

---

**CVM**

---

**REGULAÇÃO DO  
MERCADO DE  
VALORES MOBILIÁRIOS:  
FUNDAMENTOS E  
PRINCÍPIOS**

**VOTO CMN nº 426/78  
aprovado em 21/12/78**

---

---

# SUMÁRIO

## APRESENTAÇÃO

### FUNDAMENTOS PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1	Interesse Público	3
2	Confiabilidade	4
3	Mercado Eficiente	4
4	Competitividade	4
5	Mercado Livre	5
6	Proteção ao Investidor	5

### PRINCÍPIOS PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A	Auto-Regulação	9
I	<i>Objetivo</i>	9
II	<i>Pressupostos</i>	9
III	<i>Diretrizes Básicas</i>	10
1	Diretrizes para o Credenciamento de Entidades Auto-Reguladoras	10
2	Diretrizes para o Exercício da Auto-Regulação	10
3	Diretrizes para a Atuação do Órgão Regulador	11
B	Divulgação de Informações	12
I	<i>Objetivo</i>	12
II	<i>Pressupostos</i>	12
III	<i>Diretrizes Básicas</i>	13
1	Diretrizes Gerais	13
2	Diretrizes para o Estabelecimento de Padrões de Informações	13

3	Diretrizes Relativas à Disseminação de Informações	14
<b>IV</b>	<b><i>Concepção de Registro</i></b>	<b>15</b>
1	Diretrizes	15
2	Mercado Primário e Mercado Secundário – Implicações para uma Política de Divulgação de Informações	17
3	Tipos de Registro	17
<b>C</b>	<b>Qualificação para o Exercício de Atividades no Mercado de Valores Mobiliários</b>	<b>19</b>
<b>I</b>	<b><i>Objetivo</i></b>	<b>19</b>
<b>II</b>	<b><i>Pressupostos</i></b>	<b>19</b>
<b>III</b>	<b><i>Diretrizes Básicas</i></b>	<b>20</b>
1	Diretrizes Gerais	20
2	Diretrizes para a Qualificação de Indivíduos	20
3	Diretrizes para a Qualificação de Empresas	21
<b>D</b>	<b>Conduta dos Intermediários</b>	<b>22</b>
<b>I</b>	<b><i>Objetivo</i></b>	<b>22</b>
<b>II</b>	<b><i>Pressupostos</i></b>	<b>22</b>
<b>III</b>	<b><i>Diretrizes Básicas</i></b>	<b>23</b>
1	Diretrizes Gerais	23
2	Diretrizes para o Tratamento de Casos de Conflito de Interesses	23
3	Diretrizes para o Uso de Promoção e Propaganda	24
4	Diretrizes para o Fornecimento de Recomendação Adequada	25
5	Diretrizes para a Execução de Ordens	25
6	Diretrizes para o Estabelecimento de Instrumentos de Controle	26

---

---

# APRESENTAÇÃO

Antes mesmo de assumir plenamente as suas atribuições, o que ocorreu em 6 de abril de 1978, a CVM já vinha exercendo funções normativas, tal como determinava a Resolução n.º 435, de 20.07.77, do Conselho Monetário Nacional. Daquela data até a presente a CVM baixou algumas normas disciplinadoras do mercado, apresentou proposições ao CMN objetivando o aperfeiçoamento ou a criação de instrumentos do mercado, e participou ainda da elaboração de projetos, ao lado de entidades privadas e instituições do governo, objetivando, também, o estabelecimento de normas de interesse do mercado.

Em todos esses casos, procurou-se atender a aspectos do mercado merecedores de tratamento urgente e prioritário. Simultaneamente à edição destes atos, dedicava-se a CVM à pesquisa dos elementos sobre os quais pudesse montar as bases da sua atividade reguladora e, pelo ajustamento desses elementos a uma linha de coerência e racionalidade, chegasse, afinal, a uma filosofia de regulação consistente e compreensível.

Esse trabalho envolveu, praticamente, todo o corpo técnico da instituição, bem como todo o quadro dirigente, em seminários especificamente voltados para este fim.

Ao escolher este caminho, contrariando inclusive expectativas de que a ação normativa da instituição pudesse processar-se de forma rápida e abundante, pareceu à CVM que atuar sobre princípios claros e convenientemente elaborados, significaria, antes de tudo, evitar o casuísmo, o arbítrio, a super-regulação e a fragmentação da atividade em atos isolados e, geralmente, de curto horizonte temporal.

O importante, também, é que este arcabouço conceitual é um instrumento eficaz para a efetiva implantação e consolidação de uma política de auto-regulação, na medida em que encerra os elementos básicos para as iniciativas de cunho disciplinar ou regulador que as entidades do mercado decidam adotar no âmbito da sua competência.

Finalmente, o fato de os princípios estarem ao alcance de todos permite que cada ato que a CVM, quando necessário, venha a baixar possa merecer, na fase de audiência pública, uma análise e um julgamento crítico, por parte do interessado, à luz da coerência geral.

O esforço da CVM no sentido do estabelecimento desta filosofia resultou num documento, submetido ao Conselho Monetário Nacional e por ele aprovado, explicitando todo o pensamento da organização sobre a matéria. O fato de ter sido aprovado pelo CMN constitui, entre outras coisas, uma garantia de estabilidade da política de regulação da CVM, na medida em que qualquer modificação da matéria dependerá sempre do seu prévio assentimento.

