

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

Faculdade de Direito

Vívian Costa Marques

**JUSTIFICATIVAS PARA A EXIGÊNCIA DE AUTORIZAÇÃO ESTATAL PARA A
LIBERAÇÃO DO EXERCÍCIO DE ATIVIDADE ECONÔMICA DE ANALISTA DE
VALORES MOBILIÁRIOS, CONSULTOR DE VALORES MOBILIÁRIOS,
ASSESSOR DE INVESTIMENTOS E ADMINISTRADOR DE CARTEIRA DE
VALORES MOBILIÁRIOS**

Belo Horizonte

2023

Vívian Costa Marques

JUSTIFICATIVAS PARA A EXIGÊNCIA DE AUTORIZAÇÃO ESTATAL PARA A LIBERAÇÃO DO EXERCÍCIO DE ATIVIDADE ECONÔMICA DE ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS, CONSULTOR DE VALORES MOBILIÁRIOS, ASSESSOR DE INVESTIMENTOS E ADMINISTRADOR DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito na área de concentração Direito e Justiça. Linha de pesquisa: Poder, Cidadania e Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito. Área de estudo: Sistema Financeiro Nacional – negócios, regulação e tutela nos âmbitos administrativo sancionador e penal.

Orientadora: Profa. Dra. Rubia Carneiro Neves

Versão corrigida

Belo Horizonte

2023

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz - CRB-6/2233.

M357j Marques, Vívian Costa
Justificativas para a exigência de autorização estatal para a liberação do exercício de atividade econômica de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários [manuscrito] / Vívian Costa Marques. - 2023.
143 f.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.
1. Direito - Teses. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) - Teses. 3. Mercado de valores mobiliários - Teses. I. Neves, Rubia Carneiro. II. Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito. III. Título.

CDU: 336.76(81)



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

UFMG

ATA DA DEFESA DA DISSERTAÇÃO DA ALUNA VÍVIAN COSTA MARQUES


Realizou-se, no dia 16 de maio de 2023, às 09:30 horas, auditório Francisco Luiz no 16o, da Universidade Federal de Minas Gerais, a defesa de dissertação, intitulada "JUSTIFICATIVAS PARA A EXIGÊNCIA DE AUTORIZAÇÃO ESTATAL PARA A LIBERAÇÃO DO EXERCÍCIO DE ATIVIDADE ECONÔMICA DE ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS, CONSULTOR DE VALORES MOBILIÁRIOS, ASSESSOR DE INVESTIMENTOS E ADMINISTRADOR DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS" apresentada por VÍVIAN COSTA MARQUES, número de registro 2021652933, graduada no curso de DIREITO, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em DIREITO, à seguinte Comissão Examinadora: Prof(a). Rubia Carneiro Neves - Orientador (UFMG), Prof(a). Davi Monteiro Diniz (UNB), Prof(a). Viviane Müller Prado (FGV/SP).

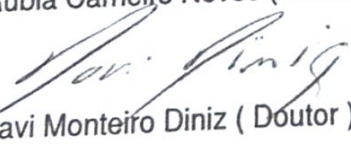
A Comissão considerou a dissertação:

Aprovada com autorização para publicação, tendo obtido a nota 90. NOVENTA

Reprovada

Finalizados os trabalhos, lavrei a presente ata que, lida e aprovada, vai assinada por mim e pelos membros da Comissão.
Belo Horizonte, 16 de maio de 2023.


Prof(a). Rubia Carneiro Neves (Doutora) Nota 90. NOVENTA


Prof(a). Davi Monteiro Diniz (Doutor) Nota 90. NOVENTA


Prof(a). Viviane Müller Prado (Doutora) Nota 90. NOVENTA

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Haroldo e Mary, agradeço o apoio incondicional. Sem vocês nada disso seria possível.

À minha irmã, Virgínia, por ter suportado minha ausência durante todo esse tempo de concentração e foco.

Aos meus amigos, parceiros e sócios, agradeço a paciência, incentivo e compreensão.

À minha orientadora Dra. Rubia Carneiro Neves, pela disponibilidade em me ajudar, ensinar e aconselhar, de forma assertiva, em todos os momentos do processo de escrita. Obrigada por acreditar na minha capacidade e por ter contribuído tanto para o resultado desta dissertação.

Aos professores que tive durante o mestrado e àqueles que compuseram a banca, pelo olhar criterioso sobre o trabalho. Sem as valiosas contribuições de cada um de vocês a pesquisa não seria a mesma.

À UFMG e aos seus servidores, por me oportunizarem aprender e crescer tanto na vida pessoal, profissional e acadêmica.

Por fim, agradeço a Deus por todas as bênçãos recebidas e oportunidades que tive durante o mestrado. Caminhar ao lado do Senhor Jesus, inspirada pela sua força, mansidão e sabedoria, foi o que me trouxe até aqui.

RESUMO

Neste trabalho, objetivou-se verificar a conformidade do controle exercido pelo Estado brasileiro para liberar o exercício das atividades de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e de administrador de carteira de valores mobiliários, com os objetivos constitucionais postos para regular o mercado no qual atuam. Para tanto, mapearam-se as justificativas colocadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para exigir que seja obtida autorização prévia antes de se iniciar o regular exercício de tais atividades no mercado de valores mobiliários. Na pesquisa, baseou-se em revisão bibliográfica, análise documental e no estudo de normas constitucionais, legais e infralegais que tratam do assunto e que regem o exercício das quatro atividades. Assim, procurou-se descrever e explicar a atividade de cada profissional, os limites a que estão sujeitos, o procedimento para o pedido de autorização para se tornarem participantes no mercado de valores mobiliários e as principais regras de conduta de cada um. Concluiu-se que a exigência de autorização prévia se justifica, sobretudo, em razão dos riscos que a inexistência desse controle estatal pode ocasionar aos investidores e ao mercado financeiro, o que é oriundo, principalmente, da elevada possibilidade de haver influência prejudicial pelos quatro profissionais no processo de tomada de decisão do investidor em valores mobiliários.

