

Um Exercício de Verificação da Observância dos Objetivos Estatais para Regular os Mercados Bancário e de Valores Mobiliários em Normas do CMN e da CVM

Rubia Carneiro Neves^{*}

Roberto Henrique Pôrto Nogueira^{**}

Leila Bitencourt Reis da Silva^{***}

Glacus Bedeschi da Silveira e Silva^{****}

Introdução. 1 Os objetivos balizadores da regulação brasileira dos mercados bancário e de valores mobiliários. 1.1 Identificados a partir de revisão bibliográfica. 1.2 Identificados em lei. 1.2.1 Na Constituição/1988, para regular os mercados bancário e de valores mobiliários. 1.2.2 Na Lei 4.595/1964, para regular os mercados bancário e de valores mobiliários. 1.2.3 Na Lei 4.595/1964, para regular o mercado bancário. 1.2.4 Na Lei 4.728/1965, para regular o mercado de valores mobiliários. 1.2.5 Na Lei 6.385/1976, para regular o mercado de valores mobiliários. 2 A investigação da referência expressa aos objetivos estudados. 2.1 Na edição de normas a cargo do CMN. 2.2 Na edição de normas a cargo da CVM. 3 O procedimento de edição de normas e a compreensão dos contornos do processo normativo dos dois reguladores 3.1 Sob a competência do CMN. 3.2 Sob a competência da CVM. Conclusão. Referências.

Resumo

O presente trabalho dedicou-se a pesquisar quais são os objetivos apresentados pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários e a verificar a sua observância por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em normas que editam. Estas foram levantadas com recorte temporal de três anos, no caso do CMN, de 1º/9/2016 a 1º/9/2019; e um ano em relação à CVM, de 27/8/2018 a 27/8/2019. Utilizou-se de apuração de referência expressa aos objetivos levantados em revisão bibliográfica na Constituição/1988; na Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964; na Lei 4.728, de 14 de julho de 1965; e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Adotando-se específicos indicadores e metodologia, localizou-se apenas uma menção àqueles objetivos nas normas do CMN e, nas editadas pela CVM, nenhuma foi encontrada. Tal resultado sugere ausência de preocupação desses reguladores em mencionar, nas normas sob sua edição, os objetivos postos pelo Estado para regular os mercados estudados. Todavia, nesta etapa da pesquisa realizada, com os dados mapeados não foi possível verificar de forma definitiva a hipótese segundo a qual o CMN e a CVM, em normas por eles editadas, cumprem os objetivos estatais da regulação.

* Professora e pesquisadora da Faculdade de Direito da UFMG. Cofundadora da Área de Estudos Sistema Financeiro Nacional – negócios, regulação e tutela nos âmbitos administrativo sancionador e penal no Programa de Pós-Graduação.

** Doutor e mestre em Direito Privado pela PUC-MG. Especialista em Direito Tributário pela Milton Campos. Professor do Mestrado Acadêmico e da Graduação em Direito da UFOP. Participante do Grupo de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional – Negócios e Regulação.

*** Doutoranda no Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, na Área de Estudo Empresa no Mercado. Mestre em Direito pela UFOP. Especialista em Direito Privado pela PUC-MG. Advogada. Participante do Grupo de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional – Negócios e Regulação.

**** Mestrando no Programa de Pós-Graduação e da Graduação em Direito da UFMG, na Área de Estudo Direito e Desenvolvimento. Especialista em Direito Processual Civil e em Gestão de Negócios e Marketing pela Cândido Mendes. Assessor Jurídico do Banco do Brasil. Participante do Grupo de Pesquisa Sistema Financeiro Nacional – Negócios e Regulação.

Por outro lado, a investigação revelou a necessidade de reformulação da abordagem metodológica para se atingir o propósito estabelecido na pesquisa, além de permitir a catalogação dos objetivos da regulação estatal para os mercados analisados e que fossem descortinados relevantes aspectos sobre o processo de produção de normas a cargo do CMN e da CVM.

Palavras-chave: Mercados bancário e de valores mobiliários. Sistema Financeiro Nacional. Regulação normativa. CMN. CVM.

A Practice to Verify Compliance with State Objectives for the Banking and Securities Markets in CMN and CVM Rules

Abstract

This paper was dedicated to research what are the objectives of the Brazilian State to regulate the banking and securities markets and to verify their compliance by the Conselho Monetário Nacional (CMN) and the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) in their rules. The research based on data of 3 years ago, in the case of CMN, from 9/1/2016 to 9/1/2019, and of 1 year ago, in case of the CVM, from 8/27/2018 to 8/27/2019. To establish an express reference to the objectives in a bibliographic review, in the Constitution/1988, laws number 4.595/1964, 4.728/1965 and 6.385/1976. By adopting specific indicators and methodology, a mention of those objectives founded only in the CMN rules and those published by the CVM, none mention was found. This result suggests that the regulators don't concern to mention the State objectives for the markets studied regularly in those rules. However, at this stage of the research, the mapped data it was not possible to verify the hypothesis according to which the CMN and the CVM to verify if the norms edited by them mention the State objectives of the regulation. On the other side, this paper revealed the need to reformulate the methodological approach in order to achieve the purpose established in this research, in addition to allowing the cataloging of the objectives of the state definition for the target markets and which perform relevant insights on the process of producing rules of CMN and CVM.

Keywords: Banking and securities markets. National Financial System. Normative regulation. CMN. CVM.

Introdução

A regulação estatal define a dimensão do Sistema Financeiro Nacional (SFN), o seu conteúdo, os mercados nos quais a atividade de movimentação profissional de recursos financeiros é exercida, os agentes que são autorizados a exercê-la e aqueles que a regulam, todos devendo atuar em conformidade com os objetivos postos pelo Estado brasileiro para controlar esse setor da economia nacional.

Inicialmente, a pesquisa que ensejou a produção deste trabalho tinha como escopo investigar se os agentes reguladores do SFN, em sua atuação, observam os objetivos postos pelo Estado.

Considerando a limitação de tempo para a finalização da pesquisa, eis que executada durante o curso de disciplina de pós-graduação *stricto sensu* lecionada em quatro meses,¹ foi necessário realizar recortes metodológicos. Assim, a investigação centrou-se nos mercados bancário e de valores mobiliários e na atuação normativa do CMN e da CVM, principais responsáveis pela edição de normas para cada um desses segmentos do SFN.

A fim de atingir ao propósito da pesquisa, procurou-se compreender o processo de edição de normas a cargo dos dois reguladores e levantar os objetivos eleitos pelo Estado brasileiro para regular o SFN. Para praticar esta última tarefa, realizou-se revisão bibliográfica e análise normativa. O exame das normas exigiu a adoção de outro recorte metodológico. Foram mapeados os objetivos para o Estado regular os mercados bancário e de valores mobiliários nominalmente previstos no texto constitucional, na Lei 4.595/1964, na Lei 4.728/1965 e na Lei 6.385/1976, sob a justificativa, primeiro, pela exiguidade do prazo para realização da investigação e, segundo, porque, no caso da Constituição, cabe adotá-la como ponto de partida para análise do cumprimento de qualquer norma em âmbito nacional. Terceiro, no que toca às 3 leis selecionadas, porque representam o conjunto de normas gerais sobre a estrutura dos dois mercados abordados, os agentes autorizados a neles atuar, as atividades que podem praticar, seus agentes reguladores e a respectiva competência regulatória.