O documento — Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios — que aqui se traz a público, compreende os elementos dos quais serão geradas as políticas da CVM e, com base nelas, os atos normativos específicos. Os “fundamentos” são as idéias centrais que justificam a regulação. Os “princípios” são os conceitos básicos que orientarão as políticas de regulação.

A divulgação desse trabalho pretende levar a público, e especialmente aos integrantes do mercado, esta base conceitual cujo amplo conhecimento se apresenta indispensável ao aprimoramento dos padrões de regulação do mercado de valores mobiliários.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Roberto Teixeira da Costa', with a horizontal line extending to the right.

*Roberto Teixeira da Costa*  
Presidente

**FUNDAMENTOS PARA A  
REGULAÇÃO DO MERCADO  
DE VALORES MOBILIÁRIOS**

# FUNDAMENTOS PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A implementação de uma política de regulação, na medida que se pretenda dotá-la de consistência e coerência na sua aplicação, requer prévia definição de seus fundamentos básicos, em função dos quais serão elaborados os atos emanados da autoridade reguladora.

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro deste contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção do desenvolvimento do País.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em conseqüência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.

Essa regulação levará em conta os seguintes fundamentos:

## 1. Interesse Público

A atuação da CVM no mercado de valores mobiliários estará fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público.

Através desse mercado as poupanças individuais fluem diretamente para as empresas, transformando-as em capital produtivo, contribuindo positivamente para o crescimento e prosperidade da economia e da nação.

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico, faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre todo o aparelho produtivo, atingindo aqueles que dele não participam diretamente. Assim, são do interesse público os atos e fatos relativos ao mercado de valores mobiliários e sob a sua égide devem-se nortear todos os seus fundamentos e princípios.

## 2. Confiabilidade

A confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Esse mercado somente cumprirá sua função alocativa com eficiência se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento impessoal e equânime.

Reconhece-se que a confiabilidade surgirá de um conjunto de circunstâncias que levem à atuação idônea dos participantes do mercado e à inexistência de atos e normas discriminatórios e de privilégios específicos em detrimento do interesse geral.

Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado.

## 3. Mercado Eficiente

Considera-se como objetivo permanente a ser perseguido pelas autoridades na regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, a constante busca de maior eficiência.

É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.

## 4. Competitividade

A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado eficiente.

A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento.

A CVM em sua atuação deverá preservar a competitividade nas atividades e entre os participantes do mercado de valores mobiliários.

## **5. Mercado Livre**

No processo de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao mercado e ao exercício das atividades, através de mecanismos que promovam a competitividade na procura de um mercado eficiente e confiável.

## **6. Proteção ao Investidor**

Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento eqüitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é o protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.

**PRINCÍPIOS PARA A  
REGULAÇÃO DO MERCADO  
DE VALORES MOBILIÁRIOS**

# PRINCÍPIOS PARA A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

## A. Auto-Regulação

### *I. Objetivo*

A adoção pela CVM do sistema de auto-regulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários objetiva aumentar a eficiência da atividade regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

### *II. Pressupostos*

Esse objetivo da CVM está baseado em três pressupostos:

1. A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação.
2. Uma entidade auto-reguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados.
3. A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador.

Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar mais eficiente a atuação do órgão regulador, já que só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz, caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, o maior zelo na observação das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento. Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da auto-regulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade adversa aos negócios.

### **III. Diretrizes Básicas**

#### **1. Diretrizes para o Credenciamento de Entidades Auto-Reguladoras**

As seguintes considerações devem preceder à instalação de uma política de auto-regulação para qualquer segmento do mercado de valores mobiliários:

- a) A delegação de poderes a uma entidade auto-reguladora confere-lhe a condição de órgão oficial e auxiliar do regulador. Assim sendo, os poderes delegados devem ser exercidos com as mesmas finalidades que orientariam seu exercício pelo órgão regulador.
- b) A regulação é por natureza evolucionária, devendo estimular e acompanhar o desenvolvimento do mercado e as mudanças nas características e necessidades das atividades reguladoras. Às entidades auto-reguladoras cabe zelar pelo atendimento desses requisitos.
- c) A auto-regulação implica capacitação da entidade auto-reguladora de fazer cumprir a legislação básica e as demais normas complementares, quer as editadas pelo órgão regulador, quer as que venham a ser instituídas pela própria entidade.
- d) A confiança dos investidores é fundamental para o desenvolvimento do mercado e só pode ser obtida a partir da existência de intermediários íntegros, dotados de alta competência e de capacidade financeira adequada. A auto-regulação no sistema de intermediação requer da entidade auto-reguladora a avaliação constante das qualificações de seus membros.
- e) A auto-regulação somente cumprirá suas finalidades se, na constituição e funcionamento da entidade auto-reguladora, ficar assegurada representatividade aos diversos segmentos do mercado que são afetados pela ação de seus membros.

