Com mais ações com direito a voto em circulação, tivemos, por exemplo, que regular inclusive as assembleias de acionistas”, pontua.

Foi durante a gestão de Maria Helena à frente da CVM que foi adotado o modelo contábil global International Financial Reporting Standards – IFRS, cujas discussões sobre sua implantação foram iniciadas no período do mandato de José Luiz Osório. Não foi o modelo que os Estados Unidos adotaram, mas, mesmo assim, significou considerável economia para as empresas abertas que hoje só precisam apresentar suas demonstrações financeiras de duas formas.

Outro acontecimento relevante foi a fusão entre a BM&F e a Bovespa, em 2008, estruturando-se como uma companhia aberta prestadora de serviços, cotada desde o início no Novo Mercado. Surgiram algumas críticas e comentários sobre se não seria o caso de a CVM intervir para possibilitar a entrada no Brasil de outros sistemas internacionais de negociação. “É preciso considerar que a CVM não é um órgão como o Cade, que regula a concorrência. Além disso, nossa regulamentação não impede a entrada de outros sistemas de negociação. Entre os que se interessavam pelo Brasil, todos miravam no mercado secundário. Seriam apenas plataformas de negociação, que teriam de se apoiar nos serviços da BM&FBovespa, que, na época, não se achava preparada para atendê-los. Quando a bolsa se considerou preparada, as condições de mercado no Brasil não atraíram mais os que tinham manifestado interesse de se instalar aqui. E, como hoje o mercado é global, a bolsa tem de ser competitiva e se equiparar aos padrões internacionais”, explica.



Um órgão regulador atuante e mais ágil, como a CVM, supre parte das deficiências do judiciário brasileiro. Prestigiar o órgão regulador custa menos para o país. Ao olhar para o futuro, Maria Helena Santana diz que o seu desejo seria que a Lei do Mercado de Capitais fosse obedecida, e para tal a CVM deveria ter assegurada a sua autonomia financeira. “O orçamento da CVM não pode ficar submetido à situação fiscal do momento. Poucos, no mercado, vão buscar seus direitos no judiciário. Vão buscar na CVM. Então, não tem nada mais barato e efetivo do que deixar a CVM trabalhar com recursos que a própria instituição arrecada, oriundos de taxas de fiscalização e da aplicação de multas. É um verdadeiro milagre que a CVM funcione com suas restrições orçamentárias”, enfatiza.

Maria Helena Santana esteve à frente da CVM de julho de 2007 a julho de 2012. Hoje, além de consultora, é conselheira de grandes empresas e da Bolsas y Mercados Espanoles – BME, que controla a Bolsa de Madrid e as demais daquele país.

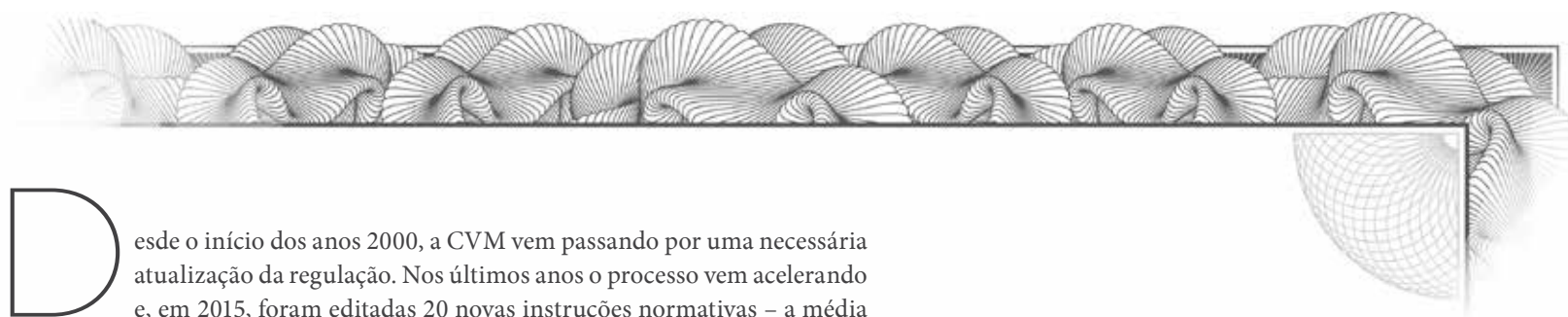


Capítulo 16

# CVM e o Futuro

---



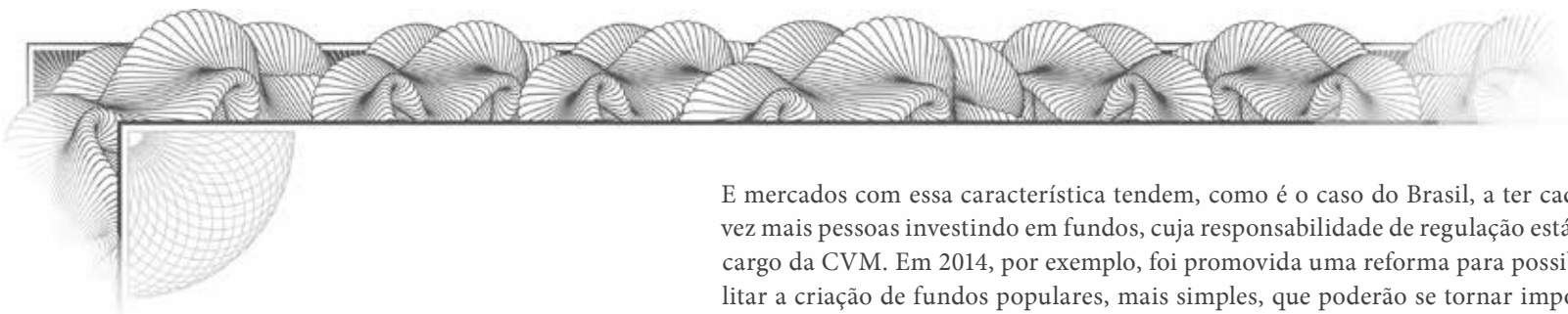


**D**esde o início dos anos 2000, a CVM vem passando por uma necessária atualização da regulação. Nos últimos anos o processo vem acelerando e, em 2015, foram editadas 20 novas instruções normativas – a média já foi de 12 por ano – após consultas e audiências públicas.

O feito é de Leonardo Gomes Pereira, que tomou posse em novembro de 2012, com mandato até 14 de julho de 2017. Engenheiro e economista, tinha sua atividade profissional voltada para o setor privado antes de assumir a presidência da CVM. Morou na Europa, trabalhou na Ásia, nos Estados Unidos e em países da América Latina. Por acaso, ou não, passou por várias empresas que precisavam avançar na governança, e começando em uma época que o termo ainda não havia se difundido pelo mundo corporativo. Foram alguns anos de catequese para convencer acionistas sobre algo que aprendeu na prática: de fato, só é possível avaliar a qualidade de uma empresa quando se sabe como as decisões são tomadas.

Ao girar pelo mundo, Leonardo Pereira foi acumulando experiência no contato com diferentes reguladores de Mercado de Capitais. Quando retornou ao Brasil, teve “o prazer e a honra” de participar do primeiro lançamento de *bonds*, títulos de uma companhia do país no exterior, pelo prazo de dez anos. Mas ele não se considera um especialista, e sim um generalista, conhecendo “um pouquinho de cada coisa”. Na função que exerce na CVM, essa formação tem sido importante, pois em muitas decisões o bom senso é o que pesa mais. “Vejo a CVM como uma instituição que precisa sempre buscar o equilíbrio entre a supervisão e a sanção”, diz. Pelas decisões tomadas durante os últimos anos, essa deve ser a marca da gestão de Leonardo.

O Mercado de Capitais hoje se insere em uma nova realidade demográfica não só do Brasil, mas do mundo. As pessoas estão vivendo mais e devem se preparar para isso. De que forma? Pougando. O Brasil é um mercado com uma classe média em ascensão, ainda que esse ritmo de crescimento possa ter sido afetado pela crise conjuntural que atingiu fortemente a economia em 2015 e prosseguiu em 2016.