A avaliação quanto à observância material dos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários por parte do CMN e da CVM restou prejudicada, eis que, ao final da pesquisa realizada, concluiu-se pela insuficiência dos dados levantados para comprovar ou refutar a hipótese de que tais reguladores os observam na edição de suas normas.

Todavia, com uso de específicos indicadores,¹ recorte temático e temporal, a pesquisa produziu interessantes resultados ao perquirir, a partir de palavras-chaves, se nas normas editadas pelo CMN e pela CVM há referência expressa aos objetivos eleitos pelo Estado para regular os mercados bancário e de valores mobiliários. São os resultados dessa apuração que se apresentam neste trabalho, dividido em 3 partes, além desta introdução e da conclusão. Na primeira parte, examina-se a lista de objetivos levantados na doutrina e na legislação para o Estado brasileiro regular os mercados bancário e de valores mobiliários; na segunda, a partir do recorte temporal eleito,² descrevem-se os

1 As normas editadas pelo CMN foram levantadas no site do Banco Central do Brasil – BCB, com delineamento temporal de três anos, isto é, entre 1º setembro de 2016 e 1º de setembro de 2019 (BRASIL, 2019a). A busca realizada sem palavras-chave, com a seleção apenas em torno do recorte temporal, produziu 253 resultados. Diante desse volume, optou-se por aplicar filtro, com recorte temporal relativo ao período de 9 de setembro de 2018 a 9 de setembro de 2019 (BACEN, 2019c), com adoção das palavras “banco + regulação”, resultando em seis resoluções eleitas a compor o universo de aferição da referência aos objetivos: 4.677, de 31 de julho de 2018 (2018a); 4.656, de 26 de abril de 2018 (2018b); 4.598, de 29 de agosto de 2017 (2017a); 4.553, de 30 de janeiro de 2017 (2017b); 4.571, de 26 de maio de 2017 (2017c); 4.725, de 27 de junho de 2019 (2019d). Quanto às normas editadas pela CVM, o levantamento foi realizado com recorte temporal de um ano, entre 27 de agosto de 2018 e 27 de agosto de 2019. Sem uso de filtros, obteve-se um total de treze instruções: Instrução CVM 614/2019 (2019e); Instrução CVM 613/2019 (2019f); Instrução CVM 612/2019 (2019g); Instrução CVM 611/2019 (2019h); Instrução CVM 610/2019 (2019i); Instrução CVM 609/2019 (2019j); Instrução CVM 608/2019 (2019l); Instrução CVM 607/2019 (2019m); Instrução CVM 606/2019 (2019n); Instrução CVM 605/2019 (2019o); Instrução CVM 604/2018 (2018c); Instrução CVM 603/2018 (2018d); Instrução CVM 602/2018 (2018e). O resultado inconsistente produzido a partir da busca, com o recorte adotado, de referência expressa aos objetivos do Estado para regular os mercados bancário e de valores mobiliários nas normas editadas pelo CMN e pela CVM, justificou a realização do levantamento no contexto dos procedimentos de edição dessas normas, cuja propositura fora precedida de edital de consulta pública. Assim, procurou-se analisar se as respostas dos reguladores às manifestações da sociedade civil sobre as propostas de criação normativa faziam referência expressa aos referidos objetivos. No caso do CMN, os editais de consulta pública foram investigados em 23 de outubro de 2019, por meio da inserção, no Google, das palavras “BACEN” + “audiência pública”, cujos links dos resultados são omitidos porque se atualizam conforme a data de acesso, não refletindo os dados disponibilizados no dia da consulta. Os achados permanecem arquivados pelos autores, para conferência. Do primeiro resultado originado, no “Sistema Consulta Pública – Banco Central do Brasil”, com um total de 53 editais de consulta pública, partiu-se para o link “Consultas encerradas” disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/audpub/HomePage?3>> (BRASIL, 2019b). Com a leitura de todos os editais contidos em <<https://www3.bcb.gov.br/audpub/AudienciasEncerradas?4>>, chegou-se às seis resoluções acima mencionadas, tendo sido localizadas quatro (Res. CMN 4.677/2018, 4.656/2018, 4.598/2017 e 4.553/2017) que foram precedidas de edital de consulta pública. Em relação a tais normas, localizou-se um total de 123 participações da sociedade civil, sem que tenha sido possível identificar as respostas por parte do CMN sobre tais manifestações. Em relação ao processo de edição de normas a cargo da CVM, com a análise das instruções que contaram com consultas públicas (ICVM 612/2019, 611/2019, 610/2019, 609/2019, 608/2019, 607/2019, 606/2019, 605/2019, 604/2018 e 602/2018), isto é, 9 das 13 instruções acima listadas, foram identificadas 598 participações da sociedade civil e respostas da CVM para todas elas. Cf. em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> e <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/index.html>.

2 Para as normas editadas pelo CMN, de 1º setembro de 2016 e 1º de setembro de 2019, enquanto o recorte das normas editadas pela CVM foi o período entre 27 de agosto de 2018 e 27 de agosto de 2019.

resultados da busca pela referência expressa aos mencionados objetivos nas normas editadas pelo CMN e pela CVM; e, na terceira parte, são expostos os processos normativos dos 2 reguladores com o propósito de compreendê-los e averiguar se poderiam auxiliar na verificação da hipótese de que os reguladores cumprem os objetivos da regulação estatal.

I Os objetivos balizadores da regulação brasileira dos mercados bancário e de valores mobiliários

Antes de verificar se o CMN e a CVM fazem menção literal aos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários em normas de sua competência, foi necessário mapear tais objetivos, primeiramente tomando por base a revisão bibliográfica especializada e, depois, a legislação com o recorte supracitado.

1.1 Identificados a partir de revisão bibliográfica

A revisão bibliográfica realizada por meio do emprego dos indexadores “mercado financeiro + regulação”³ permitiu identificar oito objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários.

O primeiro objetivo apontado foi o de gerenciar os riscos da atividade financeira para evitá-los ou remediá-los, com especial atenção para seu caráter sistêmico, isto é, o de prevenir a repercussão dos efeitos da crise instalada em uma instituição financeira para os demais agentes do mercado financeiro e do restante da economia. Daí delinea-se o segundo objetivo, qual seja, afastar o risco sistêmico inerente à atividade financeira (BRASIL, 2019; PINTO, 2015; SCHWARTZ JÚNIOR, 2012; CASTRO, 2007, p. 278; SARNO, 2006, p. 8-9; CARVALHO, 2005; NAPPI, 2005, p. 16-17; CANUTO; LIMA, 1999, p. 2-3).

Regulamentar ou tratar de particularidades do funcionamento de cada mercado restou conformado como o terceiro objetivo (SANTOS, 2019; FERRAZ, 2012, p. 38-39; VENCESCLAU; PEDRAS, 2009, p. 340; SARNO, 2006, p. 8-9; AGLIETTA, 2004, p. 106).

Promover a eficiência dos mercados por meio da correção de suas imperfeições e falhas foi o quarto objetivo aferido (SANTOS; 2019; SEIXAS; LIBERALINO, 2019, p.109; DIAS; BECUE, 2012, p. 7362; CARVALHO, 2011, p. 85; NAPPI; 2005, p. 16-17; ZANOTTA; 2005, p. 46-47; AGLIETTA, 2004, p. 106).