Palavras-chave: analista de valores mobiliários; consultor de valores mobiliários; assessor de investimentos; administrador de carteira de valores mobiliários; justificativas; prévia autorização estatal; Comissão de Valores Mobiliários (CVM); riscos ao investidor e ao mercado; influência; decisão; conflito de interesses.

ABSTRACT

In this work, the objective was to verify the conformity of the control exercised by the Brazilian State to release the exercise of the activities of Financial Analyst, Financial Advisor, Securities Broker and Portfolio Manager, with the constitutional objectives set for regulate the market in which they operate. For this purpose, were mapped the justifications put forward by the Brazilian Security and Exchange Commission for requiring that prior authorization (registration) be granted before starting the regular exercise of such activities in the securities market. The research was based on a bibliographical review, document analysis and on the study of constitutional, legal and infra-legal norms that deal with the subject and that govern the exercise of the four activities. Therefore, an attempt is made to describe and explain the activity of each professional, the limits of their activities, the procedure for requesting the registrations to become participants in the securities market and the main rules of conduct for each one. It was concluded that the requirement of registration is justified due to the risks that the absence of this state control can cause to investors and the financial market, which is mainly due to the high possibility of having harmful influence by four professionals in the process taken investor's decision on securities.

Keywords: financial analyst; financial advisor; securities broker; portfolio manager; justification; registration; Brazilian Security and Exchange Commission (CVM); investor and market risks; influence; decision; conflict of interest.

ZUSAMMENFASSUNG

Ziel dieser Arbeit war es, die Übereinstimmung der vom brasilianischen Staat ausgeübten Kontrolle zur Befreiung der Ausübung der Tätigkeiten von Wertpapieranalysten, Vermögensberater, Anlageberater und Vermögensverwalter mit den verfassungsmäßigen Zielen zur Regulierung des Marktes, auf dem sie tätig sind, zu überprüfen. Zu diesem Zweck wurden die von der brasilianischen Bundesanstalt für Wertpapiere angeführten Begründungen für die Forderung nach einer vorherigen Genehmigung vor Aufnahme der regulären Ausübung solcher Aktivitäten auf dem Wertpapiermarkt dargelegt. Die Recherche stützte sich auf eine bibliographische Durchsicht, Dokumentenanalyse und auf die Untersuchung verfassungsrechtlicher, rechtlicher und rechtswidriger Normen, die sich mit dem Thema befassen und die Ausübung der vier Aktivitäten regeln. Daher wird versucht, die Tätigkeit jedes Berufsangehörigen, die Beschränkungen, denen er unterliegt, das Verfahren zur Beantragung der Zulassung als Teilnehmer am Wertpapiermarkt und die wichtigsten Verhaltensregeln für jeden Einzelnen zu beschreiben und zu erläutern. Es wurde der Schluss gezogen, dass das Erfordernis einer vorherigen Erlaubnis aufgrund der Risiken gerechtfertigt ist, die das Fehlen dieser staatlichen Kontrolle für die Anleger und den Finanzmarkt mit sich bringen kann, was hauptsächlich auf die hohe Möglichkeit einer nachteiligen Beeinflussung der Anlegerentscheidung bei Wertpapieren durch die vier Personen im professionellen Verfahren zurückzuführen ist.

Schlüssel-wörter: Wertpapieranalysten; Vermögensberater; Anlageberater; Vermögensverwalter; staatliches Erlaubnis; Bundesanstalt für Wertpapiere; Risiken für Anleger und für den Markt; Beeinflussung; Entscheidung; Interessenkonflikt.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Mapeamento do crescimento dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários entre 2017 e 2022.....	13
Figura 2 – Panorama geral da fatia de mercado de cada participante em 2022.....	14
Figura 3 – Mapeamento da missão, visão, valores institucionais da CVM conforme o Plano de Integridade de 2020.....	33
Figura 4 – Mapeamento das competências atribuídas à CVM pela Lei n. 6.385/1976.....	35
Figura 5 – Modelos de remuneração pelos serviços de investimento.....	44
Figura 6 – Classificação em nível de risco da atividade econômica.....	94
Figura 7 – Risco para a CVM.....	100
Figura 8 – Riscos para os investidores: ausência de qualificação técnica do profissional.....	105
Figura 9 – Riscos para os investidores: inidoneidade do profissional.....	107
Figura 10 – Riscos para os investidores: aumento das infrações.....	109
Figura 11 – Desenho do controle da CVM sobre as informações dos participantes e dos investidores	116

LISTA DE SIGLAS

ABR - Abordagem baseada em risco

APIMEC - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

ANBIMA - Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANCORD - Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores
Mobiliários, Câmbio e Mercadorias

BCB - Banco Central do Brasil

CGR - Comitê de Governança e Gestão de Riscos

COAF - Conselho de Controle de Atividades Financeiras

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

MPE - Ministério Público Estadual

MPF - Ministério Público Federal

PAS - Processo administrativo sancionador

PTE - Portaria

PLD/FTP - Prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao
financiamento da proliferação de armas de destruição em massa

LD/FTP - Lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da
proliferação de armas de destruição em massa

SBR - Supervisão baseada em risco

SDM - Superintendência de desenvolvimento de mercado

SER - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SIN - Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais

SMI - Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários

SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	17
2.1 Breve evolução normativa	19
2.2 Objetivos	29
2.3 Competências da Comissão de Valores Mobiliários	34
3 A REGULAÇÃO DE ATIVIDADES EXERCIDAS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS QUE INFLUENCIAM O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO	40
3.1 O investidor e a influência que pode receber em suas decisões de investimento	41
3.2 A relevância da divulgação de informações na prestação dos serviços de investimentos	45
3.3 Descrição das atividades econômicas	50
3.3.1 Analista de valores mobiliários	51
3.3.1.1 Ato público de liberação	55
3.3.2 Consultor de valores mobiliários	58
3.3.2.1 Ato público de liberação	64
3.3.3 Assessor de investimentos	67
3.3.3.1 Ato público de liberação	76
3.3.4 Administrador de carteira de valores mobiliários	80
3.3.4.1 Ato público de liberação	86
3.4 Taxa de fiscalização e cadastro na CVM	89
4 AUTORIZAÇÃO PRÉVIA PARA O EXERCÍCIO DAS ATIVIDADES PROFISSIONAIS QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS	92
4.1 Embasamento normativo que autoriza a intervenção estatal	92
4.2 Justificativas para se exigir a prévia autorização estatal	98

<i>4.2.1 Riscos para os investidores</i>	105
<i>4.2.2 Riscos para o mercado financeiro</i>	111
4.3 Importância da regulação executiva	113
5 CONCLUSÃO	117
REFERÊNCIAS	121

1 INTRODUÇÃO

O crescimento do número de investidores na bolsa brasileira¹ e da quantidade de analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e de administradores de carteira de valores mobiliários justifica o interesse em pesquisar sua atuação profissional e a respectiva regulação.

Os dados mapeados a seguir mostram que, desde 2017, o número de administradores de carteira de valores mobiliários cresceu em torno de 34,17%. Entre 2017 e 2022, o crescimento dos consultores e analistas de valores mobiliários foi de 97,47% e 133%, respectivamente. Destaque-se a classe dos assessores de investimentos, que desde 2017 aumentou 250,18%, somando-se mais de 23 mil profissionais autorizados ao exercício da atividade no Brasil.

Figura 1 – Mapeamento do crescimento dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários entre 2017 e 2022

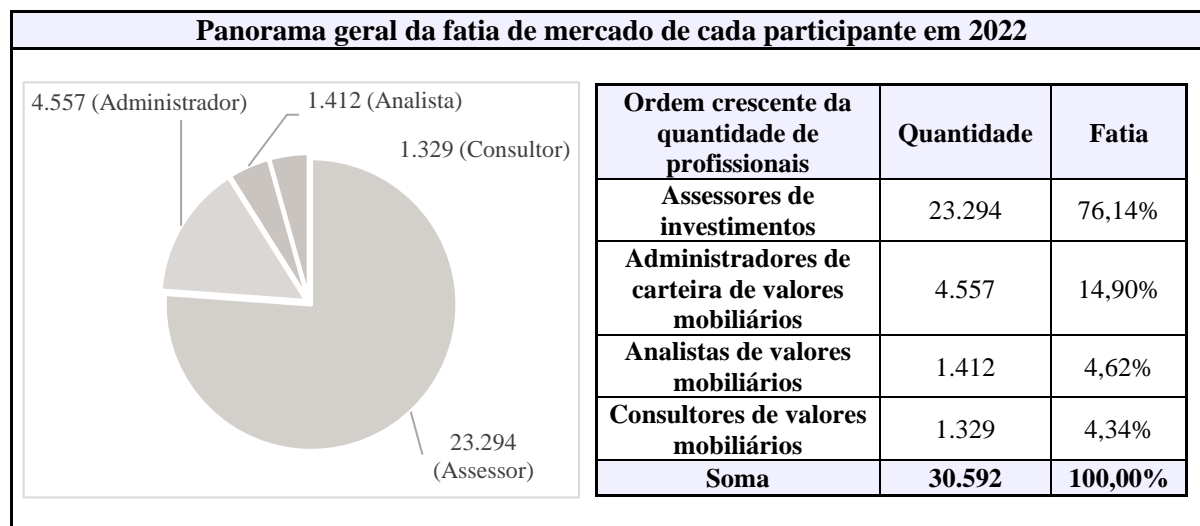
Mapeamento do crescimento dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários entre 2017 e 2022								
Participantes do mercado de valores mobiliários	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Crescimento em % (2021/2022)	Crescimento em % (2017/2022)
Analistas de valores mobiliários	606	662	698	923	1.269	1.412	11,27%	133,00%
Consultores de valores mobiliários	673	659	694	790	1.018	1.329	30,55%	97,47%
Assessores de investimentos	6.652	7.778	10.798	13.881	18.141	23.294	28,41%	250,18%
Administradores de carteira de valores mobiliários	3.382	3.452	3.560	3.786	4.185	4.557	8,89%	34,74%
Soma	11.313	12.551	15.750	19.380	24.613	30.592	24,29%	170,41%

Fonte: Elaborada pela autora conforme dados do *Boletim Econômico CVM* (BRASIL, CVM, 2023a, p. 6).

¹ “O número de investidores na B3 (Bolsa de Valores de São Paulo) subiu para 5,8 milhões em 2022, o recorde da história. Representa 2,7% da população brasileira, estimada em 215 milhões de pessoas. Houve um crescimento de 17,5% em comparação com 2021. A alta foi a menor registrada desde 2017, quando subiu 9,9%. Avançou 31,2% em 2018; 104,7% em 2019, 94% em 2020 e 53,9% em 2021. Ou seja, a expansão do número de investidores desacelerou por 3 anos seguidos” (FERRARI, 2023).

Ao se comparar a fatia de mercado que compete a cada um desses quatro profissionais, novamente há destaque para os assessores de investimento, pois alcançam aproximadamente 76% de participação ao todo:

Figura 2 – Panorama geral da fatia de mercado por participante



Fonte: Elaborada pela autora conforme dados do *Boletim Econômico CVM* (BRASIL, CVM, 2023a, p. 6).