#### **2. Diretrizes para o Exercício da Auto-Regulação**

A CVM considera que as entidades auto-reguladoras, ao normatizarem e ao acompanharem as práticas comerciais de seus membros, deverão certificar-se de que atendem às seguintes considerações, que visam a preservar o interesse público e a confiabilidade no mercado:

- a) A consumação de atos e práticas fraudulentas ou que configurem manipulação no mercado de valores mobiliários é nociva a seu desenvolvimento, devendo a todo custo ser evitada. Caso venha a ocorrer, cabe à entidade aplicar as sanções cabíveis conforme previsto em suas normas.

b) Devem-se promover princípios justos e eqüitativos nos negócios, não se editando regras ou permitindo práticas que favoreçam a discriminação entre investidores, companhias emissoras ou intermediários.

c) À entidade auto-reguladora cabe promover a cooperação e a coordenação entre as pessoas e empresas que atuam no segmento do mercado cujas atividades encontram-se sob sua jurisdição, sem prejuízo de uma competição sadia que leve ao aprimoramento de métodos e práticas, com benefícios para a comunidade como um todo.

### 3. Diretrizes para a Atuação do Órgão Regulador

Na delegação de poderes a entidades auto-reguladoras, a CVM deterá competência regulatória residual, cuja utilização levará em conta as seguintes considerações:

a) A delegação de poderes não exime o órgão regulador da responsabilidade primária pela regulação do mercado de valores mobiliários. Os segmentos auto-regulados deverão ser objeto de sua intervenção, sempre que o interesse público estiver ameaçado pela ação ou omissão da entidade auto-reguladora.

b) A aplicação de sanções disciplinares deve contar com instâncias superiores de recurso, cabendo ao órgão regulador o poder de revê-las, a pedido dos interessados.

c) A possibilidade de edição de normas e de adoção de procedimentos inadequados deve ser evitada, e, para isso, o órgão regulador poderá exigir sua submissão prévia ou sua revisão, quando já em vigor.

d) Para o bom funcionamento do sistema, o órgão regulador deve agir através das entidades auto-reguladoras, prestigiando-as e acompanhando-as em sua atuação, interferindo apenas quando tiverem sido esgotados os meios razoáveis para a correção de uma atuação insatisfatória.

e) O aperfeiçoamento constante do sistema de auto-regulação é tarefa comum, sendo necessária uma contínua avaliação de seu desempenho e da consistência e eficácia das medidas adotadas. Esta tarefa será realizada em conjunto pelo órgão regulador e pelas entidades auto-reguladoras.

## B – Divulgação de Informações

### *I. Objetivo*

A regulação da Divulgação de Informações pela CVM objetiva assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada da decisão de investir em valores mobiliários e ainda das decisões de votar e de se fazer representar em assembléias de companhias abertas.

### *II. Pressupostos*

Esse objeto da CVM está baseado em três grandes pressupostos:

1. A alocação eficiente de recursos numa economia de mercado tem como pré-condições a existência de um sistema de informações confiável e oportuno.
2. As forças espontâneas de mercado e a soma dos interesses privados são insuficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente, impondo-se a instituição da obrigatoriedade de fornecimento das informações consideradas necessárias.
3. Os benefícios decorrentes da criação de um órgão governamental com as atribuições, entre outras, de regular o funcionamento de um sistema de divulgação de informações, fixando sua conformação geral e tomando as medidas necessárias à sua implementação, superam os ônus que acarreta, considerada a comunidade como um todo.

Esses pressupostos refletem a preocupação de otimizar a utilização dos recursos de capital no mercado de valores mobiliários, salientando sua dependência em relação ao sistema de informações existente. Uma vez amplamente disponíveis essas informações, num mercado eficiente, os preços tendem a refletir com rapidez sua interpretação, de sorte que retornos extraordinários apenas são possíveis às custas de um esforço analítico, capaz de produzir uma interpretação mais precisa dos dados divulgados. A obrigatoriedade de fornecimento de informações, decorrência do segundo pressuposto, busca reduzir a possibilidade de que certos grupos beneficiem-se às custas de outros, através de um acesso privilegiado a determinados dados que possam influir na decisão de investir. Por sua vez, o terceiro pressuposto incorpora a idéia de que a seleção de informações a serem fornecidas e a fiscalização de seu fornecimento devem ser feitos através de um órgão regulador, criado para esta finalidade, com benefícios líquidos, para a comunidade como um todo.

### *III. Diretrizes Básicas*

#### 1. Diretrizes Gerais

- a) O sistema de divulgação visa a equalizar o acesso à informação, protegendo o público investidor e gerando sua confiança; a utilização da informação privilegiada é indesejável, uma vez que permite aos que a ela têm acesso obter benefícios às custas de terceiros, afetando a confiabilidade geral do mercado.
- b) A manutenção da confiança do investidor através da plena revelação dos fatos é um pré-requisito para a construção de uma economia aberta, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e uma maior captação de recursos de capital pelas companhias.
- c) A proteção do público investidor pela divulgação de informações não prejudica as companhias corretas e sadiamente administradas.
- d) A prática da divulgação de informações é um elemento didático que tende a influenciar favoravelmente a conduta da administração das companhias abertas.