E mercados com essa característica tendem, como é o caso do Brasil, a ter cada vez mais pessoas investindo em fundos, cuja responsabilidade de regulação está a cargo da CVM. Em 2014, por exemplo, foi promovida uma reforma para possibilitar a criação de fundos populares, mais simples, que poderão se tornar importantes instrumentos de captação e aplicação de recursos quando a economia voltar a crescer, acredita o atual presidente da CVM: “As pessoas devem ter conforto e tranquilidade para enxergar no Mercado de Capitais uma alternativa. Para tal, a indústria de fundos tem de ser preservada e atualizada.”

Mas, ao completar 40 anos, como a CVM encara seu próprio futuro? Essa foi uma tarefa que a autarquia se propôs ao definir um planejamento estratégico com horizonte até 2023.

“Temos de mostrar como a CVM é importante para a sociedade. O Mercado de Capitais é um dos instrumentos do desenvolvimento e é a CVM que zela por isso. E na execução de suas tarefas, a CVM precisa ser clara e transparente”, assinala Leonardo Pereira. Tudo na internet, por exemplo. Sessões de julgamento de processos sancionadores e respectiva pauta de julgamento abertas ao público. Uma CVM inteiramente digital, sem papel circulando nas tramitações internas, até 2023. A abertura de informações que se deseja como objetivo no Mercado de Capitais deve incluir o próprio órgão regulador.

A CVM considera que um dos seus maiores desafios está relacionado à educação financeira. “É um trabalho superdifícil porque não se vê o resultado no curto prazo. Ele só aparece dez anos depois. Mas se não dermos passos nessa direção, quando chegarmos lá é que vamos perceber que perderíamos tempo ao não fazermos. Poderá ter sido tarde para se chegar a essa conclusão”, pondera Leonardo Pereira.

A educação financeira demanda a capacitação dos agentes do mercado e a conscientização dos investidores sobre seus direitos. E isso envolve o entendimento da parte comportamental. Essa questão é discutida regularmente dentro da CVM

por um grupo de voluntários, entre eles sociólogos e psicólogos, que ajudam o órgão regulador a avaliar o fenômeno.

O tema é debatido também no âmbito da International Organization of Securities Commissions, a Iosco, entidade que congrega as “CVMs” de diferentes países. É a CVM brasileira que tem essa responsabilidade dentro da Iosco e, por isso, anualmente realiza no Rio uma conferência internacional sobre o comportamento do investidor. Já foram realizadas três edições; a quarta foi marcada para dezembro de 2016. Em 2015, o encontro reuniu cerca de 300 pessoas, entre as quais muitos educadores, procedentes de 20 países.

A CVM brasileira participa do conselho diretor e de dez comitês técnicos da Iosco. Preside o comitê de educação e proteção ao investidor – pela primeira vez um país emergente assumiu essa função.

As reguladoras de Mercado de Capitais das 20 maiores economias do mundo, que compõem o G20, são avaliadas de cinco em cinco anos conforme os princípios da Iosco. A análise é feita por técnicos do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial (BID), que dão notas sobre o que vai bem ou não. São considerados 38 itens, entre os quais a independência do órgão regulador e o seu grau de governança.

A Iosco se reúne três vezes por ano, oportunidade de se fazer um balanço dos trabalhos dos comitês técnicos. Com as economias e os mercados cada vez mais globalizados, acordos de cooperação e entendimento entre as CVMs se tornaram mais necessários. Um dos últimos, instigado pelo caso da companhia chinesa Alibaba, gigante do varejo mundial, se propõe a diminuir situações que exijam arbitragem internacional.

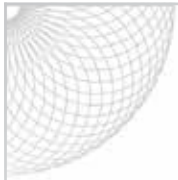
Passados 40 anos, o que difere a CVM brasileira de hoje daquela dos primeiros tempos? Foram anos de conquistas e afirmação como órgão regulador, em um país que se tornou mais democrático e com um ambiente de mercado também mais amadurecido. Na atual gestão, com Leonardo Pereira à frente da autarquia, o



Daniel Oliveira

Leonardo Pereira, atual presidente da CVM, em entrevista





Colegiado não teve mais constrangimento em condenar a União ao pagamento de multa por não respeitar as regras em relação a uma das companhias estatais controlada, a Eletrobras. Em 1980, no emblemático caso Vale, as condições eram outras.

As mudanças têm sido tão rápidas que não dá para simplesmente ir tocando o dia a dia. A todo momento surgem situações novas, como, por exemplo, a necessidade de se regular o chamado *investment-based crowdfunding*, meio participativo de captação de doações para financiar projetos, especialmente da área de cultura. “Nesse processo, começamos a caminhar por uma via tradicional, que não faria sentido. E estamos falando de captações que batem na casa de milhões de dólares em vários países”, alerta o presidente da CVM.

“Não somos a ponta da tecnologia, mas sim os *assets*, as corretoras, a bolsa, as empresas. Se não conseguirmos acompanhar as inovações, teremos ou causaremos problemas. Alcançar o ponto de equilíbrio é sempre muito difícil, mas se não perdermos o foco, poderemos chegar sempre mais perto dele, ainda que nosso trabalho avance como uma espécie de pêndulo. Acompanhar de perto o que vem acontecendo é a única forma de tentar enxergar como serão os próximos 40 anos da CVM.”

Nessa necessária reflexão decorrente da comemoração dos 40 anos da instituição, ideias novas começaram a surgir. Assim foi criado o que internamente, na instituição, é chamado de hub virtual, para discutir a tecnologia e seu impacto sobre o Mercado de Capitais. A experiência do núcleo de tecnologia tem motivado outras áreas da CVM a tentar um caminho semelhante. Uma experiência que pode ser compartilhada com órgãos reguladores de outros países também,



como Israel, por exemplo, que tem uma experiência importante em *start-ups* observadas de perto por um núcleo do órgão regulador local que segue e analisa o movimento dessas novas empresas.

“Não somos a ponta da tecnologia, mas sim os *assets*, as corretoras, a bolsa, as empresas. Se não conseguirmos acompanhar as inovações, teremos ou causaremos problemas. Alcançar o ponto de equilíbrio é sempre muito difícil, mas se não perdermos o foco, poderemos chegar sempre mais perto dele, ainda que nosso trabalho avance como uma espécie de pêndulo. Acompanhar de perto o que vem acontecendo é a única forma de tentar enxergar como serão os próximos 40 anos da CVM”, pondera Leonardo.

Capítulo 17

# Epílogo

---



**PETROBRAS**



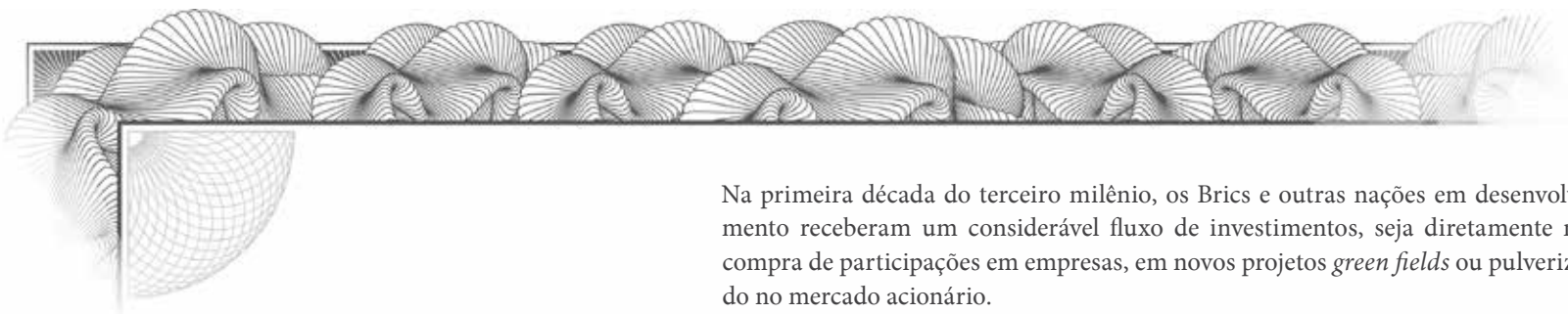
A economia mundial se deparou com uma grave crise financeira no ano de 2008. A crise teve origem no estourar de várias bolhas especulativas, em especial a do mercado imobiliário americano. Uma liquidez abundante fez com que os bancos passassem a oferecer crédito para compra de imóveis, para compradores que poderiam ser classificados na faixa de risco, os chamados *subprime*. Quando os preços dos imóveis caíram, uma onda de inadimplência ocorreu nessa faixa. Em decorrência da quebra do renomado banco de investimento Lehman Brothers, que era referência nos mercados financeiros globais, várias outras instituições se viram ameaçadas por uma crise de confiança sem precedentes, obrigando os bancos centrais e os governos a adotarem políticas monetárias expansionistas, com taxas de juros negativas, para evitar a depressão e a insolvência generalizada.