O quinto objetivo alude à proteção do investidor (PRADO, 2016, p. 215; PITTA, 2013, p. 33 e 34; RODRIGUES, 2012, p. 412; SOUZA, 2010, p. 30). Em decorrência desse tipo de proteção, tem-se o sexto objetivo, que se direciona a reduzir a assimetria de informação visando a equilibrar as relações estabelecidas nos mercados (RODRIGUES, 2019; PRADO, 2016, p. 15; ARAÚJO, 2015, p. 153; PITTA, 2013, p. 33 e 34; DIAS; BECUE, 2012, p. 7362; RODRIGUES, 2012, p. 412; ROSA, 2012, p. 16 e 17; BOCATER; LOIOLA, 2011; DE MARCO, 2010, p. 11; SOUZA, 2010, p. 30; MURCIA; SANTOS, 2009, p. 7-8; SARNO, 2006, p. 8-9; CANUTO; LIMA, 1999, p. 2-3).

3 As buscas foram realizadas entre 24 de agosto e 21 de setembro de 2019, nos sites *Google*, *Google Acadêmico* e *Google Books*. Tendo em vista que o *Google* produziu aproximadamente 13.900.000 resultados, o *Google Acadêmico* retornou com 191.000, e que ao verificar teses de doutorado, com aplicação de “mercado financeiro + regulação + tese”, obtiveram-se 2.870.000 resultados no *Google*, optou-se por analisar apenas as primeiras quatro primeiras páginas mostradas em cada *site*, selecionando apenas aqueles textos originários de produção acadêmica ou de algum órgão oficial governamental.

O sétimo objetivo localizado foi o desenvolvimento nacional; e o oitavo, a formação de poupança popular (SANTOS, 2019; PRADO, 2016, p. 215; PITTA, 2013, p. 30 e 31; RODRIGUES, 2012, p. 408; CARVALHO, 2011, p.85; SOUZA, 2010, p 30; CARVALHO, 2005; ZANOTTA, 2005, p. 46-47; CANUTO; LIMA, 1999, p. 2-3).

Após esse levantamento doutrinário, foram mapeados na legislação os objetivos apresentados pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários.

1.2 Identificados em lei

Conforme a justificativa apresentada na introdução, a análise foi realizada na Constituição Federal, na Lei 4.595/1964, na Lei 4.728/19565 e na Lei 6.385/1976.

1.2.1 Na Constituição/1988, para regular os mercados bancário e de valores mobiliários

Tendo em vista que os objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil (BRASIL, 1988, art. 3º, I a IV) e que os princípios gerais da atividade econômica (BRASIL, 1988, art. 170, I a IX) devem servir de parâmetros balizadores para a intervenção estatal no domínio econômico, este trabalho adotou a postura de procurar identificar os objetivos formalmente apresentados pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancários e de valores mobiliários na norma específica que estabelece a estruturação do SFN.

A partir desse recorte no campo constitucional, foram identificados dois objetivos estabelecidos pelo Estado brasileiro para regular o SFN: promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade (BRASIL, 1988, art. 192).

Sem a adoção de processos de inferências ou a inclusão de objetivos indiretamente decorrentes de esforços interpretativos, apresenta-se abaixo a apuração realizada na legislação eleita.

1.2.2 Na Lei 4.595/1964, para regular os mercados bancário e de valores mobiliários

A Lei 4.595/1964 apresenta objetivos comuns, estatuídos pelo Estado brasileiro para regular a ambos os mercados em foco, e outros específicos para o mercado financeiro e, por conseguinte, também para o mercado bancário.

Ao criar o CMN, a Lei 4.595/1964, instituiu dois objetivos comuns aos mercados bancário e de valores mobiliários. O primeiro volta-se a alcançar o progresso econômico e social do país, almejado com o atendimento da função atribuída ao referido órgão, qual seja, a de formular a política da moeda e do crédito (BRASIL, 1964, art. 2º). O segundo objetivo diz respeito a propiciar a eficiência do sistema de pagamentos e da mobilização de recursos financeiros (BRASIL, 1964, art. 3º, IV).

1.2.3 Na Lei 4.595/1964, para regular o mercado bancário

Ao definir a competência do CMN, o Estado brasileiro fixou cinco objetivos para regular o mercado financeiro, em que se encontra abrangido o mercado bancário. O primeiro desses objetivos refere-se a adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e ao seu processo de desenvolvimento.

Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, públicas ou privadas, para propiciar, nas diferentes regiões do país, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional foi o segundo objetivo localizado.

O terceiro refere-se a aperfeiçoar as instituições e os instrumentos financeiros.

O quarto objetivo propõe zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras.

O quinto, a seu turno, visa coordenar políticas de crédito, com implicações para a adequada operabilidade do mercado bancário (BRASIL, 1964, art. 3º, I a V e VII).

1.2.4 Na Lei 4.728/1965, para regular o mercado de valores mobiliários

Confirmando à época a competência regulatória do CMN e do BCB sobre o mercado de valores mobiliários, a Lei 4.728/1965 (BRASIL, 1965, art. 2º, I a VI) trouxe regulação mais específica sobre tal segmento e apresentou cinco objetivos correlatos para o Estado brasileiro regulá-lo. O primeiro desses objetivos refere-se a facilitar o acesso à informação sobre atores que lidam com objetos de negociação pública. O segundo direciona-se a proteger investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas. Coibir a fraude e a manipulação de mercado, capazes de criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos, conforma-se como o terceiro objetivo. O quarto diz respeito a promover práticas comerciais equitativas e o quinto, a disciplinar o uso do crédito no mercado.⁴

1.2.5 Na Lei 6.385/76, para regular o mercado de valores mobiliários

Ao criar a CVM, o principal agente regulador do mercado de valores mobiliários, a Lei 6.385/1976 ratificou aqueles objetivos para o Estado brasileiro regular tal segmento, trazidos na legislação de 1965, todavia com adoção de, a esse respeito, abordagem mais ampla e com melhor redação. Assim, trouxe oito objetivos para o Estado brasileiro regular o mercado de valores mobiliários, por meio da atuação conjunta do CMN e da CVM.

O primeiro desses objetivos visa estimular a formação de poupanças e sua aplicação em valores mobiliários.

Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, com o estímulo às aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas, sob o controle de capitais privados nacionais, consiste no segundo objetivo.

O terceiro refere-se a assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão.

O quarto objetivo diz respeito a proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores

⁴ Ao comparar os objetivos descritos nas leis 4.728/1965 e 6.385/1976, não foram percebidas diferenças substanciais que justificassem o tratamento dos objetivos específicos para o mercado de valores mobiliários, tendo por base a primeira delas. Assim, as palavras-chave foram elaboradas apenas em relação aos objetivos listados na segunda normativa de regência.

e acionistas controladores das companhias abertas e de administradores de carteira de valores mobiliários, bem como contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Coibir a fraude ou a manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado diz respeito ao quinto objetivo para o Estado regulá-lo.

O sexto objetivo relaciona-se a assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

O sétimo, a garantir a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

O oitavo objetivo pretende assegurar o respeito, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN (BRASIL, 1976, art. 4º, I a VIII).

2 A investigação da referência expressa aos objetivos estudados

Para verificar se, na edição de normas, o CMN e a CVM fazem referência aos objetivos acima identificados, realizou-se busca literal de palavras em textos normativos editados por esses reguladores em duas etapas de pesquisa.