#### 2. Diretrizes para o Estabelecimento de Padrões de Informações

As seguintes considerações devem preceder a escolha pelo CVM das informações que virão a compor o sistema de divulgação:

- a) Os grupos cujas necessidades de informação se quer suprir, isto é, para quem o sistema está dirigido. O fato de o sistema poder ser considerado complexo pela maior parte dos investidores não é necessariamente um mal em si. Os benefícios para estes serão obtidos através da intermediação por agentes capazes de assimilar, analisar, sintetizar e transmitir as informações disponíveis.
- b) O mercado precisa ter rápido acesso à informação, de uma forma confiável e pelo meio adequado.
- c) A informação desejada deve ser necessária, repercutindo de modo significativo sobre as decisões do público investidor, não estando afastada a consideração de casos em que o mercado ainda não tenha a consciência de sua relevância.
- d) A política de divulgação de informações é de natureza evolucionária, cabendo à CVM:

– promover, previamente à emissão de normas e à fixação de padrões, a análise e a caracterização da necessidade objetiva de revelar determinados fatos ao público investidor, assegurando-se da inexistência de redundâncias;

– analisar as conseqüências de requisitos em termos do balanceamento entre custos decorrentes e benefícios auferidos pelos investidores;

– estudar, previamente à introdução de modificações e exigências adicionais, os resultados obtidos a cada etapa do processo evolutivo do sistema;

– zelar para que, constatadas insuficiências de informações requeridas pelo público investidor, o sistema busque suprir informações necessárias que se revelem significativas.

e) A CVM orientará, por meio de normas e padrões, as companhias para a divulgação das informações mínimas, consideradas essenciais para o mercado, sempre que possível, estabelecendo indicadores qualitativos e quantitativos. Os administradores das companhias, como responsáveis pela sua divulgação, deverão promover a avaliação contínua das necessidades adicionais de informação ao público, dado seu acesso e conhecimento sobre os fatos e sua maior capacidade em avaliar sua relevância, utilizando o critério do possível reflexo dos acontecimentos sobre a cotação dos valores mobiliários por elas emitidos.

f) A CVM limitará suas exigências sobre informações de natureza social ou relativas à conduta das companhias apenas aos casos em que tiveram implicações significativas sobre as decisões de investir, votar e fazer-se representar em assembleias de companhias abertas.

### 3. Diretrizes Relativas à Disseminação de Informações

A preocupação da CVM não se limita apenas à divulgação de informações, abrangendo também sua ampla disseminação, de modo a dotar o mercado das necessárias pré-condições de eficiência.

Define-se como mercado eficiente aquele em que um grande número de compradores e vendedores reagem através de mecanismos que conduzem o preço dos valores mobiliários a refletirem as informações disponíveis sobre as companhias emissoras. O nível de eficiência do mercado está associado à velocidade de reação dos preços dos valores mobiliários às informações divulgadas. Um sistema de informações deficiente possibilita acesso privilegiado e eventuais retornos extraordinários

para alguns, em detrimento dos menos informados. Efeitos danosos também advêm do tempo de que o sistema precisa para disseminar a informação no mercado, possibilitando o acesso de alguns a certos dados antes de sua divulgação ampla. O que se deseja, na realidade, é um mercado onde a competição ocorra na interpretação das informações disponíveis, e não na tentativa de ter acesso privilegiado a elas.

As exigências da CVM em relação à disseminação de informações estarão baseadas nas seguintes considerações:

a) Todo o sistema de divulgação destina-se a servir direta ou indiretamente ao investidor individual.

b) A CVM, como órgão regulador, buscará orientar a atualização sistemática dos métodos e procedimentos de informação ao público investidor, promovendo estudos, pesquisas e levantamentos junto à comunidade do mercado de valores mobiliários no que concerne a:

- fatores determinantes e procedimentos empregados nas decisões dos investidores;
- informações utilizadas, suas fontes e condições de acesso;
- dificuldades encontradas na interpretação e utilização de informações;
- sugestões para aperfeiçoamento do sistema.

c) Ao estabelecer exigências adicionais às previstas em lei quanto à forma de disseminar informações, a CVM procurará atingir um balanceamento adequado entre os benefícios para os investidores e os ônus para as companhias e os agentes de mercado, seja pelo alto custo de obter ou difundir os dados, seja por outros fatores.

#### *IV. Concepção de Registro*

##### 1. Diretrizes

Abrem-se duas grandes opções para a ação do órgão regulador, partindo-se do pressuposto de que as forças de mercado e os interesses particulares não são suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficiente. A primeira é a de este órgão determinar quais as companhias elegíveis para a captação de recursos

junto ao público, a partir de sua própria análise das informações por elas fornecidas, expondo aos interessados as razões que nortearam sua decisão. A segunda, escolhida pela CVM, é a de não exercer tal julgamento de valor, zelando apenas pelo fornecimento adequado de informações, por parte das companhias, ao público investidor. Este, com base nos elementos colocados à sua disposição, tomará a decisão de adquirir ou não valores mobiliários por elas emitidos.

A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao órgão regulador, que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. Paralelamente, a entidade reguladora exige alguns compromissos por parte das companhias que captaram recursos no mercado, prevendo a manutenção de um determinado fluxo de informações para os investidores atuais e potenciais.