As economias desenvolvidas, entretanto, já davam sinais de estagnação, além de serem alvos de um inimigo soez – o terrorismo. Como esquecer aquele 11 de setembro de 2001? O mundo ficaria abalado com os atentados que atingiram as torres gêmeas do World Trade Center, em Nova York, e o Pentágono, em Washington. Os Estados Unidos reagiriam com a invasão do Afeganistão para derrubar o governo Talibã.

Em tempos de mercados cada vez mais globalizados, a exceção vem sendo a China, que vem com um forte crescimento ininterrupto a partir dos anos 1980, fenômeno que fez com que investidores se voltassem mais para as economias emergentes. O grupo conhecido como Brics – Brasil, Índia e Rússia, e posteriormente a África do Sul – passou a ser incluído em categoria especial, assim como a China, embora os países não tivessem muito em comum, exceto o fato de possuírem grande extensão territorial e uma enorme população.

Nesses ambientes, as economias desenvolvidas já não eram vistas como portos completamente seguros, e vislumbravam oportunidades nos mercados emergentes.





Na primeira década do terceiro milênio, os Brics e outras nações em desenvolvimento receberam um considerável fluxo de investimentos, seja diretamente na compra de participações em empresas, em novos projetos *green fields* ou pulverizado no mercado acionário.

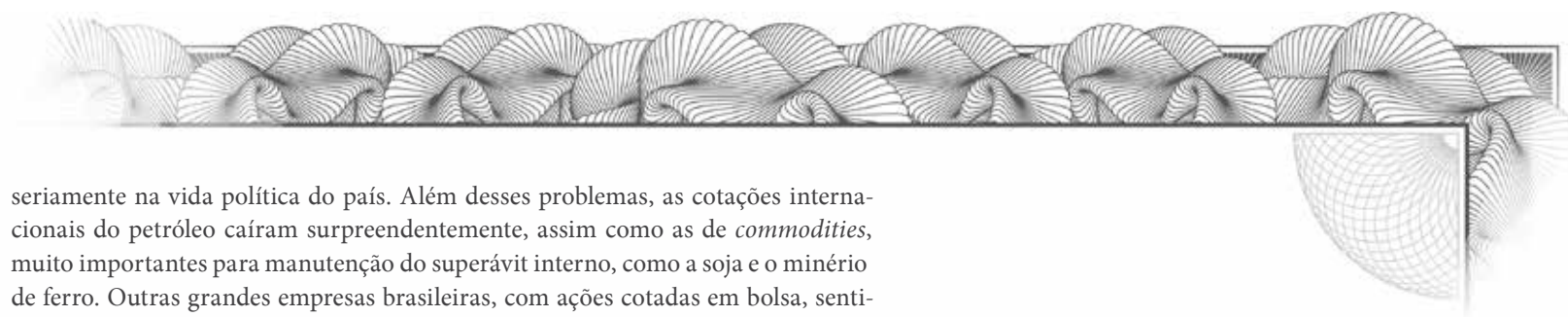
A economia brasileira até sentiu o abalo da crise financeira de 2008, mas se recuperou rapidamente, com a continuidade de políticas de liberação de crédito, que estimularam o consumo e a construção civil. A descoberta de reservatórios gigantes de petróleo na chamada camada do pré-sal, na Bacia de Santos, fez com que, por um momento, o país chagasse a acreditar que poderia passar ao largo do colapso econômico que atingiu o primeiro mundo. A Petrobras, maior empresa brasileira, e também a mais importante do mercado acionário (pelo número de acionistas e volume de transações), acelerou um audacioso programa de investimentos.

Mas a nossa economia não ficou incólume. As chamadas medidas anticíclicas – particularmente o estímulo ao consumo – provocaram outros desequilíbrios. A economia se viu novamente diante de pressões inflacionárias, déficits nas transações correntes das contas externas e finanças públicas desarrumadas.

Tarifas de serviços essenciais e preços dos combustíveis foram artificialmente reprimidos para conter a inflação, o que alimentou incertezas entre os investidores. Em 2014, o PIB brasileiro cresceria apenas 0,1%, com a inflação no teto da meta.

Medidas de correção de rumo seriam tomadas a partir de 2015, já no segundo mandato da presidente Dilma Rousseff. O preço da energia elétrica seria reajustado em cerca de 50%. O real sofreria uma desvalorização também dessa ordem. As pressões inflacionárias se multiplicaram e a reação do Banco Central foi elevar as taxas básicas de juros para dois dígitos.

Uma série de investimentos executados pela Petrobras se tornaram epicentro de um escândalo de corrupção e o desenrolar dos processos na justiça repercutiram



seriamente na vida política do país. Além desses problemas, as cotações internacionais do petróleo caíram surpreendentemente, assim como as de *commodities*, muito importantes para manutenção do superávit interno, como a soja e o minério de ferro. Outras grandes empresas brasileiras, com ações cotadas em bolsa, sentiram os reflexos da crise internacional.

Em 2015, o Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil encolheu 3,8% e a inflação ficou acima da meta. O desemprego se tornou uma grave ameaça. E foi nesse ambiente político conturbado e com a economia mergulhada em diversos tipos de ajuste, que o país teve de atravessar o ano de 2016.

# Linha do Tempo



mosaico



# ANOS

---

1970

## DEZEMBRO DE 1976

Criação da CVM por meio da publicação da Lei nº 6.385/1976 no Diário Oficial.

<i>Presidente:</i> Roberto Teixeira da Costa	10.05.1977 a 12.12.1979
<i>Colegiado:</i> Emanuel Sotelino Schifferle	04.02.1978 a 09.04.1980
Geraldo Hess	14.06.1977 a 15.05.1980
Jorge Hilário Gouvêa Vieira	14.06.1977 a 12.12.1979
Ney Oscar Ribeiro de Carvalho	14.06.1977 a 01.02.1978
Antonio Milão Rodrigues Lima	14.06.1977 a 16.11.1981

Primeiro concurso público para servidores da CVM.

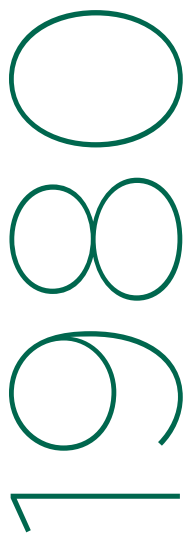
A CVM se abrigou inicialmente no anexo do Museu de Arte Moderna (MAM), no Parque do Flamengo, próximo ao Aeroporto Santos Dumont. O anexo foi derrubado nos anos 2000.

A CVM se mudou para a Rua da Quitanda. Em 1978 já estava em sua sede definitiva, à Rua Sete de Setembro, 111, no Centro do Rio.

<i>Presidente:</i> Jorge Hilário Gouvêa Vieira	19.12.1979 a 29.06.1981
<i>Colegiado:</i> Alberto Emílio Dumortout	23.05.1980 a 28.01.1982
Francisco Roberto André Gros	14.04.1980 a 31.08.1981
Horácio de Mendonça Netto	08.01.1980 a 29.07.1981



# ANOS



## NOVEMBRO DE 1980

Conclusão do julgamento do Caso Vale: houve aplicação de multa por não ter avisado à entidade previamente sobre a transação.

Formou-se o Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais (Codimec).