2.1 Na edição de normas a cargo do CMN

Conforme os critérios de pesquisa estabelecidos, primeiro verificou-se a menção expressa aos objetivos nas seis resoluções editadas pelo CMN levantadas: 4.677/2018, 4.656/2018, 4.598/2017, 4.553/2017, 4.571/2017 e a 4.725/2019. As 4 primeiras foram precedidas de edital de consulta pública, não tendo o mesmo ocorrido com as 2 últimas.

Em busca pela literalidade dos objetivos identificados na literatura de enfoque específico, encontrou-se a menção a um deles em apenas 1 das 6 resoluções editadas pelo CMN. A necessidade de proteção dos investidores foi o objetivo identificado na Resolução 4.598/2017.

Diante desse inexpressivo resultado, partiu-se para verificar a referência aos objetivos nas manifestações apresentadas pela sociedade civil às propostas de criação de normas por parte do CMN, tendo sido aferidas 123 participações.

Desse total, apurou-se em 19 menções literais aos objetivos, com 30 referências. O objetivo relativo ao gerenciamento de riscos da atividade financeira apareceu dezesseis vezes. Reduzir a assimetria informacional, quatro. Proteger o investidor, outras quatro. Garantir eficiência do mercado, três. Formar poupança popular também apareceu três vezes.

Apesar desse resultado, não foi possível apurar a utilização desses objetivos pelo CMN, secretariado pelo BCB, para acatar ou rejeitar as propostas enviadas pelos participantes na edição das normas analisadas, visto que não foi localizado no seu *site* oficial campo no qual se informam a destinação e a forma de acesso desses dados levantados na consulta pública.

Embora esses dados não sejam suficientes para confirmar ou refutar a hipótese de que o CMN cumpre os objetivos do Estado para regular o mercado bancário, sugerem ausência de preocupação desse órgão em mencionar os ditos objetivos nas normas que edita.

Em uma segunda fase de apuração, com a utilização de palavras-chave⁵ elaboradas pelos coautores, passou-se a verificar se os objetivos estabelecidos na legislação para o Estado brasileiro regular o mercado bancário eram referidos nas normas editadas pelo CMN.

Dessa vez, as normas foram separadas a partir de novo recorte de tempo, agora correspondente a um ano, no *site* do BCB, sem aplicação de filtros, apurando-se todas as resoluções editadas pelo CMN, ou seja, 65, sendo que em nenhuma delas foi encontrada menção literal e expressa aos objetivos identificados na Constituição e na legislação analisada.

Em obediência ao critério de testagem da metodologia empírica eleito para o estudo realizado, segundo o qual somente nos casos de identificação de menção literal do objetivo na resolução pesquisada se procederia à busca do objetivo na prévia consulta pública, como nenhuma norma editada pelo CMN mencionou os ditos objetivos, essa etapa não foi executada. Do contrário, sem a presença dos objetivos em sua literalidade, deveriam ser realizados processos de inferência e de interpretação do texto normativo sob cunho subjetivo. Isso não foi implementado em virtude da ausência de condições materiais para fazê-lo no cronograma possível à pesquisa.

Nessa segunda fase do estudo, pelo método eleito e a partir do recorte realizado, não foi possível identificar qualquer referência expressa aos objetivos levantados no texto constitucional e na legislação analisada, postos pelo Estado brasileiro para regular o mercado bancário na edição, pelo CMN, das 65 normas analisadas. Tal resultado reforça a sugestão de que esse órgão regulador não privilegia a menção a esses objetivos na edição de suas normas, o que do mesmo modo não evidencia de forma conclusiva a ausência de observância dos comandos legais.

2.2 Na edição de normas a cargo da CVM

Em relação ao mercado de valores mobiliários, a aferição realizada nas treze instruções levantadas não permitiu constatar referência aos objetivos que, segundo a doutrina escrutinada, são postos pelo Estado para regular esse segmento.

Assim, partiu-se para a análise dos relatórios de audiência pública disponíveis para aquelas normas editadas pela CVM que foram precedidas de edital de consulta pública, isto é, as instruções 612/2019, 611/2019, 610/2019, 609/2019, 608/2019, 607/2019, 606/2019, 605/2019, 604/2018 e 602/2018, para as quais houve 598 participações.

5 Objetivos postos pelo Estado para regular os mercados bancário e de valores mobiliários e respectiva chave de pesquisa: a) na Constituição e comuns aos dois mercados: desenvolvimento equilibrado do país – desenvolvimento equilibrado, promoção dos interesses da coletividade – interesses da coletividade; b) na Lei 4.595/1964 e comuns aos dois mercados: progresso econômico e social do país – progresso econômico/progresso social, eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos – eficiência do sistema de pagamentos/mobilização de recursos; c) na Lei 4.595/1964 e relativos ao mercado bancário: adaptação do volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento – necessidades da economia nacional/necessidades da economia nacional, orientação da aplicação dos recursos das instituições financeiras em condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional – desenvolvimento harmônico/desenvolvimento da economia, aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros – aperfeiçoamento das instituições/aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros, liquidez e a solvência das instituições financeira – liquidez das instituições financeiras/solvência das instituições financeiras, coordenação das políticas de crédito – políticas de crédito; d) na Lei 6.385/1976 e relativos ao mercado de valores mobiliários: estímulo à formação de poupanças e à sua aplicação em valores mobiliários – formação de poupança/aplicação de poupança; promoção da expansão e do funcionamento eficiente e regular do mercado de ações – funcionamento eficiente/funcionamento regular, funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão – funcionamento eficiente/funcionamento regular, proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais e contra informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários – proteção dos titulares/proteção do titular/proteção dos investidores/proteção do investidor, coibição de fraude e da manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado – coibição de fraude/coibição de manipulação, acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido – acesso do público a informações/acesso a informações, observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários – práticas comerciais equitativas, observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN – utilização do crédito.

Nesse caso, como foram encontradas as respostas da CVM, concentrou-se na análise das manifestações da Autarquia e verificou-se que o objetivo de promover o desenvolvimento equilibrado apareceu três vezes. Para negar propostas, o objetivo de promover eficiência foi utilizado quatro vezes pela CVM, e com contornos da eficiência administrativa, três vezes. Promover o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações teve uma ocorrência. Realizar a proteção do investidor apareceu três vezes. Nesse ponto, destacam-se respostas apresentadas às manifestações da sociedade civil trazidas na proposta de edição da Instrução 607/2019, que regula a atuação sancionadora da CVM, em que se encontra claramente a referência à manutenção da confiabilidade e da segurança do investidor.

Com esse resultado, percebeu-se que, embora a CVM não tenha mencionado os objetivos da regulação estatal nas normas que editou, utiliza esses objetivos para fundamentar a aceitação ou a negativa dos argumentos trazidos pela participação pública no processo de edição normativa.

Todavia tais dados também não se mostraram suficientes para concluir de forma segura sobre se a CVM cumpre os objetivos postos pelo Estado para regular o mercado de valores mobiliários.