Além dos números apresentados, a escolha deste tema de pesquisa se justifica também em razão da dificuldade de localização de material científico produzido sobre o assunto, em especial com o formato de organização do conhecimento apresentado adiante nesta dissertação.

Reforça a relevância da pesquisa, a apuração de significativa preocupação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) desde 2017 com a atuação irregular dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e dos administradores de carteira de valores mobiliários, em especial em seus planos bienais de supervisão baseados em risco e relatórios de atividade sancionadora.

Com base no exame dos números mapeados e do citado cuidado adotado pela CVM, formulou-se a questão central investigada na pesquisa: A atuação regulatória da autarquia para se exigir autorização prévia para a liberação do exercício das atividades desses quatro profissionais é compatível com os objetivos constitucionais postos para a regulação do mercado de valores mobiliários?

Admitiu-se como hipótese inicial que sim, porque, no exercício de tais atividades econômicas, lida-se com a poupança dos investidores do mercado de valores mobiliários, segmento relevante da economia brasileira e que abrange significativos interesses da

coletividade e, conseqüentemente, o desenvolvimento equilibrado do País, conforme prevê o art. 192 da Constituição da República Federativa do Brasil.

Para verificar essa resposta preliminar, delineou-se nova pergunta de pesquisa: Quais são as justificativas para o Estado brasileiro controlar a entrada dos interessados em atuar no mercado de valores mobiliários como analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários?

Verificou-se a hipótese de que a exigência de autorização prévia a esses profissionais, em decorrência da significativa influência que podem exercer sobre o processo de tomada de decisão de investimento, muitas vezes praticada em conflito com os reais interesses dos clientes, bem como o fato de serem considerados verdadeiros auxiliares da autarquia na prevenção e repressão da prática de atos ilícitos, empenhando-se para o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, se justifica, sobretudo, em razão dos riscos que a inexistência desse controle pode trazer aos investidores e ao mercado financeiro.

A busca de resposta para ambas as perguntas da pesquisa exigiu o uso da dogmática jurídica para a análise de normas constitucionais, legais e infralegais, como também dos documentos oficiais expedidos pela CVM – por exemplo, planos bienais de supervisão baseada em risco, relatórios de atividade sancionadora, planos de integridade, relatórios de análise de impacto regulatório, relatórios de audiência pública, estudos, votos e notas técnicas.

A estratégia exploratória foi utilizada para levantar as normas, documentos analisados, e o material sobre o qual se realizou revisão bibliográfica, a começar pela obra Economia internacional (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ, 2015, p. 475-479), cujos autores defendem a ideia de que deve haver uma regulação mais rígida do mercado em virtude dos riscos e impactos negativos que crises financeiras podem acarretar para a coletividade.

Na mesma linha, porém com abordagem direcionada ao mercado de valores mobiliários, a obra do jurista alemão Klöhn (2022, p. 1-22) foi utilizada, pois, segundo ele, a regulação de tal segmento tem por objetivo proteger não somente os investidores, mas o mercado em geral.

Ambas as concepções foram tidas como marcos teóricos para o desenvolvimento da pesquisa.

Quanto às demais referências bibliográficas utilizadas, materiais relevantes² foram revisados – por exemplo, Rocha (2022), utilizado no capítulo 3³ para tratar do regime jurídico dos assessores de investimento, sua figura como preposto e do conflito de interesses entre os profissionais de investimento e os investidores. No que diz respeito aos analistas de valores mobiliários, as obras de Marques (2023) e Lemos (2010) foram utilizadas para explicar a diferenciação das metodologias de análise, enquanto Maeda *et al.* (2018) foi citado para melhor explicar a participação da entidade que autorregula e credencia esses profissionais.

Haensel (2014) e Calabro (2010) foram referências fundamentais para abordar a questão relativa à condição dos profissionais como *gatekeepers*, tratada no capítulo 4, em que se demonstra como os participantes do mercado de valores mobiliários auxiliam, de fato, o regulador na fiscalização de ilícitos no mercado. Calabro também contribuiu para a produção do capítulo 3, ao tratar especificamente sobre a importância do dever de verificação da adequação do produto ao perfil do cliente para a proteção do investidor. Quanto à prestação de informações ao cliente, Teixeira (2009) foi utilizado para explicar como elas devem ser prestadas à luz do Código de Defesa do Consumidor, conexão também apresentada por outros autores, como Hayashi (2021), Favoretto (2022), Calabro (2010) e Hachul (2018).

Para tratar da classificação das funções da regulação do mercado de valores mobiliários em normativa, executiva e judicante, Dubeaux (2009) e Saddy (2018) foram as principais referências de apoio, com o destaque para o segundo, que melhor explicou a abrangência da função regulatória executiva. A evolução normativa da regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil contou com os trabalhos desenvolvidos por Andrezo e Lima (1999), Ragil (2017) e Eizirik (2019; 1993), enquanto o conceito de regulação foi tratado sob a perspectiva de Souto (2009) e Bonfadini (2021), cuja leitura conjunta permitiu entendê-la como a atividade estatal que impõe limites ao exercício de determinados direitos do cidadão em prol da manutenção dos interesses públicos.

² Para a seleção da bibliografia, observaram-se alguns critérios que permitiram inclusões e exclusões na lista de material catalogado e revisado. Para os trabalhos que tratam sobre os participantes do mercado de valores mobiliários, foram incluídos somente aqueles com mais de duas páginas escritas por participante, excluídos os trabalhos de conclusão de curso. Para os outros temas, foram excluídos: os livros divulgados por autarquias que não permitem seu uso comercial e respectivas obras derivadas; manuais disponibilizados nos sites das entidades autorreguladoras dos participantes e os sites na internet meramente explicativos e que apenas replicam o que prevê a norma. Com esse recorte, pretendeu-se elevar a liberdade de escrita para melhor refletir sobre o tema, inovando a bibliografia existente a respeito do assunto e contribuindo para o desenvolvimento de trabalhos futuros.