*Presidente:* Herculano Borges da Fonseca 03.07.1981 a 14.03.1985  
*Colegiado:* Nelson Nascimento Diz 05.04.1983 a 14.03.1985  
Pedro Carvalho de Mello 10.02.1982 a 14.03.1985  
João Regis Ricardo dos Santos 18.11.1981 a 14.03.1985  
Paulo de Tarso Medeiros 03.09.1981 a 14.03.1985  
Sadi Assis Ribeiro Filho 31.07.1981 a 10.03.1983

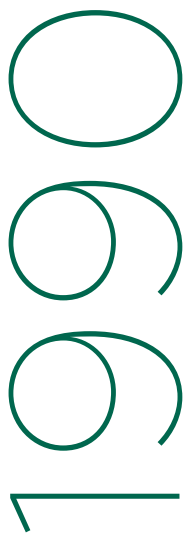
*Presidente:* Adroaldo Moura da Silva 18.03.1985 a 08.04.1986  
*Colegiado:* Lauro de Almeida Carneiro Filho 10.12.1985 a 30.04.1986  
José Breno Bueno Salomão 10.09.1985 a 11.11.1987  
José do Carmo Barbosa Filho 18.03.1985 a 06.09.1985  
Fernando Antonio Albino de Oliveira 18.03.1985 a 05.12.1985  
Eliseu Martins 18.03.1985 a 07.03.1988  
Rogerio Bruno Crissiuma Martins 18.03.1985 a 19.09.1986

*Presidente:* Victorio Fernando Bhering Cabral 17.04.1986 a 29.08.1986  
*Colegiado:* Nelson Laks Eizirik 12.05.1986 a 04.02.1988

---

<i>Presidente:</i> Luís Octávio da Motta Veiga	02.09.1986 a 12.01.1988
<i>Colegiado:</i> Miguel Salles Filho	23.11.1987 a 14.07.1988
Lauro Mendonça Gouvêa Filho	23.09.1986 a 15.01.1988
<i>Presidente:</i> Arnold Wald	15.01.1988 a 17.03.1989
<i>Colegiado:</i> Luiz Henrique Silva de Oliveira	22.11.1988 a 12.09.1989
Martin Wimmer	19.07.1988 a 31.03.1989
Carlos Gustavo Schmidt Nabuco	01.06.1988 a 31.03.1989
Manoel Fernando Garcia	09.02.1988 a 31.03.1989
Carlos Alberto Paes Barreto	09.02.1988 a 18.11.1988
<i>Presidente:</i> Martin Wimmer	19.04.1989 a 27.03.1990
<i>Colegiado:</i> Luiz Leonardo Cantidiano Varnieri Ribeiro	04.04.1990 a 22.02.1991
Marcos Rodriguez Derzi Fernandez	11.09.1989 a 03.04.1990
Luiz Felipe Denucci Martins	11.09.1989 a 03.04.1990
Alfredo Henrique de Barros França dos Anjos	24.08.1989 a 03.04.1990
Luiz Carlos Piva	19.04.1989 a 04.09.1989

# ANOS



Caso Nahas, um período traumático para a CVM, marcado por um movimento especulativo, concentrado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

<i>Presidente:</i> Ary Oswaldo Mattos Filho	29.03.1990 a 26.02.1992
<i>Colegiado:</i> Flora Valladares Coelho	02.07.1991 a 01.10.1992
Luiz de Figueiredo Forbes	25.03.1991 a 10.01.1992
Renê de Oliveira Garcia Júnior	02.07.1990 a 07.04.1992
José Arthur Escodro	02.07.1990 a 07.04.1992
Luiz Nelson Guedes de Carvalho	05.04.1990 a 06.06.1991

Os empregados celetistas da CVM se tornariam servidores federais.

Transferência da sede da CVM para Brasília.

CVM lança o Anexo 4, instrumento pelo qual a legislação permite que empresas brasileiras lancem papéis de renda variável em bolsas de valores no exterior.

Fim dos títulos ao portador.

<i>Presidente:</i> Roberto Faldini	17.03.1992 a 01.10.1992
<i>Colegiado:</i> José Lucas Ferreira de Mello	08.04.1992 a 01.10.1992
Maurício Ferreira	08.04.1992 a 01.10.1992
Alberto Soethe Lepasky da Silva	08.04.1992 a 01.10.1992
Antonio Carlos Gonçalves	08.04.1992 a 01.10.1992

<i>Presidente:</i> Luiz Carlos Piva	21.10.1992 a 20.12.1993
<i>Colegiado:</i> Maria Cecília Rossi	30.03.1993 a 23.12.1993
Hugo Rocha Braga	30.03.1993 a 23.12.1993
Maria Isabel do Prado Bocater	30.03.1993 a 15.09.1999

---

<i>Presidente:</i> Thomás Tosta de Sá	27.12.1993 a 07.08.1995
<i>Colegiado:</i> João Laudo de Camargo	03.07.1995 a 14.04.1998
Francisco A. da Costa e Silva	27.12.1993 a 07.08.1995
José Estevam de A. Prado	27.12.1993 a 29.06.1995
Rogério B. Crissiuma Martins	27.12.1993 a 05.01.1998

Fim do controverso caso Nahas: ele foi condenado administrativamente a uma multa de R\$ 10 milhões e proibido de voltar a operar no mercado.

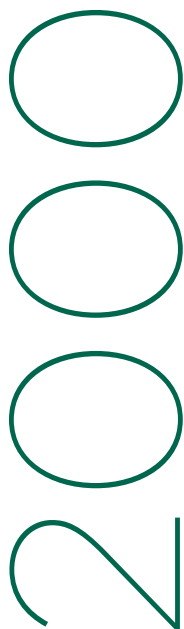
Sede da CVM volta a ser no Rio de Janeiro, em 1995.

Lei nº 9.447/1997 ampliou a competência da CVM.

<i>Presidente:</i> Francisco da Costa e Silva	18.08.1995 a 28.01.2000
<i>Colegiado:</i> Durval Jose Soledade Santos	03.12.1999 a 12.12.2000
Joubert Rovai	12.07.1999 a 05.12.2000
Leonardo Brunet M.de Moraes	16.01.1998 a 27.01.2000
Wladimir Castelo Branco Castro	16.04.1998 a 31.12.2006
Pedro Carvalho de Mello	18.08.1995 a 26.11.1998



# ANOS



Início do caso Boi Gordo: Fazendas Reunidas Boi Gordo, que buscava investidores urbanos para desenvolver a criação de bezerros e engorda de bovinos.

O governo ampliou a competência da CVM, estendendo-a a várias formas de investimentos coletivos, excetuando operações de câmbio e debêntures de emissão própria de instituições financeiras.

Descoberta de fraudes em grandes bancos, como o Econômico e o Nacional.

Privatização do Grupo Telebrás.

<i>Presidente:</i> José Luiz Osorio de Almeida Filho	28.01.2000 a 12.07.2002
<i>Colegiado:</i> Luiz Antonio de Sampaio Campos	02.01.2001 a 01.11.2004
Marcelo Fernandez Trindade	8.12.2000 a 22.04.2002
Norma Jonssen Parente	13.03.2000 a 31.12.2005

Aprovação do *tag along* no Congresso. A CVM ganhou de fato mais autonomia, com todo o Colegiado passando a ter mandato definido, de cinco anos.

Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 - 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.