Na segunda fase de verificação de referência aos objetivos, com aplicação das palavras-chave elaboradas a partir dos objetivos mapeados na legislação analisada, obteve-se o mesmo resultado negativo alcançado na primeira etapa de pesquisa e, pelo critério eleito – caso as palavras-chave não fossem localizados pela busca literal – não seriam testados nos documentos relacionados às audiências públicas, o que por esse motivo, deixou de ser feito.

Tal qual no caso do CMN, esses dados apurados em relação à atuação normativa da CVM reforçam a sugestão de que a autarquia não se preocupa em mencionar esses objetivos na edição de suas normas, o que não se mostra suficiente para que se possa de forma conclusiva afirmar presença ou ausência de observância dos comandos legais.

3 O procedimento de edição de normas e a compreensão dos contornos do processo normativo dos dois reguladores

A referência expressa: a) a apenas um objetivo da regulação estatal nas normas do CMN; b) a nenhum, nas normas da CVM; c) a alguns objetivos, em 30 manifestações da sociedade civil em relação às propostas de edição de normas a cargo do CMN, sem que fossem localizadas as respostas deste agente estatal àquelas participações; e d) a tais objetivos, em catorze respostas apresentadas pela CVM às manifestações da sociedade civil em proposta de normas sob sua competência, além de revelar quantidade diferente de menção aos objetivos estatais da regulação, sugeriu distinção entre os processos normativos dos dois reguladores.

Assim, entendeu-se necessário compreender os processos de edição de normas a cargo do CMN e da CVM, para, ao verificar as suas diferenças, tentar extrair alguma informação que pudesse auxiliar na busca da resposta da questão investigada no trabalho.

3.1 Sob a competência do CMN

O CMN, órgão deliberativo máximo do SFN, firma diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia, além de regular as condições de funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e das demais instituições autorizadas pelo BCB (BRASIL, 1964, art. 2º) e, para fazê-lo,

tem competência para editar normas, vale dizer, as resoluções (BRASIL, 1994, art. 30) que são assinadas pelo presidente do BCB, veiculadas pelo Sistema de Informações da autarquia (Sisbacen) e publicadas no Diário Oficial da União (DOU).

As resoluções são editadas a partir de reuniões colegiadas do CMN (BRASIL, 1994, art. 13), que conta com a assessoria técnica da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (Comoc), na formulação da política da moeda e do crédito do país (BRASIL, 1994, art. 1º).

A convocação e a presidência das reuniões colegiadas do CMN são atos de competência de seu presidente, que coordena os trabalhos de modo amplo. Conforme a matéria em deliberação, havendo decisão pelo reexame do assunto retirado de pauta, o presidente pode solicitar manifestação da Comoc ou assessoramento das Comissões Consultivas; encaminhar a matéria a qualquer entidade ou órgão público, para manifestação; nomear relator, dentre os membros da Comoc ou das Comissões Consultivas, para emitir parecer sobre a matéria ou designar comissão relatora para fazê-lo, com indicação de seu coordenador; ou propor, ao plenário, o cancelamento do registro do assunto. Espera-se o retorno dos órgãos consultados em até 30 dias. Apenas os conselheiros podem votar e apresentar propostas à apreciação em reunião colegiada. As comissões técnicas podem sugerir propostas, facultando-se, às comissões consultivas, convidar pessoas ou representantes de entidades públicas ou privadas para participar de suas reuniões (BRASIL, 1994, art. 8º, I, IX, §1º a §3º).

Como provedor dos serviços de Secretaria do CMN, por meio de sua Diretoria Colegiada (órgão de deliberação superior), compete ao BCB (BRASIL, 1994, art. 11, VIII) a prática dos atos necessários à implantação das políticas e diretrizes determinadas pelo Conselho (2015, art. 6º). A Diretoria Colegiada do BCB reúne-se de forma ordinária a cada semana, sem prejuízo de convocações extraordinárias, cujas decisões são tomadas por maioria de votos, cabendo ao presidente, ou ao seu substituto, o voto de qualidade, devendo ser considerado o quórum de instalação, que comporta o presidente ou seu substituto e metade do número de diretores (BRASIL, 2015, art. 7º).

Competente para formular, acompanhar e controlar a disciplina e a fiscalização do SFN, a Diretoria Colegiada (BRASIL, 2015, art. 11, III) do BCB pode receber proposta de criação de normas do Departamento de Regulação do Sistema Financeiro (Denor) (BRASIL, 2015, arts. 16 e 17) e do Departamento de Regulação Prudencial e Cambial (Dereg) (BRASIL, 2015, arts. 118 e 119).

O Denor desenvolve a política regulatória e elabora propostas de legislação e normas aplicáveis às instituições financeiras e às demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, relativas à eficiência do sistema financeiro, à promoção da concorrência no SFN, da inclusão financeira e da responsabilidade socioambiental. O Dereg também desenvolve política regulatória e propostas de legislação e normas prudenciais de caráter geral, aplicáveis às instituições financeiras e às demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, exceto administradoras de consórcio e sociedades de crédito ao microempreendedor e a empresas de pequeno porte.

Os editais de consulta pública com propostas de criação de normas que convocam interessados em oferecer contribuições e críticas são publicados pela Diretoria Colegiada, em que se prevê o local onde a minuta da norma está disponível, a data limite para a apresentação das manifestações e o modo como podem ser enviadas.

A despeito da previsão legal e regimental acerca da dinâmica das reuniões colegiadas e das competências internas para a apresentação de propostas de normativos, e do Comunicado 9.187/2002 (BRASIL, 2002) estabelecer que os comentários e sugestões enviados, devem ficar à disposição do público em geral na página do BCB na internet e ser arquivados na Autarquia, não se constatou, nos corpos dos textos de regência, detalhamento acerca do organograma ou do fluxo dos procedimentos próprios do processo normativo regulamentar, sobretudo no que respeita à

participação da sociedade civil. Esse pode ser um dos fatores que contribuem para a dificuldade de compreensão e de acesso às informações sobre o processo de edição de normas sobre o mercado bancário, mas não se mostra suficiente para confirmar ou afastar a hipótese de que o CMN observa, na edição de suas normas, os objetivos postos pelo Estado brasileiro regular tal segmento do SFN.

3.2 Sob a competência da CVM

Competente para exercer as atividades de regulamentação, administração, fiscalização e autorização no âmbito do mercado de valores mobiliários, a CVM atua de forma colegiada, por meio de seu presidente e diretores, sendo do Colegiado (BRASIL, 1977, art. 12, parágrafo único) a atribuição para expedir os atos normativos de competência da autarquia e os aprovados pelo CMN (BRASIL, 1977, art. 16, XI) a partir da atuação técnica da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) em conjunto com a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC), responsáveis pela condução dos processos de edição de normas de competência da CVM (BRASIL, 2019p, arts. 2º a 4º).

Até 6 de novembro de 2019,⁶ a CVM tinha a faculdade de decidir, por deliberação de seu Colegiado, antes de aprovar e promulgar ato normativo, publicar edital com o intuito de promover a participação dos atores de mercado e demais interessados (BRASIL, 1977, art. 26, I e II). Fixavam-se, assim, o objeto da proposta de norma, a forma de acesso à proposta de sua criação, o prazo para apresentação de sugestões acompanhadas de argumentos e fundamentações, a serem encaminhadas, por escrito, à SDM, e a data da realização de audiência de instrução, caso tivesse sido prevista. O edital⁷ estabelecia, também, regras para a participação em audiência, podendo orientar sobre o formato da manifestação, sendo que, nesse momento, estavam habilitados a se manifestar os representantes das companhias abertas ou de instituições que as representassem, entidades do sistema de distribuição de valores mobiliários, as demais instituições especialmente interessadas na matéria objeto do projeto, os profissionais e os investidores do mercado (BRASIL, 1977, art. 27). Todas as sugestões e comentários sobre o edital, considerados públicos, eram e continuarão a ser disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.