³ Para a parte que trata dos consultores de valores mobiliários e dos administradores de valores mobiliários, não foram encontradas bibliografias que inovaram a doutrina brasileira sobre o tema, razão pela qual foram utilizados julgados da CVM e interpretação normativa para melhor explicar suas atividades

Além desta introdução, da conclusão e do capítulo destinado às referências bibliográficas, o trabalho foi dividido em três capítulos. No primeiro, tratou-se da regulação do mercado de valores mobiliários de forma geral, com uma breve explanação histórica do mercado financeiro, objetivo dessa regulação e competências atribuídas à CVM pela Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

No capítulo seguinte, descreveu-se, de forma resumida, em que consiste a atividade econômica exercida pelos participantes, quais são as principais regras de conduta e vedações que lhes são atribuídas, como ocorre a influência que exercem sobre o investidor, quais são os requisitos para a obtenção da autorização prévia e qual é a entidade autorreguladora que os regula. Além disso, no capítulo foram apresentadas regras gerais aplicáveis a esses participantes, com foco no dever de prestação de informações aos investidores e o cadastro perante o regulador.

Por fim, no último capítulo destinado a responder aos problemas investigados, por meio da metodologia explicativa, foram apresentados os fatores relacionados aos riscos que podem decorrer da inexistência de controle estatal para se exigir autorização prévia para a liberação do exercício de atividade de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e de administrador de carteira de valores mobiliários e, de forma organizada, desenvolveu-se raciocínio jurídico para explicar as justificativas para essa atuação. Em tal estratégia foram consideradas duas frentes de ação: uma, para proteger os investidores e outra, para proteger o mercado financeiro.

De forma complementar, destacou-se a importância desse instrumento de regulação executiva à luz dos dispositivos constitucionais que tratam do Sistema Financeiro Nacional (SFN), conectando-a ao dever do Estado brasileiro de fomentar o crescimento econômico do País.

2 A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Explora-se, neste capítulo, por meio de análise normativa e doutrinária, como a regulação do mercado de valores mobiliários é exercida pela CVM.

São abordados os objetivos do Estado para regular tal mercado e as competências atribuídas à CVM para o exercício de suas funções regulatórias (normativas, executivas e judicantes), com foco no estudo sobre a competência que trata da exigência de autorização prévia para o exercício regular das atividades econômicas exploradas pelos administradores de

carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários, assessores de investimento e consultores de valores mobiliários.

Antes de prosseguir, esclareça-se que mercado⁴ é o lugar onde oferta e demanda se encontram, um local de negociação onde o objeto negociável é comprado e vendido. Até a década de 1970, os mercados eram lugares onde fornecedores e compradores se encontravam fisicamente, que poderia ser em uma feira semanal de hortaliças ou em uma bolsa de valores. Por meio dos novos meios de comunicação, os mercados e, em particular, os mercados financeiros se transformaram em sistemas de negociação virtuais, sem o enfrentamento físico de vendedores e compradores para formação de preços (LENENBACH, 2010, p. 3).

Mercado financeiro em seu sentido mais amplo pode ser entendido como um sistema organizado que viabiliza, por meio de instituições que integram o Sistema Financeiro Nacional (SFN) de um país, as transferências de recursos financeiros das pessoas com níveis de poupança distintos ou objetivos opostos, mediante a prestação de serviços especializados e a emissão, oferta e negociação dos diversos produtos⁵, com os quais os esperam obter retorno financeiro, seja pela expectativa ou pela promessa de pagamento no futuro.

⁴ *Ein Markt ist ein Ort, an dem Angebot und Nachfrage zusammentreffen, ein Handelsplatz, an dem Handelsobjekt gekauft und verkauft werden. Bis in die 70er-Jahre des 20. Jahrhunderts waren Märkte Orte, an denen Anbieter und Nachfrager physisch zusammentrafen, ob auf einem Wochenmarkt für Gemüse oder an einer Wertpapierbörse. Durch die neuen Kommunikationsmittel sind auch die Märkte und insbesondere die Kapitalmärkte mehr und mehr zu virtuellen Handelsplätzen geworden. Käufer und Verkäufer stehen sich nicht mehr tatsächlich gegenüber, sondern kommunizieren über Computernetze oder per Telefon. Ein Markt ist daher heute eine organisierte Handelsmöglichkeit, bei der Angebot und Nachfrage in Verbindung gebracht werden, um einen Handel zu ermöglichen.* (Um mercado é um local onde a oferta e a demanda se encontram, uma plataforma de negociação (*Handelsplatz*) onde as mercadorias são compradas e vendidas. Até a década de 1970, os mercados eram lugares onde fornecedores e compradores se encontravam fisicamente, que poderia ser em uma feira semanal de hortaliças ou em uma bolsa de valores. Por meio dos novos meios de comunicação, os mercados e, em particular, os mercados de capitais tornaram-se cada vez mais plataformas de negociação virtuais. Compradores e vendedores não se enfrentam mais, mas se comunicam por meio de redes de computadores ou por telefone. Assim, um mercado é agora, portanto, uma oportunidade negocial organizada onde a oferta e a demanda são combinadas para facilitar essa negociação (tradução nossa).