<i>Presidente:</i> Luiz Leonardo Cantidiano	15.07.2002 a 27.05.2004
<i>Colegiado:</i> Norma Jonsen Parente	13.03.2000 a 31.12.2005
Wladimir Castelo Branco Castro	16.04.1998 a 31.12.2006
Luiz Antonio de Sampaio Campos	02.02.2001 a 01.11.2004

<i>Presidente:</i> Marcelo Fernandez Trindade	07.06.2004 a 18.07.2007
<i>Colegiado:</i> Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana	28.07.2006 a 19.07.2007
Pedro Oliva Marcilio de Sousa	16.05.2005 a 18.07.2007
Sergio Eduardo Weguelin Vieira	05.11.2004 a 31.12.2008
Eli Loria	07.06.2004 a 31.12.2004

Instrução 409, de 18 de agosto de 2004 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. (REVOGADA) SIN

<i>Presidente:</i> Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana	20.07.2007 a 14.07.2012
<i>Colegiado:</i> Luciana Pires Dias	21.01.2011 a 31.12.2015
Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes	11.07.2012 a 31.12.2014
Otavio Yazbek	02.01.2009 a 31.12.2013
Alexsandro Broedel Lopes	04.01.2010 a 02.01.2012
Eli Loria	14.05.2007 a 31.12.2011
Marcos Barbosa Pinto	23.07.2007 a 31.12.2010
Eliseu Martins	28.10.2008 a 31.12.2009
Durval José Soledade Santos	23.07.2007 a 05.06.2008

A Nova Lei das S.A., como ficou conhecida a Lei nº 11.638/2007, entra em vigor.

IPO da Natura, o primeiro de uma leva de quase cem lançamentos de ações que se estenderia até 2007.

A CVM deu ordem para que os ativos dos vendedores da Ipiranga fossem congelados.

Em 2006, a CVM celebrou os seus 30 anos com a realização de um seminário internacional, com o propósito de se discutir o futuro do órgão regulador.

Em 2008, BM&F e a Bovespa se fundiram, formando uma bolsa única.

Instrução 480, de 07 de dezembro de 2009 - Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

# DE EXPANSÃO VAREJISTA

124 - 3.º Andar - SÃO PAULO - BRASIL

AL SOCIAL - CR\$30.000.000,00

Cr\$50,00 cada - 100.000 ações ordinárias nominativas - 200.000  
300.000 ações preferenciais ao portador com prioridade de distribuição  
dividendos anuais de nove por cento (9%), sem direito a voto.

1943 - Prazo de duração: 30 anos - Atos constitutivos arquivados  
do de São Paulo, sob N.º 17.834, publicados no Diário Oficial do Estado  
Alterações dos Estatutos arquivadas na mesma Junta sob Nos. 26.837 -  
48.759 e publicadas no Diário Oficial de 30/3/946 - 20/7/946 -  
21/8/947 - 10/9/948 - 30/8/954.

Ordinária se realiza até 30 de Abril de cada ano na sede social.

presente é possuidor de Quinze ações  
de valor de Cr\$50,00 (cincoenta cruzeiros) cada uma sendo-lhe  
deste, todos os direitos constantes dos Estatutos e Leis vigentes.

São Paulo, 10 de Novembro de 1953

*[Handwritten Signature]*  
DIRETOR

# PETROBRAS

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.  
SÉDE SOCIAL: RIO DE JANEIRO

**REGIÇÃO AO**  
2ª SÉRIE

o Brasileiro P. A. -  
lo a importância de  
recebeu no exercício de  
de 3 de outubro de 1953  
sal, e lhe pagará até  
ao ano, de acordo com  
o extraordinária e até  
de Janeiro, 30 de

RIO DE JANEIRO



CRUZEIRO

Nº 235001

**PETROBRÁS**

**PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.**  
SÉDE SOCIAL: RIO DE JANEIRO

**OBRIGAÇÃO AO PORTADOR**  
2ª SÉRIE

*A Petrobras Brasileira S.A. - Petrobrás deve ao  
do presente título a importância de oitocentos cruzeiros correspondente  
à contribuição que recebeu na exercício de 1955, nos termos da  
da Lei n.º 2004, de 3 de outubro de 1953, para os fins de dispo  
mesmo diploma legal, e lhe pagará até o resgate deste, por se  
vencidos, juros de 4% ao ano, de acordo com deliberações da assembleia  
de acionistas em sessão extraordinária realizada a 30 de dezembro de  
Rio de Janeiro, 30 de novembro de 1956.*

*[Signature]*  
DIRETOR ECONÔMICO-FINANCEIRO

*[Signature]*  
PRESIDENTE

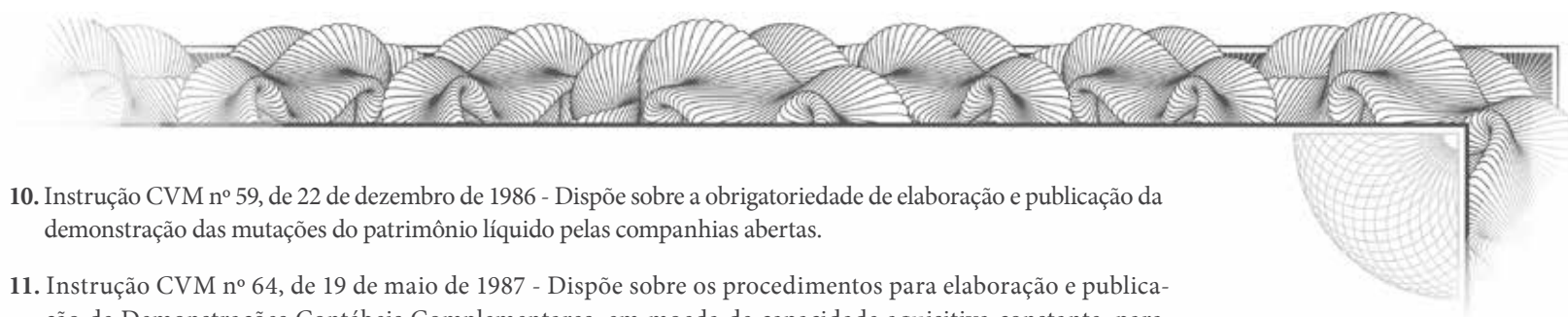


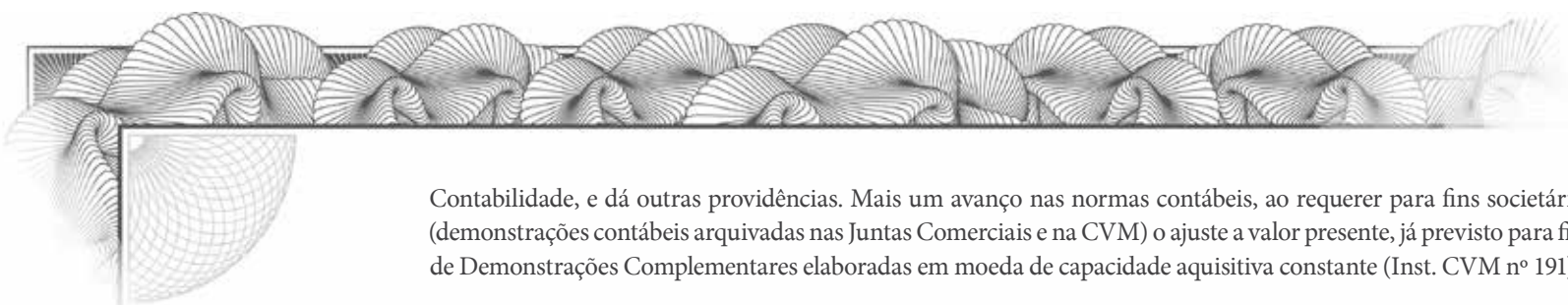




# Instruções


1. Instrução CVM nº 01, de 27 e abril de 1978 - Dispõe sobre as normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimento relevante de companhia aberta em sociedades coligadas e em sociedades controladas – Marco na regulação contábil brasileira com a disciplina normativa do Método de Equivalência Patrimonial – MEP.
2. Instrução CVM nº 03, de 17 de agosto de 1978 - Dispõe sobre o cancelamento de registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385/76.
3. Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979 - Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas.
4. Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980 - Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação.
5. Instrução CVM nº 13, de 30 de agosto de 1980 - 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 nº 6.404 de dezembro de 1976.
6. Instrução CVM nº 15, de 3 de novembro de 1980 - 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. – “Mais um marco na regulação contábil brasileira com a disciplina normativa das Demonstrações Contábeis Consolidadas.”
7. Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983 - Dispõe acerca do exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas.
8. Instrução CVM nº 40, de 07 de novembro de 1984 - Dispõe sobre a constituição e funcionamento de Clubes de Investimento.
9. Instrução CVM nº 58, de 17 de dezembro de 1986 - Dispõe sobre a contabilização das companhias abertas que exploram a atividade de arrendamento mercantil.