As exigências da CVM por ocasião do registro serão norteadas por essa diretriz básica quanto à divulgação de informações e ainda pelas seguintes considerações:

- a) A sistemática de registro estabelecerá os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas.
- b) Ao autorizar a negociação de determinado valor mobiliário através da concessão do registro, a CVM não garante o sucesso da empresa emissora nem a conduta ética ou a capacidade técnica dos administradores. Nesse sentido, o sistema de divulgação de informações serve apenas como proteção para os investidores, não se constituindo em atestado de qualidade dos empreendimentos. O uso da informação e a decisão de comprar ou vender um valor mobiliário cabe a cada indivíduo. Evidentemente, a CVM considerará o estágio em que o mercado brasileiro se encontrará a cada momento, criando algumas salvaguardas para minimizar as possibilidades de fornecimento de informações inverídicas ou ambíguas.
- c) A implementação do sistema de divulgação de informações poderá ser feita por normatização específica, por princípios gerais de regulação e pelo aproveitamento dos usos e costumes vigentes no mercado. A flexibilidade do sistema dependerá do grau de utilização desses três procedimentos.
- d) O propósito da regulação específica sobre o registro é o de prover uma certa proteção ao investidor, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhe deram origem, sem, porém, impedir o mercado de funcionar adequadamente, contrabalançando os direitos do investidor e as obrigações dos emissores e demais agentes de mercado.

## 2. Mercado Primário e Mercado Secundário — Implicações para uma Política de Divulgação de Informações

A CVM decidiu que sua política de divulgação será formulada de modo a atender tanto ao mercado primário quanto ao secundário, combinando as informações destinadas a ambos. Os instrumentos voltados para essa finalidade — registros — serão distintos, tendo-se, contudo, o objetivo de torná-los complementares.

Esta decisão foi precedida do estudo de procedimentos adotados em outros países, onde se nota grande ênfase no fornecimento de informações para o mercado primário, quando do lançamento de novas emissões. Duas são as principais razões para isso. A primeira fundamenta-se na relevância econômica de novas emissões para as companhias, dado que visam a sua capitalização. A segunda baseia-se nas diferenças de posições entre compradores de valores mobiliários nos mercados primário e secundário. O investidor, no primeiro caso, está sujeito a uma intensa pressão, devida a um esforço de venda consideravelmente maior: intermediários são mais bem remunerados, emissões são colocadas com certa rapidez, esforços especiais e propaganda são empregados etc. Em consequência, costuma-se exigir, por ocasião do registro, o lançamento de um prospecto contendo informações que assegurem ao investidor um conhecimento detalhado das características do investimento que lhe é proposto.

Contudo, observa-se que, por mais substanciais que possam ser os volumes de recursos canalizados para as companhias através de emissões no mercado primário, esses recursos, em geral, não são significativos, quando comparados com os valores negociados no mercado secundário. Esta constatação tem implicado a necessidade de elaboração de normas obrigando as companhias à divulgação de informações para os investidores nesse mercado.

As necessidades de informações aos dois mercados, primário e secundário, têm sido supridas, em outros países, pela instituição de registros separados, gerando complicações desnecessárias, redundâncias e outros inconvenientes, devido à ausência de compatibilidade entre eles.

O ordenamento jurídico adotado no Brasil permite à CVM evitar tais inconvenientes, instituindo registros que, embora distintos, caracterizem-se pela complementaridade das informações que contêm.

## 3. Tipos de Registro

### a) Registro de companhia para negociação em Bolsa ou Balcão

Destina-se a prover a base de informações ao mercado secundário, devendo constituir-se, por princípio, num sistema contínuo de

revelação de informações. Através desse registro, que será anualmente atualizado pelas companhias, os investidores poderão dispor dos elementos necessários à tomada de decisão. Além da revisão anual das informações básicas, as companhias divulgarão periodicamente certos dados e ainda indicarão os fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, capazes de influir, de modo ponderável, na decisão de investidores, de vender ou comprar valores mobiliários por ela emitidos.

b) Registro de emissão primária

Refere-se a informações que devem ser divulgadas por ocasião de novas emissões de valores mobiliários. Constitui-se de um conjunto de dados sobre a emissão em si, sobre os valores mobiliários a serem oferecidos e suas características etc. Para a tomada de decisão consciente, os potenciais investidores contarão, além dessas informações, com outras referentes à companhia emissora, com base no registro atualizado para negociação em Bolsa ou Balcão. Assim, ambos os registros caracterizam-se como complementares, permitindo maior velocidade no lançamento de títulos e unificando o sistema de divulgação.

c) Registro de distribuições secundárias

Destina-se a prover informações, em certas situações, de distribuição de valores mobiliários no mercado secundário, caracterizadas, seja por se tratar de um lote substancial de títulos, cuja origem leve o investidor a necessitar de maiores esclarecimentos, seja pela forma que se pretenda adotar para sua colocação junto ao público. Dada a existência de um registro atualizado sobre a companhia, cabe apenas prover informações sobre a distribuição em si. A exigência desse registro será efetivada gradualmente, à medida que for solicitado, pelas condições vigentes no mercado.

d) Registro de operações especiais

Destina-se a oferecer informações específicas, a serem exigidas em situações tais como: ofertas públicas de aquisição de controle; permuta de valores mobiliários em decorrência de incorporações, fusões, cisões etc.; fechamento de capital; recompra de valores mobiliários pela própria companhia etc. Como o registro de companhia já provê grande parte das informações consideradas necessárias, a normatização pela CVM será gradativa, iniciando-se pelas operações que ocorrem com maior frequência no mercado.

e) Registro de operações de "insiders"

Compreende as obrigações de registro de informações relativas a operações específicas realizadas por investidores que detenham posições privilegiadas no que toca ao acesso ao conhecimento de

fatos que possam influir, de modo ponderável, na cotação de valores mobiliários.

f) Registro de informações relativas ao uso do poder de voto

Destina-se a prover informações que contribuam para o exercício consciente do poder de voto por parte dos investidores, estabelecendo as informações que devam ser apresentadas em casos de pedidos de procuração e em outras situações onde cabe aos acionistas votar em assembléia.

g) Outros tipos de informação

Abrangem as diversas informações sobre as negociações no mercado de valores mobiliários, tais como preços, volumes e outros dados, parte dos quais, por usos e costumes estabelecidos, já vêm espontaneamente sendo fornecidos ao público investidor.