⁵ Produtos ofertados no mercado, produtos de investimento ou produtos financeiros serão conceituados como todos os bens e conjunto de direitos com definição (ou conceito) expressos pelos reguladores dos mercados financeiros, como valores mobiliários, títulos, certificados, recibos, dentre outros. A escolha da utilização do termo “produto”, palavra alegórica não representativa de categoria jurídica, deu-se em razão do se constante uso da palavra nas resoluções da CVM, quais sejam: Resoluções CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i); n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h); n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g) e n. 30/2021 (BRASIL, CVM, 2021l).

Já o mercado de valores mobiliários⁶ é uma subdivisão do mercado financeiro que se insere no principal segmento⁷ do Sistema Financeiro Nacional brasileiro: o segmento moeda, crédito, capitais e câmbio. É ele que contempla as disposições, sujeitos, atividades, instituições, sistemas e produtos especificados na Lei n. 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a autarquia que regula esse segmento, conforme será tratado adiante (BRASIL, 1976a). A função econômica básica desse mercado é permitir que emissores como as companhias, emitam valores mobiliários na captação de recursos com o público investidor para o financiamento das suas atividades e de seus projetos de desenvolvimento, remunerando-o sob a forma de dividendos⁸ caso haja lucro na operação, sem devolução de recursos aos investidores (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 35, p. 253). É daí que decorre a natureza de risco desse mercado, pois os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, já que dependem do empreendimento econômico da companhia (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 36).

2.1 Breve evolução normativa

A evolução normativa do mercado de valores mobiliários brasileiro remonta à legislação federal da década de 1960, quando o Sistema Financeiro Nacional⁹ foi reestruturado pela Lei n. 4.595 de 1964, que dispõe sobre o Conselho Monetário Nacional¹⁰, Banco Central

⁶ Existe uma discussão doutrinária a respeito do uso da expressão “mercado de capitais” para fazer referência ao mercado de valores mobiliários. Para alguns autores, os termos são sinônimos (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 33-35, 2019). Para outros, como Araújo (2015, p. 20), ou o mercado de valores mobiliários se encontra no âmbito do mercado de capitais, ou é um mercado que tem intersecções com o mercado de capitais, mas que com ele não se identifica totalmente, sendo incorreto estabelecer que mercado de capitais e mercado de valores mobiliários são sinônimos. Como não se discorre, nesta dissertação, sobre a terminologia, utilizou-se apenas a expressão “mercado de valores mobiliários”, adotando-se o segundo posicionamento.

⁷ Conforme o site do Banco Central do Brasil, a estrutura do Sistema Financeiro Nacional abrange órgãos normativos, supervisores e operadores que atuam em segmentos (ramos) diferentes: a) moeda, crédito, capitais e câmbio (separado por tipos de mercado, dentre os quais se inserem o mercado monetário, de crédito, de capitais e cambial); b) seguros privados e c) previdência fechada (BCB/CMN 2023). De acordo com essa proposta, é o tipo mercado de capitais que se insere em um dos segmentos do SFN, no qual o CMN é órgão normativo (responsável por determinar regras gerais para o bom funcionamento do SFN) e a CVM é órgão supervisor (responsável por trabalhar para que os cidadãos e os integrantes do SFN sigam as regras definidas pelos órgãos normativos) (BCB/CMN 2023). Todavia, neste trabalho admite-se que o mercado de valores mobiliários é uma subdivisão do mercado financeiro, podendo ser inserido no tipo mercado de capitais.

⁸ Existem operações societárias nas quais a companhia consegue remunerar o investidor para além da distribuição de dividendos, assim como existem outras formas de o investidor obter lucro no mercado de valores mobiliários, como por meio de ganhos líquidos auferidos em operações realizadas em bolsas de valores.

⁹ Lei n. 4.595/1964, art. 1º: “O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: I – do Conselho Monetário Nacional; II – do Banco Central do Brasil; III – do Banco do Brasil S. A.; IV – do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; V – das demais instituições financeiras públicas e privadas” (BRASIL, 1964).

¹⁰ Lei n. 4.595/1964, art. 2º: “Fica extinto o Conselho da atual Superintendência da Moeda e do Crédito, e criado em substituição, o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito

do Brasil (BCB)¹¹ e outros assuntos relacionados às instituições integrantes desse sistema. A nova estrutura atribuiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão matriz de todo o SFN, funções principalmente deliberativas. O BCB¹² ficou com funções executivas, como a de expedir normas para detalhar as resoluções editadas pelo CMN, bem como praticar outros atos pertinentes às matérias com base nas deliberações do CMN, além do exercício das demais funções regulatórias no setor financeiro (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 38-42).

Em 1965, foi editada a Lei n. 4.728/1965, introduzindo no ordenamento jurídico brasileiro uma legislação específica para o mercado de capitais. Entretanto, a lei não inovou na estrutura trazida pela Lei de 1964, haja vista que as funções regulatórias continuaram a cargo do CMN e BCB¹³. Mesmo assim ela foi considerada um marco importante, pois fez com que os instrumentos de aplicação dos recursos financeiros no mercado nacional e a disciplina de novas instituições financeiras evoluíssem no Brasil, aumentando o papel do BCB e do CMN no mercado de capitais (ANDREZO; LIMA, 1999, p. 50-51). Na época, o mercado de capitais ainda era incipiente no Brasil, o que permitia o acúmulo de funções pelo BCB e pelo CMN.

Com o tempo, essa estrutura gerou uma sobrecarga ao BCB, contribuindo para a edição da Lei n. 6.385 de 1976, que criou a CVM¹⁴, entidade autárquica em regime especial¹⁵

como previsto nesta lei, objetivando o progresso econômico e social do País. Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: IV – Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V – Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI – Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII – Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa. Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: [...]” (BRASIL, 1964).

¹¹ Lei n. 4.595/1964, art. 9º: “Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: [...]” (BRASIL, 1964).