- 
10. Instrução CVM nº 59, de 22 de dezembro de 1986 - Dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas.
  11. Instrução CVM nº 64, de 19 de maio de 1987 - 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. Marco regulatório que colocou o Brasil em lugar de destaque internacional. Primeira norma que disciplinou a sistemática de correção monetária integral das Demonstrações Contábeis, modelo reconhecido pela ONU – Grupo do ISAR – como um *benchmark* internacional.
  12. Instrução CVM nº 82, de 19 de setembro de 1988 - Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
  13. Instrução CVM nº 88, de 09 de novembro de 1988 - 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.
  14. Instrução CVM nº 153, de 24 de julho de 1991 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de ações incentivadas previstos no art. 18 da Lei nº 8.167/91.
  15. Instrução CVM nº 169, de 02 de janeiro de 1992 - 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 nº 1.289/87, aprovado pela Resolução CMN nº 1.832/91 e dá outras providências.
  16. Instrução CVM nº 185, de 27 de fevereiro de 1992 - Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76.
  17. Instrução CVM nº 191, de 15 de julho de 1992 - Altera e consolida as Instruções CVM nº 64/87, nº 138/91 e nº 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.
  18. Instrução CVM nº 192, de 15 de julho de 1992 - 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. Mais um avanço nas normas contábeis, ao requerer para fins societários (demonstrações contábeis arquivadas nas Juntas Comerciais e na CVM) o ajuste a valor presente, já previsto para fins de Demonstrações Complementares elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante (Inst. CVM nº 191).

19. Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário.
20. Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes.
21. Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995 - Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76.
22. Instrução CVM nº 235, de 23 de março de 1995 - 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. Outro avanço na regulação contábil brasileira, ao prever evidenciação em nota explicativa de riscos e demais informações relacionadas aos instrumentos financeiros, derivativos e não derivativos.
23. Instrução CVM nº 247, de 27 de março de 1996 - 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. Aperfeiçoou as normas de MEP e Consolidação.
24. Instrução CVM nº 255, de 31 de outubro de 1996 - 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.
25. Instrução nº CVM 260, de 09 de abril de 1997 - Dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infraestrutura técnica de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras.
26. Instrução CVM nº 285, de 31 de julho de 1998 - Altera a Instrução nº 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. Inovou ao prever o PPA em Demonstrações Contábeis Consolidadas, de modo a refletir um *goodwill* genuíno, excedente a valores de mercado de ativos líquidos.

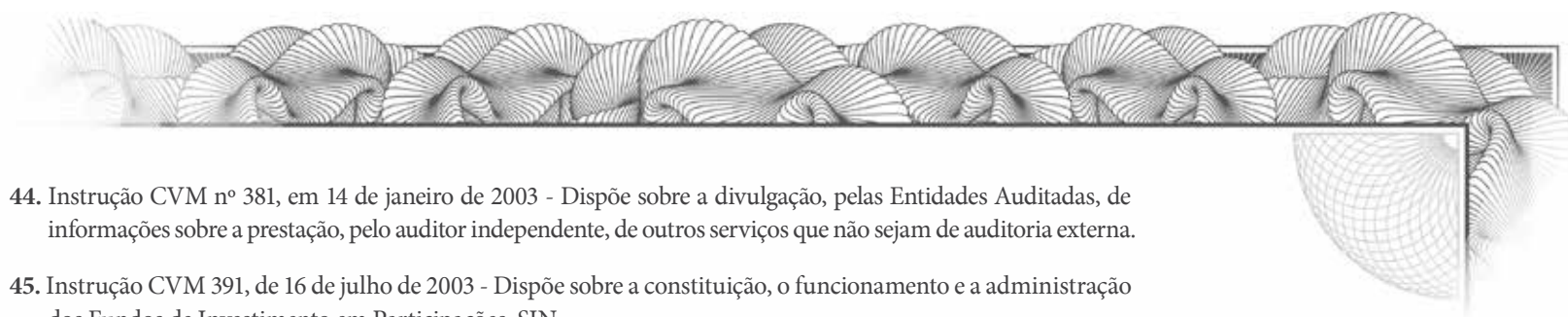
- 
27. Instrução CVM nº 279, de 14 de maio de 1998 - Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FMP - destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço - FGTS.
  28. Instrução CVM nº 299, de 09 de fevereiro de 1999 - 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.
  29. Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999 - 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 nº 9.613/98, referente aos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores.
  30. Instrução CVM nº 302, de 05 de maio de 1999 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
  31. Instrução CVM nº 306, de 05 de maio de 1999 - Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.
  32. Instrução CVM nº 317, de 15 de outubro de 1999 - Dispõe sobre o registro na CVM de programas de “Depository Receipts” - DRs - para negociação no exterior.
  33. Instrução CVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999 - Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.
  34. Instrução CVM nº 325, de 27 de janeiro de 2000 - 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.
  35. Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000 - 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.
  36. Instrução CVM nº 349, de 06 de março de 2001 - Altera a Instrução nº 319/99, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Disciplina das incorporações reversas até então

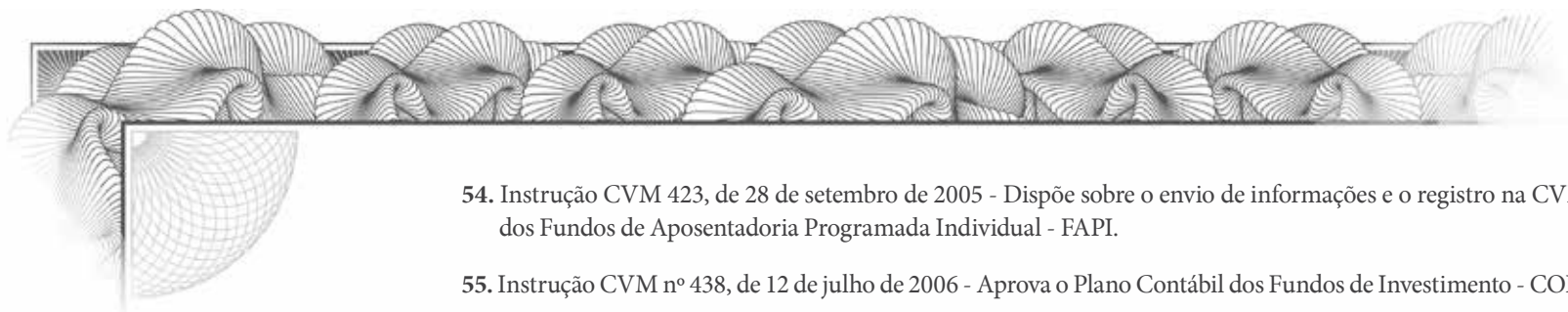




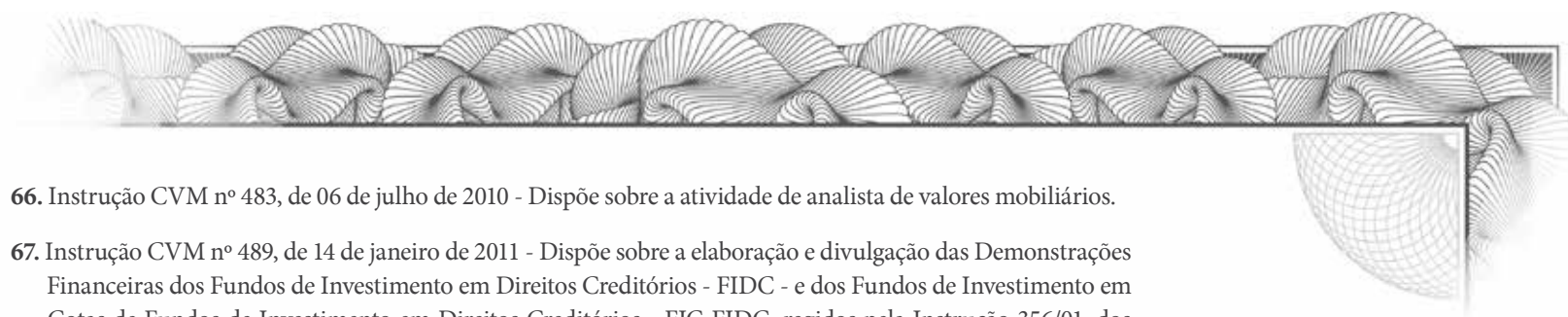
praticadas no ambiente de regulação brasileiro, que disciplinou forma de reconhecimento de ágio genuíno (com segregação de Ativo Fiscal Diferido) e forma de reconhecimento de ágio interno (com provisão para integridade patrimonial).

37. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 - 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.
38. Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002 - 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.
39. Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002 - 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.
40. Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002 - 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.
41. Instrução CVM nº 371, de 27 de junho de 2002 - Dispõe sobre o registro contábil do ativo fiscal diferido decorrente de diferenças temporárias e de prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social. Restringiu no horizonte temporal o reconhecimento de AFD, com o propósito de restringir abusos por parte das companhias.
42. Instrução CVM nº 372, em 28 de junho de 2002 - Dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação.
43. Instrução CVM nº 380, de 23 de dezembro de 2002 - 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.

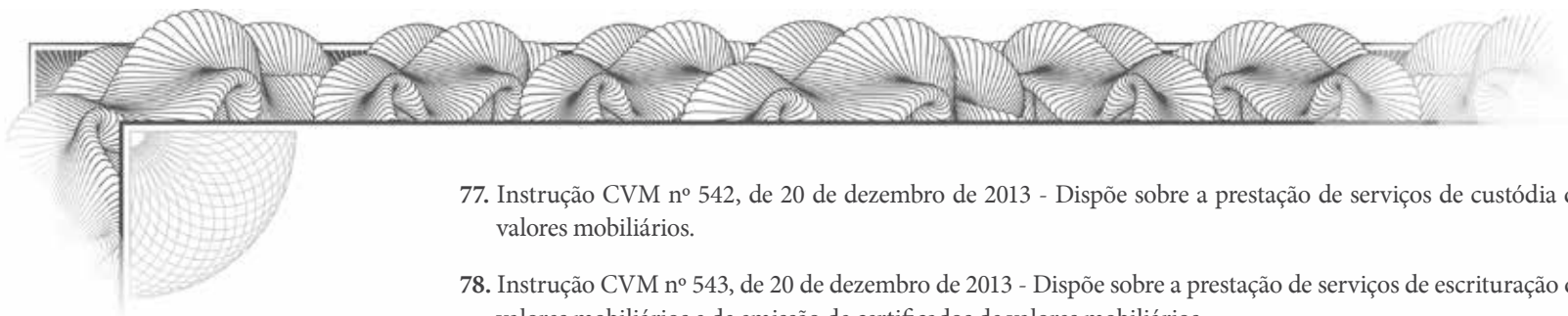
- 
44. Instrução CVM nº 381, em 14 de janeiro de 2003 - Dispõe sobre a divulgação, pelas Entidades Auditadas, de informações sobre a prestação, pelo auditor independente, de outros serviços que não sejam de auditoria externa.
  45. Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. SIN.
  46. Instrução CVM nº 398, de 28 de outubro de 2003 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional - FUNCINE.
  47. Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 - 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 nº 10.735/03.
  48. Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003 - 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. (SRE).
  49. Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro 2003 - Dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPAC.
  50. Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004 - Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento.
  51. Instrução CVM nº 408, de 18 de agosto de 2004 - Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico - EPE - nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas. Avanço na regulação contábil brasileira a trazer o conceito do “controle econômico”, obrigando que entidades que não se enquadrem no conceito de controle societário sejam consolidadas. Na esteira do escândalo envolvendo a ENRON.
  52. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. (REVOGADA).
  53. Instrução CVM 414, de 30 de dezembro de 2004 - 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.



54. Instrução CVM 423, de 28 de setembro de 2005 - Dispõe sobre o envio de informações e o registro na CVM dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI.
55. Instrução CVM nº 438, de 12 de julho de 2006 - Aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI.
56. Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006 - Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.
57. Instrução CVM nº 452, de 30 de abril de 2007 - Dispõe sobre multas cominatórias e revoga a Instrução 273/98.
58. Instrução CVM nº 457, de 13 de julho de 2007 - Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB.
59. Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007 - Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e altera a Instrução CVM nº 406/04.
60. Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 - 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.
61. Instrução CVM nº 471, de 08 de agosto de 2008 - Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.
62. Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 - 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.
63. Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 - Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.
64. Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009 - Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
65. Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 - Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembléias de acionistas.

- 
66. Instrução CVM nº 483, de 06 de julho de 2010 - Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.
  67. Instrução CVM nº 489, de 14 de janeiro de 2011 - 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.
  68. Instrução CVM nº 494, de 20 de abril de 2011 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de informações e a distribuição de cotas dos Clubes de Investimento.
  69. Instrução CVM nº 497, de 03 de junho de 2011 - Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.
  70. Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011 - Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.
  71. Instrução CVM nº 516, de 29 de dezembro de 2011 - Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII, regidos pela Instrução 472/08.
  72. Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012 - Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.
  73. Instrução CVM nº 527/12, em 04 de outubro de 2012 - Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Primeira regra que busca padronizar e obrigar companhias abertas a atrelarem às suas métricas contábeis (séries históricas) as medidas não contábeis LAJIDA e LAJIR.
  74. Instrução CVM nº 529, de 01 de novembro de 2012 - Dispõe sobre a instituição da Ouvidoria no âmbito do mercado de valores mobiliários.
  75. Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013 - Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.
  76. Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013 - Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários.