## C – Qualificação para o Exercício de Atividades no Mercado de Valores Mobiliários

### *I. Objetivo*

O estabelecimento pela CVM de Critérios de Qualificação para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, através da instituição de Registros de Intermediários, objetiva assegurar a presença de profissionais honestos, capazes e experientes e de empresas dotadas de estabilidade financeira, com vistas a garantir a segurança e a proteção dos investidores e a tornar mais eficiente a regulação desse mercado.

### *II. Pressupostos*

Esse objetivo da CVM está baseado em três pressupostos:

1. A qualificação do indivíduo reflete-se sobre a atividade que exerce, e todo o esforço para elevar seu padrão de qualificação influencia a organização a que pertence.
2. A exigência de condições mínimas de qualificação para o exercício de atividades, no momento do ingresso do intermediário no mercado, é um meio eficaz para assegurar-se a presença de profissionais honestos, capazes e experientes.
3. A imposição de parâmetros mínimos de capacitação financeira para empresas que atuam no mercado de valores mobiliários é meio eficaz para assegurar a estabilidade financeira necessária à manutenção da confiança pública.

Esses pressupostos refletem a preocupação de ter-se um mercado sólido e confiável, sem o que seu potencial de desenvolvimento estará comprometido. A ênfase na qualificação e na responsabilidade do indivíduo tem sua base no fato de ser ele a unidade através da qual se realizam as negociações e se influenciam as decisões de investir. A elevação de seu padrão de qualificação e conduta afeta positivamente a confiança pública no mercado. Finalmente, a existência de empresas dotadas de adequadas condições de liquidez é fundamental para a proteção dos investidores que, ao lhes confiarem seus recursos, poderão contar com sua pronta disponibilidade, a qualquer momento.

### *III. Diretrizes Básicas*

#### 1. Diretrizes Gerais

Os registros de intermediários consistem no fornecimento e na atualização de dados e informações sobre pessoas, mediante os quais o órgão regulador as autoriza a exercer atividades no mercado de valores mobiliários; serão estabelecidos levando-se em conta as seguintes considerações:

- a) O registro na CVM não implica em isenção de avaliação permanente das qualificações do intermediário para o exercício de suas atividades.
- b) O registro implica a obrigação, por parte do intermediário, de providenciar a correção das informações nele contidas, tão logo tenha conhecimento de que estejam incorretas ou incompletas.
- c) Os participantes do mercado devem estar amplamente informados a respeito das características dos intermediários; para isso, as informações constantes dos registros estarão disponíveis para o público, excetuando-se aquelas consideradas sigilosas, legalmente ou a critério da CVM.

#### 2. Diretrizes para a Qualificação de Indivíduos

As seguintes considerações orientarão o estabelecimento, pela CVM, de critérios para a qualificação de indivíduos para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários:

- a) A competência e a integridade são os fatores fundamentais para a qualificação de indivíduos para exercício de atividades no mercado de valores mobiliários.
- b) O investidor deve poder contar com o auxílio de profissionais competentes que possam apresentar-lhe uma visão clara e correta dos negócios e serviços oferecidos, esclarecer dúvidas e explicar pontos essenciais, de modo que sua decisão de comprar ou vender valores mobiliários seja tomada de maneira consciente e racional.

c) A competência implica na habilitação técnica do indivíduo para a atividade que deseja exercer no mercado. Essa habilitação compreende o conhecimento das matérias necessárias ao exercício de uma atividade específica e das leis e regulamentos que a afetam.

d) Em determinadas condições, além do conhecimento, a experiência é essencial para a qualificação do indivíduo quanto à competência para o exercício de atividades, em que somente a prática pode posicionar o profissional dentro das realidades do mercado, dotando-o da sensibilidade adequada para seu exercício.

e) A presença no mercado de profissionais de elevados padrões éticos constitui-se em grande proteção aos investidores contra a ocorrência de fraudes e abusos, reduzindo, conseqüentemente, a necessidade de regulação. É, contudo, reconhecidamente difícil o estabelecimento de critérios que permitam uma avaliação prática eficaz da integridade. A avaliação do indivíduo pela comunidade a que pertence é a alternativa julgada adequada, uma vez que a proximidade e a identificação profissional reduzem a possibilidade de erro, impondo-se um comportamento responsável por parte de seus membros no reconhecimento da integridade dos indivíduos que recomendam.

f) As recomendações de indivíduos quanto à integridade, pela comunidade a que pertencem, devem garantir tratamento justo e eqüitativo a todos os participantes, evitando-se a influência da autoproteção, assim como garantindo-se o livre acesso ao exercício de atividades. Cabe à CVM zelar para que os padrões de avaliação atendam aos interesses do mercado. Naturalmente, pessoas que tenham sido condenadas por crimes contra o patrimônio estarão temporariamente vedadas de exercer atividades no mercado de valores mobiliários.