¹² Lei Complementar n. 179/2021, art. 1º: “O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. [...] Art. 6º. O Banco Central do Brasil é autarquia de natureza especial caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei Complementar ou de leis específicas destinadas à sua implementação” (BRASIL, 2021v).

¹³ Lei n. 4.728/1965, art. 1º: “Os mercados financeiro e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil” (BRASIL, 1965).

¹⁴ Lei n. 6.385/1976, art. 5º: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária” (BRASIL, 1976a).

¹⁵ Resolução CVM n. 24/2021, art. 1º: “A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e

especializada e competente para regular do mercado de valores mobiliários. Com a nova divisão das atividades, o legislador atendeu à necessidade de desenvolver uma regulação especializada e atualizou¹⁶ a legislação do mercado de capitais relativa aos valores mobiliários¹⁷, conceituado como o conjunto de direitos pessoais¹⁸ de caráter patrimonial com

orçamentária, com sede e foro na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, e jurisdição em todo o território nacional. Parágrafo único. A CVM pode manter unidades administrativas em outras localidades, com prazo de duração indeterminado e atuação em todo território nacional” (BRASIL, CVM, 2021k).

¹⁶ Mensagem n. 203: Exposição de motivos da Lei n. 6.385/1976: “4. A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito. 5. A Lei n. 4.728, de 1965, organizou o mercado de capitais, sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil. O legislador da época entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de órgão especializado para o fiscalizar. O Banco Central, que estava sendo instalado, era o órgão naturalmente indicado para exercer a função. Entretanto, o Banco Central, cuja função precípua é a de gestor da moeda, do crédito, da dívida pública e do balanço de pagamentos, não deve ter as suas atribuições sobrecarregadas com a fiscalização do mercado de valores mobiliários. 6. O projeto institui a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, com a função de disciplinar o mercado de títulos privados – ações, debêntures e outros – sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional. O campo de ação da CVM se estende às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado. 7. Ademais, o projeto atualiza a legislação do mercado de capitais relativa aos valores mobiliários, regulando a emissão e distribuição desses valores, a negociação e intermediação no mercado, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores, e outras atividades correlatas (artigo 1º). [...] 9. Permanecem na área de competência do Banco Central o mercado monetário, o mercado de capitais representados por títulos de responsabilidade de instituição financeira (exceto as debêntures), e o mercado de títulos da dívida pública, inclusive o *open-market*” (SIMONSEN, 1976).

¹⁷ Lei n. 6.385/1976, art. 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I – exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II – exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III – dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV – estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do *caput*, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários” (BRASIL, 1976a).

¹⁸ Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 82: “São móveis os bens suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social. Art. 83. Consideram-se móveis para os efeitos legais: [...] III – os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações” (BRASIL, 2002c).

as seguintes características¹⁹: sua aquisição tem de gerar direito de participação, parceria ou remuneração; o valor mobiliário tem de ser ofertado publicamente e seus rendimentos têm de ser advindos de esforços do empreendedor ou de terceiros.

Na década seguinte, com a promulgação da Constituição Federal em 1988, os fundamentos²⁰ do Estado Democrático de Direito e objetivos da República Federativa do Brasil, foram firmados, realçando o compromisso do Estado de manter esses fundamentos – como o da dignidade da pessoa humana e os valores sociais da livre iniciativa – para atingir os objetivos propostos – como o de construir uma sociedade livre, justa e solidária, garantir o desenvolvimento nacional e promover o bem de todos²¹.

Ao tratar dos direitos e garantias fundamentais do cidadão, a Constituição Federal previu o direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança, à propriedade, assegurando, por exemplo²²:

- a) o livre exercício trabalho, ofício ou profissão²³;
- b) o direito de propriedade;
- c) a promoção da defesa do consumidor pelo Estado;
- d) a não privação da liberdade ou de bens sem o devido processo legal, além de diversos outros direitos inseridos no rol do art. 5º do texto constitucional.

Os arts. 170 a 192 trataram da ordem econômica e financeira, parcela da ordem jurídica que abrange o conjunto de princípios e regramentos inseridos no ordenamento jurídico para se exigir comportamentos mínimos adequados dos sujeitos envolvidos na economia nacional, o

¹⁹ Embora o conteúdo do art. 2º da Lei n. 6.385 de 1976 tenha enumerado o que seria categorizado como valor mobiliário, em uma noção instrumental, ela não tratou de estabelecer uma definição de valor mobiliário.

²⁰ Constituição da República de 1988, art. 1º: “A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: I – a soberania; II – a cidadania; III – a dignidade da pessoa humana; IV – os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa; V – o pluralismo político. Parágrafo único. Todo o poder emana do povo, que o exerce por meio de representantes eleitos ou diretamente, nos termos desta Constituição” (BRASIL, 1988).

²¹ Constituição da República 1988, art. 3º: “Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I – construir uma sociedade livre, justa e solidária; II – garantir o desenvolvimento nacional; III – erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV – promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação” (BRASIL, 1988).

²² Constituição da República de 1988, art. 5º: “Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: [...] XIII – é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer; [...] XXII – é garantido o direito de propriedade; [...] XXXII – o Estado promoverá, na forma da lei, a defesa do consumidor; [...] LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal [...]” (BRASIL, 1988).

²³ Não é objetivo, nesta dissertação, enfrentar a conceituação e diferenciação das: profissões legisladas privativamente pela União e a organização das condições para o seu exercício, tratadas nos arts. 22, inciso XVI e 5º, inciso XIII, da Constituição Federal (BRASIL, 1988); atividades econômicas e não econômicas, referidas no art. 966 da Lei n. 10.406/2002 (BRASIL, 2002c) Código Civil – e sociedades empresárias e não empresárias, disciplinadas pelos arts. 981 e seguintes do mesmo Código.

que deve estar em consonância com os fundamentos e objetivos do Estado (GRAU, 2014, p. 58-60 *apud* REZENDE, PERONDI JÚNIOR, 2016, p. 24).