A partir da Portaria CVM/PTE 190/2019, o processo administrativo de normatização da CVM em relação a cada projeto de norma sob sua competência passa a dever obrigatoriamente ser composto por três etapas: pré-audiência pública, audiência pública e pós-audiência pública (BRASIL, 2019p, arts. 8º e 9º, I a II).

Na pré-audiência pública, realizam-se estudos e análises, inclusive aqueles pertinentes a impactos regulatórios que podem advir da norma que se pretende criar (BRASIL, 2019m, art. 10).

A SDM e a SNC, após a discussão da norma proposta com as áreas técnicas pertinentes, gozam de faculdade para convidar para audiências restritas participantes de mercado e pessoas que possam contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas em estudo; realizar audiências públicas de conceito; e conduzir apresentações para o Colegiado da CVM sobre os estudos correlatos (BRASIL, 2019p, art. 11, I a II).

6 As normas editadas pela CVM nas quais se verificou a referência expressa aos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular o mercado de valores mobiliários foram elaboradas em conformidade com o procedimento anterior à publicação da Portaria CVM/PTE 190/2019.

7 Conforme padrão de edital de convocação para participação de audiência pública, pela CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0619.html. Acesso em: 12 nov. 2019.

A Análise de Impacto Regulatório (AIR) (BRASIL, 2020, art. 2º, I) fica a cargo da Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) ou de instituições com as quais a CVM tenha convênio ou acordo de cooperação técnica (BRASIL, 2019p, art. 12, § 1º, I a VI).

Para o acontecimento regular da audiência pública, na fase de pré-audiência pública, o edital de audiência pública deve ser aprovado pelo Colegiado e deve ter sua ampla divulgação na página da CVM localizada na rede mundial de computadores e, em versão resumida, no DOU. Também devem ser aprovados a minuta da norma em proposição e o comunicado a ser divulgado ao mercado. O edital, a seu turno, deve atender a requisitos específicos, quais sejam: a descrição sucinta do assunto de que trata a norma; a motivação para a proposta, identificando pontos de maior importância; o direcionamento eletrônico para os Estudos de AIR produzidos, ou nos casos de dispensa de realização da AIR, justificativa que tenha fundamentado sua dispensa; o prazo e os meios para o recebimento das manifestações (BRASIL, 2019p, art. 18, I a III, parágrafo único, I a IV).

Publicado o edital da audiência pública, com prazo de duração de até 90 dias, prorrogáveis conforme decisão da SDM ou da SNC, mediante pedido fundamentado e recebido antes do prazo final para envio de manifestações, estas são recebidas na forma prevista, reservando-se aos órgãos competentes a prerrogativa de não apreciação em audiência pública das solicitações de alterações normativas pontuais, estritamente operacionais ou de repercussão limitada, bem como a edição de instrumentos normativos de caráter experimental (BRASIL, 2019p, arts. 19 a 22).

Concluída a audiência pública, o órgão competente apresenta relatório das manifestações (BRASIL, 2019p, art. 23) à apreciação e deliberação do Colegiado da CVM que pode: aprovar a versão definitiva da norma a ser editada; posicionar-se pela realização de nova audiência pública ou de audiência restrita; encaminhar o processo ao arquivamento, sem edição da norma (BRASIL, 2019p, art. 24).

Este estudo revelou que a edição de normas por parte da CVM se apresenta mais bem estruturada e mais transparente quando comparada com a atuação, nesse sentido, do CMN. Trata-se de relevante constatação que, todavia, não permite apresentar afirmativas materialmente conclusivas quanto à verificação da hipótese de cumprimento dos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular o mercado de valores mobiliários na edição de normas sob a competência da CVM.

Conclusão

Conforme exposto acima, as palavras indicativas dos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular o mercado bancário, levantadas a partir de revisão bibliográfica, tiveram apenas 1 incidência em 6 normas editadas pelo CMN localizadas em um período de três anos com utilização de filtro. A partir desse critério, os objetivos tiveram 30 incidências nas manifestações apresentadas pela sociedade civil no âmbito de editais de consulta pública para as normas que foram precedidas desse tipo de procedimento.

Noutro rumo, com a busca, por meio das palavras-chave estabelecidas pela equipe de pesquisa, os objetivos apurados na Constituição de 1988, na Lei 4.595/1964, na Lei 4.728/1965 e na Lei 6.385/1976 não foram encontrados uma vez sequer nas 65 normas editadas pelo CMN em um período de um ano.

No caso da CVM, os objetivos para o Estado regular o mercado de valores mobiliários, mapeados tanto a partir da doutrina quanto os extraídos da legislação, não apareceram em treze instruções por ela editadas no período de um ano. Por outro lado, os objetivos extraídos da doutrina são referenciados catorze vezes nas respostas apresentadas pela CVM às 598 manifestações trazidas em audiências públicas realizadas no caso das normas que foram antecedidas de edital de consulta pública.

Assim, a partir da pesquisa retratada neste trabalho, realizada com a metodologia adotada, os recortes temporais e os indicadores eleitos, verificou-se pontual referência expressa aos objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários no processo de edição de normas a cargo do CMN e da CVM.

Origem das palavras-chave buscadas	Objeto de busca	Recorte temporal	Nº normas pesquisadas	Nº de menções aos objetivos
Revisão bibliográfica	Normas CMN	3 anos	6	1
Revisão bibliográfica	Editais CMN	3 anos	4	30
Legislação	Normas CMN	1 ano	65	0
Revisão bibliográfica	Normas CVM	1 ano	13	0
Legislação	Normas CVM	1 ano	13	0
Revisão bibliográfica	Editais CVM	1 ano	598	14

Embora essa apuração tenha se mostrado insuficiente para confirmar ou refutar a hipótese segundo a qual o CMN e a CVM cumprem os referidos objetivos nas normas que editam, a pesquisa produziu relevantes resultados.

Primeiro, porque sugere ausência de preocupação do CMN e da CVM em fundamentar a edição das normas sob sua competência a partir dos objetivos postos pelo Estado para regular os mercados bancários e de valores mobiliários. Em segundo lugar, descortinou a necessidade de reformulação dos métodos quantitativo e qualitativo eleitos para verificar se os reguladores do SFN cumprem os objetivos postos pelo Estado brasileiro para controlar esse setor econômico do país. Depois, porque permitiu definir para nova etapa de pesquisa sobre o tema a adoção de abordagens metodológicas que considerem o contexto de inclusão dos objetivos mapeados na legislação escolhida para ser analisada, os mecanismos postos pelo legislador e pelos reguladores para cumprir e consolidar os objetivos estatais a fim de controlar o SFN, e em que medida esses objetivos, embora não referenciados de modo expreso nas normas editadas pelos reguladores, são cumpridos com a execução de políticas públicas eleitas na regulação desse sistema.