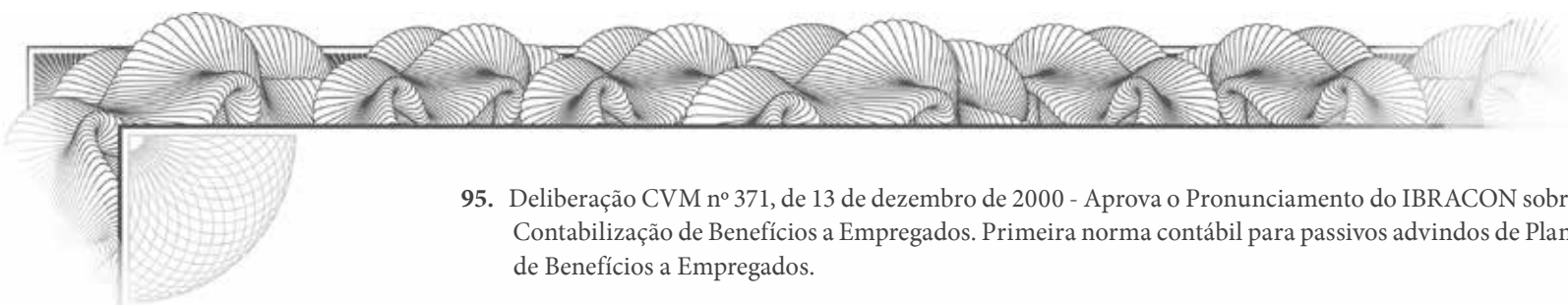


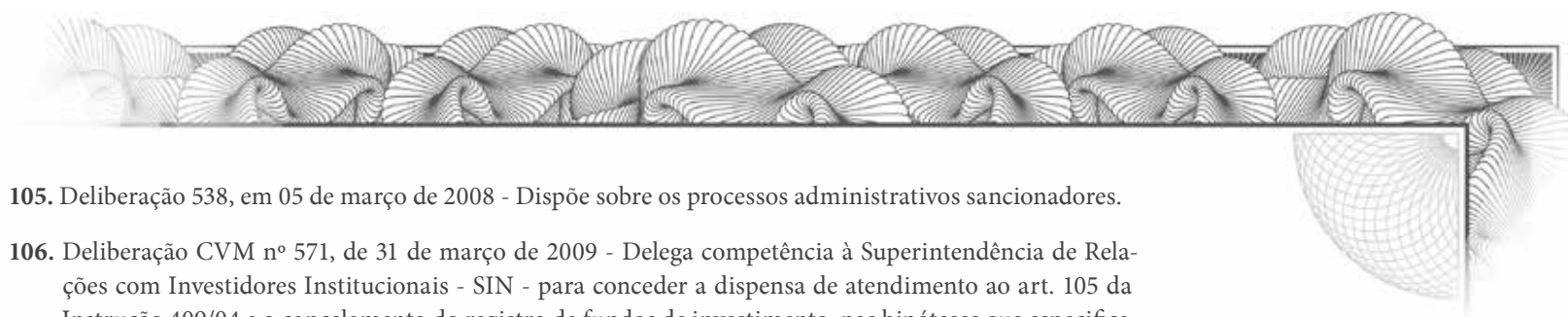
77. Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013 - Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.
78. Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013 - Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários.
79. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.
80. Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 - Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.
81. Instrução CVM nº 559, de 27 de março de 2015 - Dispõe sobre a aprovação de programas de Depositary Receipts para negociação no exterior.
82. Instrução CVM nº 560, de 27 de março de 2015 - Dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não residente no país.
83. Instrução CVM nº 565, de 15 de junho de 2015 - Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A.
84. Instrução CVM nº 566, de 31 de julho de 2015 - Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de nota promissória.
85. Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015 - Dispõe sobre a negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados e altera dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM nº 552, de 9 de outubro de 2014.
86. Instrução CVM nº 568, de 17 de setembro de 2015 - Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.



# Deliberações

87. Deliberação CVM nº 26, de 05 de fevereiro de 1986 - Aprova o pronunciamento emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON - sobre transações entre partes relacionadas.
88. Deliberação CVM nº 27, de 05 de fevereiro de 1986 - Aprova o pronunciamento emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON - sobre Reavaliação de Ativos.
89. Deliberação CVM nº 28, de 05 de fevereiro de 1986 - 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.
90. Deliberação CVM nº 29, de 05 de fevereiro de 1986 - Aprova e referenda o pronunciamento do IBRACON sobre a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade. Documento que contou com autoria intelectual do Prof. Sérgio de Iudícibus, da Universidade de São Paulo.
91. Deliberação CVM nº 158, em 21 de julho de 1993 - 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.
92. Deliberação CVM nº 183, em 19 de junho de 1995 - Aprova Pronunciamento do IBRACON sobre Reavaliação de Ativos.
93. Deliberação CVM nº 193, de 11 de julho de 1996 - Dispõe sobre a capitalização de juros e demais encargos financeiros decorrentes do financiamento de ativos em construção ou produção. Primeira norma que previu capitalização de custos de empréstimos e financiamentos no custo de ativos de longa maturação.
94. Deliberação CVM nº 244, de 03 de março de 1998 - Estabelece critérios para eximir as sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada do registro de administrador de carteira de valores mobiliários.

- 
95. Deliberação CVM nº 371, de 13 de dezembro de 2000 - Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre a Contabilização de Benefícios a Empregados. Primeira norma contábil para passivos advindos de Planos de Benefícios a Empregados.
  96. Deliberação CVM nº 390/2001 - Dispõe sobre a celebração de Termo de Compromisso e dá outras providências.
  97. Deliberação CVM nº 457, de 23 de dezembro de 2002 - Estabelece procedimentos a serem observados na tramitação de processos administrativos sancionadores.
  98. Deliberação CVM nº 463/2003 - Estabelece procedimentos a serem seguidos nos recursos ao Colegiado de decisões dos Superintendentes da CVM.
  99. Deliberação CVM nº 475, de 30 de dezembro de 2004 - 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.
  100. Deliberação CVM nº 488, de 03 de outubro de 2005 - Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC nº 27 sobre Demonstrações Contábeis - Apresentação e Divulgação.
  101. Deliberação CVM nº 489, de 03 de outubro de 2005 - Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC nº 22 sobre Provisões, Passivos, Contingências Passivas e Contingências Ativas.
  102. Deliberação CVM nº 505, de 19 de junho de 2006 - Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre Eventos Subsequentes à Data do Balanço Patrimonial.
  103. Deliberação CVM nº 506, de 19 de junho de 2006 - Aprova o Pronunciamento do IBRACON sobre Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros.
  104. Deliberação CVM nº 520, de 15 de julho de 2007 - Dispõe sobre a audiência pública e a aceitação pela CVM dos pronunciamentos técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. Pavimenta processo de endosso e reconhecimento de normas emitidas pelo CPC (IFRSs em DCs Individuais e Consolidadas).

- 
105. Deliberação 538, em 05 de março de 2008 - Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores.
  106. Deliberação CVM nº 571, de 31 de março de 2009 - 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.
  107. Deliberação 734, de 15 de março de 2015 - 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.
  108. Deliberação CVM nº 753, de 10 de junho de 2016 - 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.

## Pareceres de Orientação

109. Parecer de Orientação CVM nº 32, em 30 de setembro de 2005 - Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações.
110. Parecer de Orientação CVM nº 33, em 30 de setembro de 2005 - Intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições.



## **Créditos**

Autor

George Vidor

Produção editorial

Approach Comunicação

Coordenação editorial

Monique Cardoso e Karina Rohde

Pesquisa adicional

Lina Marques e Lygia Freitas

Revisão

Monique Cardoso, Daniele Mendes e Karla Rubia

Projeto gráfico

Camila Barbosa Lima e Tati Rivoire

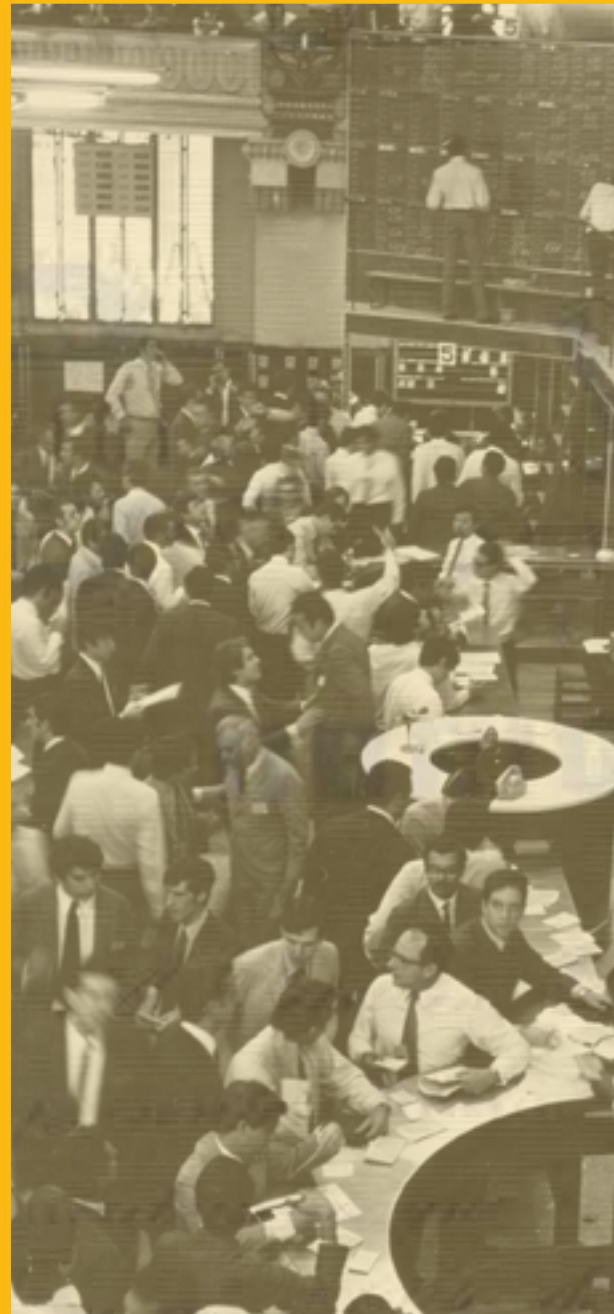
Diagramação e produção gráfica

Tati Rivoire

Uma parceria



Este livro foi impresso no Rio de Janeiro, em novembro de 2016, pela Stilgraf, a 4x4 cores, no formato 26 x 21,5 cm. O papel do miolo de 156 páginas é Couchê Fosco, LD 115 g. e a fonte é Minoin, corpo 10/13.











Uma parceria