### 3. Diretrizes para a Qualificação de Empresas

As seguintes considerações orientarão o estabelecimento, pela CVM, de critérios para a qualificação de empresas para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários:

a) Seus administradores e profissionais devem ter competência e integridade, nos termos da qualificação exigida para os indivíduos que desejam exercer atividades no mercado de valores mobiliários.

b) No exercício de suas atividades, as empresas intermediárias devem dispor de sistemas de controle que permitam a seus administradores manter uma supervisão adequada sobre seus funcionários, em especial aqueles que mantêm contato direto com o público ou manuseiam valores. Espera-se, por parte dos administradores, um comportamento diligente que garanta o funcionamento eficaz desses sistemas.

c) A exigência de adequada capacidade financeira para as empresas intermediárias exercerem atividades no mercado de valores mobiliários

dará ênfase a requisitos de liquidez. Tal medida, além de proporcionar maior proteção ao investidor, preserva a confiabilidade no mercado, garantindo seu funcionamento contínuo e ordenado, em decorrência da estabilidade financeira de seus participantes.

d) A relação de fidedignidade que as empresas intermediárias mantêm com seus clientes implica em diferentes graus de responsabilidade financeira, dependendo da atividade exercida. Sua capacidade de atender prontamente aos compromissos assumidos é feita pela verificação do atendimento a determinadas proporções entre ativos de alta liquidez e responsabilidades financeiras assumidas com clientes. Parâmetros de liquidez deverão ser estabelecidos para todas as empresas intermediárias, variando com o volume de compromissos e a natureza das atividades às quais se dedicam.

e) A qualificação de uma empresa para exercício de atividades no mercado de valores mobiliários implica seu compromisso de revelar prontamente ao órgão regulador quaisquer fatos que venham a afetar sua capacidade financeira.

## D – Conduta dos Intermediários

### *I. Objetivo*

A definição de Regras de Conduta a serem observadas por profissionais e empresas que atuem no mercado de valores mobiliários objetiva dotar o exercício de atividades, nesse mercado, de padrões éticos que representem uma garantia de proteção ao investidor e de manutenção da confiabilidade.

### *II. Pressupostos*

Esse objetivo da CVM está baseado em três pressupostos:

a) A observância das leis e regulamentos em vigor, bem como o atendimento às exigências do órgão regulador quanto à qualificação de profissionais e empresas não são suficientes para prover adequada proteção ao investidor.

b) O estabelecimento de padrões de conduta e a definição de responsabilidades para profissionais e empresas, que complementem os requisitos formais exigidos para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, são meios eficazes para prover um nível de proteção ao investidor que resguarde a confiabilidade no mercado.

c) O controle, por parte do intermediário, dos negócios que realiza, incluindo lançamentos detalhados relativos às operações, é essencial tanto para o bom funcionamento da empresa intermediária quanto para uma fiscalização eficiente de suas atividades.

Esses pressupostos refletem a preocupação da CVM com a qualidade dos serviços prestados pelos intermediários – profissionais e empresas –

aos investidores. É preciso que os requisitos de qualificação exigidos por ocasião do registro, que visam a garantir a presença no mercado de profissionais honestos e capazes e de empresas com adequada capacidade financeira, sejam complementados por diretrizes que visam a manter um elevado padrão de comportamento por parte desses intermediários. A observância desses requisitos adicionais é um elemento importante na manutenção da confiabilidade do mercado. São considerados essenciais à boa condução dos negócios, assumindo maior relevância nos casos em que os intermediários prestam serviços a clientes, guardando junto aos mesmos uma relação de confiança. Além disso, é necessário, para maior eficiência da intermediação e da atuação do órgão regulador, que as operações realizadas sejam registradas com detalhe. Esses controles, ademais, representam garantia adicional ao investidor de que eventuais falhas por parte do intermediário serão passíveis de comprovação, se necessário.

### *III. Diretrizes Básicas*

#### 1. Diretrizes Gerais

A definição de padrões de conduta, responsabilidades e regras de controle para os intermediários será feita levando-se em conta as seguintes considerações:

- a) A compra e venda de valores mobiliários representa a principal atividade a ser desenvolvida pelos integrantes do sistema de intermediação, constituindo-se todas as outras formas de prestação de serviços em atividades auxiliares ou complementares a essa atividade; em todas elas existe uma relação de confiança entre o intermediário e seu cliente.
- b) Os profissionais e empresas intermediárias estão obrigados a conduzir suas atividades em conformidade com os padrões éticos costumeiros aceitos no mercado ou fixados pelo órgão regulador.
- c) No exercício de atividades no mercado de valores mobiliários, tanto o profissional quanto a empresa intermediária que o contrata são responsáveis pela observância das normas de conduta ética, respondendo separadamente pelo seu não cumprimento.
- d) O investidor, ao procurar os serviços de um intermediário, espera encontrar honestidade e isenção no atendimento de seus interesses, e deve ter satisfeitas suas expectativas.