Apesar de o exame dos processos de edição de normas por parte dos reguladores não ter auxiliado na verificação da hipótese, significativo conhecimento também foi produzido nessa parte, ao revelar: a) como os procedimentos de elaboração e apuração da participação pública são diferentes em relação à atuação do BCB ao secretariar o CMN e à da CVM (Constatou-se que somente nesta foi possível acompanhar quais as propostas do público são aceitas ou negadas, assim como os respectivos fundamentos); b) que, ao contrário da CVM, no âmbito de atuação do CMN há referência aos objetivos balizadores da regulação nas manifestações apresentadas pela sociedade civil às propostas de edição de suas normas, sem que tenha sido possível verificar o tratamento dessa participação por parte do regulador, visto que, a despeito dos esforços, não se localizaram no site oficial as respostas do CMN às propostas enviadas via consulta pública.

Por fim, a pesquisa serviu para catalogar os objetivos postos pelo Estado brasileiro para regular os mercados bancário e de valores mobiliários levantados a partir de revisão bibliográfica e de análise do texto constitucional, da Lei 4.595/1964, Lei 4.728/1965 e da Lei 6.385/1976, o que representa significativo ponto de partida para novas abordagens teóricas e práticas sobre a temática investigada.

Referências

- ARAUJO, Victor Hugo Cardoso. Regulamentação da informação no mercado de capitais. **Revista de Direito Privado**, v. 16, n.62, p. 151-164, abr.-jun. 2015.
- AGLIETTA, Michel. **Macroeconomia financeira: mercado financeiro, crescimento e ciclos**. São Paulo: Edições Loyola, 2004.
- BOCATER, Maria Isabel do Prado; LOIOLA, Leandro. Aspectos atuais da regulamentação de distribuições públicas de títulos e valores mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 14, n. 53, p. 109-124, jul./set. 2011.
- BRASIL. Congresso Nacional. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Legislativo, Brasília, DF, 05 de outubro de 1995. Seção 1 p. 1 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm. Acesso em: 20 ago. 2019.
- BRASIL. Congresso Nacional. Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Legislativo, Brasília, DF, 31 de dezembro de 1964. Seção 1 p. 12081, col. 1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 20 ago. 2019.
- BRASIL. Congresso Nacional. Lei 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Legislativo, Brasília, DF, 16 de julho de 1965. Seção 1 p. 6697, col. 1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 20 ago. 2019.
- BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Regimento Interno**. Portaria 327, de 11 de julho de 1977. Brasília, DF, 11 de julho de 1977. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/PortariaMF-327-77-regimento-da-cvm.pdf>. Acesso em: 1º abr. 2020.
- BRASIL. Congresso Nacional. Lei 4.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Legislativo, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Seção 1 p. 8096, col. 1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 20 ago. 2019.
- BRASIL. Presidência da República. Decreto 1.307, de 9 de novembro de 1994. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 10 de novembro de 1994. Seção 1 p. 16984, col. 1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1990-1994/D1307.htm. Acesso em: 25 set. 2019.
- BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. **Comunicado 9.187, de 16 de janeiro de 2002**. Comunica a divulgação de sugestões e críticas recebidas em processo de audiência pública na Internet. Poder Executivo, Brasília, DF, 16 de janeiro de 2002. Seção 1 p. 29 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=9187>. Acesso em: 1º abr. 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. Regimento Interno. Portaria 84.287, de 27 de fevereiro de 2015. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 3 de março de 2015. Seção 1 p. 29 Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/acessoinformacao/Documents/regimento_interno/RegimentoInterno.pdf. Acesso em: 01 abr. 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.553, de 30 de janeiro de 2017. Estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 de janeiro de 2017. Seção 1, p. 25. 2017b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50335/Res_4553_v2_L.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.571, de 26 de maio de 2017. Dispõe sobre o Sistema de Informações de Créditos (SCR). **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 de maio de 2017. Seção 1, p. 39-40. 2017c. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50378/Res_4571_v2_L.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.598, de 29 de agosto de 2017. Dispõe sobre a emissão de Letras Imobiliárias Garantidas por parte das instituições financeiras que especifica. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 de agosto de 2017. Seção 1, p. 12-17. 2017a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50430/Res_4598_v4_L.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.656, de 26 de abril de 2018. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, (...). **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 de abril de 2018. Seção 1, p. 24-26. 2018b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v2_L.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.677, de 31 de julho de 2018. Estabelece limites máximos de exposição por cliente e limite máximo de exposições concentradas. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 2 de agosto de 2018. Seção 1, p. 23-25. 2018a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50629/Res_4677_v5_L.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 602, de 27 de agosto de 2018. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro. Revoga a Deliberação 734/15. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 de agosto de 2018. Seção 1, p. 20. 2018e. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst602.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 603, de 31 de outubro de 2018. Altera dispositivos das Instruções CVM 414, de 30 de dezembro de 2004; 480, de 7 de dezembro de 2009; e 600, de 1º de agosto de 2018. **Diário Oficial** [da] República Federativa do

Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 01 de novembro de 2018. Seção 1, p. 26 2018d. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst603.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 604, de 13 de dezembro de 2018. Altera e acrescenta dispositivos às Instruções CVM 51, de 9 de junho de 1986, (...). **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 de dezembro de 2018. Seção 1, p. 20 2018c. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst604.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução 4.725, de 27 de junho de 2019. Simplifica regras relativas ao enquadramento e ao processo de análise de cobertura do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (...). **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 1 de julho de 2019. 2019d. Seção 1, p. 144-145. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50786/Res_4725_VI_O.pdf. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 605, de 25 de janeiro de 2019. Altera e acrescenta dispositivos às Instruções CVM 476, de 16 de janeiro de 2009; 521, de 25 de abril de 2012; e 555, de 17 de dezembro de 2014. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 de janeiro de 2019. Seção 1, p. 54 2019o. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst605.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 606, de 25 de março de 2019. Altera a Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 de março de 2019. Seção 1, p. 18. 2019n. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst606.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 607, de 17 de junho de 2019. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 18 de junho de 2019. Seção 1, p. 20. 2019m. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 608, de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre multas cominatórias e revoga a Instrução CVM 452, de 30 de abril de 2007. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 de junho de 2019. Seção 1, p. 74 2019l. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst608.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 609, de 25 de agosto de 2019. Revoga a Instrução CVM 113, de 13 de março de 1990 (...). **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 de junho de 2019. Seção 1, p. 76 2019j. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst609.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 610, de 5 de agosto de 2019. Altera dispositivos da Instrução CVM 497, de 3 de junho de 2011. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 6 de agosto de 2019. Seção 1, p. 20 2019i. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst610.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 611, de 15 de agosto de 2019. Altera a Instrução CVM 308, de 14 de maio de 1999. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 de agosto de 2019. Seção 1, p. 196 2019h. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst611.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 612, de 21 de agosto de 2019. Altera, acrescenta e revoga dispositivos à Instrução CVM 505, de 27 de setembro de 2011; e revoga a Instrução CVM 380, de 23 de dezembro de 2002. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 de agosto de 2019. Seção 1, p. 27 2019g. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst612.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 613, de 17 de junho de 2019. Altera dispositivos da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 2 de setembro de 2019. Seção 1, p. 46 2019f. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst613.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução 614, de 3 de setembro de 2019. Altera dispositivos da Instrução CVM 481, de 17 de dezembro de 2009. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 5 de setembro de 2019. Seção 1, p. 49 2019e. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst614.html>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Portaria CVM/PTE 190, de 6 de novembro de 2019. Disciplina o processo de normatização da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Boletim de Pessoal** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 de novembro de 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/Portaria_190_2019_normatizacao_CVM.pdf. Acesso em: 1 abr. 2020.

BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. **Busca de normas** [Brasília, DF]: BACEN, 2019a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/buscanormas>. Acesso em: 5 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. **Audiências Encerradas**. [Brasília, DF]: BACEN, 2020b. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/audpub/HomePage?1>. Acesso em: 23 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. **Busca de normas**. [Brasília, DF]: BACEN, 2019c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/buscanormas?dataInicioBusca=09%2F09%2F2018&dataFimBusca=09%2F09%2F2019&tipoDocumento=Resolu%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 02 e 03 nov. 2019.

BRASIL. Presidência da República. Decreto 10.411, de 30 de junho de 2020. Regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei 13.848, de 25 de junho de 2019. **Diário Oficial** [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 1º de julho de 2020. Seção 1 p. 35. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm. Acesso em: 10 nov. 2020.

CANUTO, Otaviano; LIMA, Gilberto Tadeu. Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. **Revista IE/UNICAMP**, v.1, n. 76, p. 1-22, jul. 1999. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Otaviano_Canuto/publication/228708175_Desdobramentos_da_globalizacao_financeira_regulacao_substantiva_e_procedimental/links/0912f50ee43844a688000000/Desdobramentos-da-globalizacao-financeira-regulacao-substantiva-e-procedimental.pdf. Acesso em: 18 ago. 2019.

CARVALHO, Fernando José Cardim. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In: **Regulação financeira e bancária**. São Paulo: Atlas, p. 121-139, 2005.

CARVALHO, Tomás Lima de. A Regulação do Mercado Financeiro e a Necessária Intervenção Estatal na Autonomia Privada. **Revista da PGBC**. v. 5, n. 2, p. 77-107, dez. 2011. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pgbcb/122011/revista_pgbc_vol5_num2.pdf#page=72. Acesso em: 9 set. 19, p. 83-85.

CASTRO, Lavínia Barros de. Regulação financeira: discutindo os acordos da Basileia. **Revista do BNDDES**, v. 14, n. 28, p. 277-304, dez. 2007. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/12140/1/RB%2028%20Regula%c3%a7%c3%a3o%20Financeira%20-%20Discutindo%20os%20Acordos%20da%20Basil%c3%a9ia_P_BD.pdf. Acesso em: 18 ago. 2019.

DE MARCO, Douglas. A regulação no mercado de capitais: aspectos jurídicos e contábeis da divulgação da informação. **Revista Jurídica da Presidência**. Brasília, v. 11, n.95, p. 5-34, out. 2009. Disponível em: <https://revistajuridica.presidencia.gov.br/index.php/saj/article/view/224>. Acesso em: 9 set. 2019.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro: Limites da Autorregulação. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro**, v. 1, n. 12, p. 7357-7387, 2012.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas**. 2012. 164 f. Dissertação (Mestrado em Direito) –, Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal de Minas Gerais, 2012. Disponível em https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS-8XNLXN/1/_disserta_o_mestrado_v_final_.pdf. Acesso em: 24 ago. 2019.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SANTOS, Ariovaldo dos. Regulação contábil e a divulgação de informações de operações com instrumentos financeiros derivativos: análise do impacto da CVM nº 566/08 e da CVM nº 475/08 no disclosure das companhias abertas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, n. 6, p. 03-21, 2009. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34738>. Acesso em: 18 ago. 2019.

NAPPI, Joseli Fernanda. **Sistema bancário e regulação no Brasil: reflexões a partir da crise financeira internacional e da adequação à Basileia III**. 2005. Tese (Dissertação) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Direito. Disponível em http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/325797/1/Nappi_JoseliFernanda_M.pdf. Acesso em: 24 ago. 2019.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação Sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015.

PITTA, André Grünspon. **As funções da informação no mercado de valores mobiliários: uma reflexão sobre o regime de divulgação de informações imposto às companhias abertas brasileiras.** Tese (Doutorado em Direito). 2013. 367 f. – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade de São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11082014-082203/pt-br.php>. Acesso em: 5 set. 2019.

PRADO, Viviane Muller Prado. Interferência do poder judiciário na regulação do mercado de valores mobiliários: caso da transparência da remuneração dos administradores no Brasil. **Revista da Faculdade de Direito UFPR**, v. 61, n. 1, p. 247-272, 2016.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**. Brasília, v. 14, n. 103, jun./set. 2012, p. 405 a 427. Disponível em: <https://revistajuridica.presidencia.gov.br/index.php/saj/article/view/98/90>. Acesso em: 9 set. 2018.

RODRIGUES, Larissa Carneiro. Ação civil pública e a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 13, p. 1-14 jul./set. 2019.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O Poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários.** 2012. 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade de São Paulo, 2012. Disponível em: https://www.google.com/search?q=DISSERTACAO_COMPLETA_FD_Maria_Eduarda_Fleck_da_Rosa.pdf&rlz=1C5CHFA_enBR796BR799&oq=DISSERTACAO_COMPLETA_FD_Maria_Eduarda_Fleck_da_Rosa.pdf&aqs=chrome..69i57j69i60.269j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8. Acesso em: 9 set. 2019.

SANTOS, Fernando Teixeira dos. **A regulação do Sistema Financeiro.** Disponível em: https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/Confer%C3%A7%C3%A3o_IDEF_ISEG_Jun02.pdf. Acesso em: 18 ago. 2019.

SARNO, Paula Marina. **A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986.** 2006. 197 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2006. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/images/pesquisa/publicacoes/teses/2006/a_criacao_da_cvm_e_a_regulacao_do_mercado_de_capitais_no_brasil_1976_1986.pdf. Acesso em: 24 ago. 2019.

SCHWARTZ JÚNIOR, Cjerubin Helcias. Regulação e supervisão prudencial. In: GONÇALVES, Antônio Carlos Porto; PORTO, Antônio José Maristello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro (orgs.). **Regulação financeira para advogados.** São Paulo: FGV Direito Rio, 2012.

SEIXAS Luiz Felipe Monteiro; LIBERALINO Ana Paula da Silva. A atuação da Comissão de Valores Mobiliários enquanto órgão regulador do mercado de capitais: uma análise à luz do contexto político-econômico brasileiro de 2014 a 2018. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 83, p. 107-132, jan./mar. 2019.

SOUZA, Danilo Sergio de. **Regulação do mercado de capitais e governança corporativa. O papel da Comissão de Valores Mobiliários - CVM na institucionalização do conceito de Governança Corporativa.** 2017. 201 f. Dissertação (Mestrado em Direito). Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade de São Paulo, 2017. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/107/107131/tde-04022019-161526/en.php>. Acesso em: 9 set. 2019.

VENCESLAU, Helena Mulim; PEDRAS, Guilherme Binato Villela. **Organização do mercado financeiro no Brasil. Dívida Pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 339-358, 2009. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/375694/Parte%203_3.pdf. Acesso em: 18 ago. 2019.

ZANOTTA, Alexandre. **Regulação e autorregulação no mercado de capitais brasileiro.** 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2005. Disponível em <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9113/1/Regulacao%20e%20Auto%20Regulacao%20no%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro.PDF>. Acesso em: 24 ago. 2019.