#### 2. Diretrizes para o Tratamento de Casos de Conflito de Interesses

As seguintes considerações orientarão o estabelecimento pela CVM de regras de conduta para os intermediários, em situações em que haja conflito potencial entre seus interesses e os de seu cliente:

- a) A existência de uma relação fiduciária entre intermediário e cliente exige do primeiro a obrigação de atender sempre aos

interesses de seu cliente e de revelar ao mesmo as operações em que o próprio intermediário tenha algum interesse, direto ou indireto.

b) É dever de qualquer profissional de mercado, que esteja em posição de induzir terceiros a investir, a revelação de conflito de interesses, quando existir, e essa revelação deve ser feita previamente à decisão do investidor de comprar ou vender valores mobiliários.

c) Nos casos em que haja uma administração discricionária dos investimentos do cliente por parte do intermediário, há uma obrigação adicional de melhor atendimento dos interesses de seu cliente.

d) O conflito de interesses nem sempre está restrito às características do valor mobiliário objeto do investimento. O intermediário deve evitar o uso de práticas, tais como as de excesso de negociações, que não atendam exclusivamente aos objetivos do investimento de seu cliente.

### 3. Diretrizes para o Uso de Promoção e Propaganda

A força de persuasão de que são dotadas as modernas técnicas de promoção de vendas leva o órgão regulador a impor sanções quando ficar constatada a veiculação de notícias falsas ou desorientadoras. As seguintes diretrizes serão levadas em conta pela CVM, quando da normatização do uso de promoção e propaganda relacionadas à prestação de serviços no mercado de valores mobiliários:

a) Todo material publicitário relativo às atividades de intermediação deverá, em princípio, ser submetido à apreciação do órgão regulador.

b) Qualquer estudo ou documento distribuído a clientes atuais ou potenciais, com o objetivo de despertar o interesse para investimento em valor mobiliário, deve conter uma apresentação realista e correta da situação presente e uma apreciação sóbria das perspectivas da companhia emissora.

c) A veiculação de informações destinadas à orientação de investidores deve estar tecnicamente fundamentada, eliminando-se referências exageradas quanto a preços e lucros, e evitando-se promessas ou garantias de resultados futuros quando os mesmos não estiverem claramente configurados.

d) O intermediário não deve induzir o investidor a presumir que dispõe de um corpo técnico que na realidade não possui.

e) As informações veiculadas por empresa intermediária devem ser aprovadas por um administrador ou profissional de seu quadro, devendo ficar claramente definida a responsabilidade pelo conteúdo do material divulgado.

f) Visando a permitir uma tomada de decisão consciente por parte do investidor, deve-se evitar o oferecimento de serviços gratuitos ou a preços reduzidos como contrapartida da realização de um negócio.

#### 4. Diretrizes para o Fornecimento de Recomendação Adequada

As seguintes considerações são vistas pela CVM como importantes, no que se refere ao fornecimento, por parte dos intermediários, de recomendação adequada aos interesses de seus clientes:

a) O intermediário tem o dever de conhecer seu cliente, sua capacidade financeira e seus objetivos de investimento, fazendo recomendações que sejam compatíveis com seus interesses e necessidades.

b) O intermediário deve dispor de informações suficientes e atualizadas a respeito da companhia emissora cujos valores mobiliários recomenda e a respeito das características desses valores; no caso de não possuí-las, deve informar o cliente e alertá-lo para o risco de efetuar operações na ausência dessas informações.

c) A realização de operações, por conta própria, pelos intermediários, que não se conformem às recomendações feitas a seus clientes, deve ser precedida de prévia revelação desse fato.

#### 5. Diretrizes para a Execução de Ordens

A orientação da CVM, no que toca à execução de ordens de clientes por intermediários será baseada nas seguintes considerações:

a) O intermediário, ao aceitar a ordem de um cliente, guarda em relação a este uma responsabilidade fiduciária, devendo executá-la com a devida diligência.

b) É necessário que o intermediário tome os cuidados e precauções julgados necessários à melhor execução de uma ordem, selecionando o melhor mercado, utilizando-se do melhor método de execução e procurando o melhor preço.

c) O intermediário deve estar seguro de que o preço pago ou recebido pelo cliente na compra ou venda de um valor mobiliário guarda uma razoável relação com o preço de mercado, sendo necessário maior cuidado de sua parte no caso de valores negociados em Balcão, caso em que preços e volumes são pouco visíveis para os investidores.

## 6. Diretrizes para o Estabelecimento de Instrumentos de Controle

São as seguintes as diretrizes da CVM para o estabelecimento de instrumentos de controle por parte dos intermediários:

- a) Além dos livros e registros, de natureza contábil ou legal, normalmente exigidos para todas as empresas, os intermediários devem manter registros de todos os atos e fatos que direta ou indiretamente afetem os interesses ou representem movimentações de recursos e valores de terceiros, sob sua responsabilidade.
- b) É necessário que os lançamentos relativos a operações realizadas estejam permanentemente atualizados e que sejam conservados em lugar de fácil acesso, visando à maior eficiência da fiscalização.
- c) As operações realizadas por conta e ordem de clientes, bem como as movimentações de recursos ou valores mobiliários depositados com o intermediário, devem ser comunicadas diretamente ao cliente, sempre que possível em prazo que permita a detecção de erros e a efetuação das correções julgadas necessárias.
- d) Cabendo aos intermediários a obrigação de informar, compete ao cliente conferir e acompanhar tais informações, dentro do princípio de uma administração prudente de seus recursos e investimentos.