O principal dispositivo constitucional a esse respeito e para o presente trabalho é o artigo 170, que elenca os princípios gerais da atividade econômica. Conforme o texto, a ordem econômica brasileira é fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa e tem por fim assegurar a todos a existência digna, conforme os ditames da justiça social, devendo ser observados princípios, como a propriedade privada, a livre concorrência e a defesa do consumidor²⁴.

No contexto do mercado de valores mobiliários, a propriedade privada, que também é uma garantia fundamental do cidadão, é um importante princípio para a proteção patrimonial do investidor, eis que os valores mobiliários e outros produtos de investimento integram o seu patrimônio. Esclareça-se, que é esse direito que isenta o cidadão de ter que gastar todos os seus recursos e energia para proteger os seus bens, possibilitando a atuação em sua vocação econômica e a capacidade de produção de riqueza (RIBEIRO; FREITAS; NEVES, 2017, p. 516).

O princípio da livre concorrência²⁵ diz respeito à atuação do Estado para tentar garantir que a disputa entre os profissionais e as instituições (o empresariado) pela clientela se dê de forma digna, justa (REZENDE, PERONDI JÚNIOR, 2016, p. 38-39). Para isso, deve proporcionar um ambiente de competição adequado, estabelecendo regras e limites à concorrência para equilibrar e tornar mais saudável essa disputa, além de estar autorizado a repreender a conduta e intervir nos negócios para coibir o abuso de poder econômico²⁶ por meio de mecanismos previstos em leis específicas, como a que estrutura o Sistema Brasileiro

²⁴ Constituição da República de 1988, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei” (BRASIL, 1988).

²⁵ Alguns autores, como Grau (2010), levantaram teorias que ora defendem que a livre concorrência é uma vertente da livre iniciativa, ora é tratada como um princípio autônomo da Constituição Federal. Neste trabalho, será admitida a posição de Reale (1988), citado por Grau, que adota o posicionamento de que a livre iniciativa e a livre concorrência são conceitos complementares, mas essencialmente distintos (GRAU, 2010, p. 183).

²⁶ Constituição da República de 1988, art. 173, parágrafo quarto: “§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros” (BRASIL, 1988).

de Defesa da Concorrência e a Lei que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica.

Por fim, a defesa do consumidor, cuja promoção pelo Estado é consagrada como uma garantia fundamental do cidadão, é o princípio da ordem econômica que melhor orienta as instituições e os profissionais que prestam serviços especializados no mercado financeiro, haja vista que os conceitos de consumidor, fornecedor e serviço adotados pelo Código de Defesa do Consumidor – Lei n. 8.078/1990²⁷, permitem aproximar o consumidor ao investidor pela via da equiparação, uma tese que atualmente é consensual na jurisprudência e doutrina especializada (HACHUL, 2018, p. 72) (TEIXEIRA, 2009, p. 44; HAYASHI, 2021, p. 127).

A livre iniciativa, inserida como um dos pilares da ordem econômica e também como um fundamento do Estado, pode ser compreendida como um princípio que reflete a projeção da liberdade individual no plano da produção, circulação e distribuição das riquezas que assegura tanto a liberdade de escolha das profissões e das atividades econômicas quanto a autônoma eleição dos processos ou meios adequados à consecução dos fins visados (REALE, 1998, p. A-3 *apud* GRAU, 2010, p. 183).

Desse fundamento decorre a garantia do livre exercício de atividades econômicas previsto no parágrafo único do artigo 170 da Constituição Federal, que assegura a todos a possibilidade de explorar tais atividades, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei²⁸. Ou seja, se a lei porventura vier a exigir autorização para o exercício de determinada atividade econômica, seu exercício não se dará de forma desimpedida, do que se deduz ser a livre iniciativa²⁹ e o livre exercício de atividade parciais, e não absolutos. Assim, se houver lei que disponha de forma contrária, existirá impedimento para integração desse particular no mercado, um entrave e bloqueio de entrada para a exploração da atividade econômica pretendida.

²⁷ Lei n. 8.078/1990: “Art. 2º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final. Parágrafo único. Equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo. Art. 3º Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços. [...] § 1º Produto é qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial. § 2º Serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista” (BRASIL, 1990).

²⁸ Constituição da República de 1988, art. 170, parágrafo único: “É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei” (BRASIL, 1988).

²⁹ Considera-se, portanto, que o livre exercício de atividade é uma faceta da livre iniciativa que diz respeito apenas à inexistência de barreira estatal de entrada e saída, via autorização de órgão público, para ingresso no mercado.

A Constituição Federal consagrou a figura do estado regulador em seu art. 174, ao prever que, como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exerce, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado³⁰. Trata-se da regulação³¹, parcela da atividade administrativa estatal por meio da qual o Estado brasileiro intervém nas atividades econômicas, impondo limites àqueles que as exercem sempre que o interesse público justificar as restrições das liberdades em prol da coletividade.

Com a regulação formatada dessa maneira, o Estado substituiu a aparelhagem de uma constante participação no mercado por uma intervenção indireta sobre o domínio econômico, cujo destaque é a edição de normas e o exercício do poder e polícia³² (SALOMÃO FILHO, 2008, p. 21 *apud* RAGIL, 2017, p. 77). É, portanto, com base no exercício desse poder que o regulador fiscaliza e sanciona as infrações cometidas no mercado supervisionado e ajusta a liberdade dos indivíduos aos interesses coletivos (EIZIRIK, 1993, p. 388).

Cumprido esclarecer que o exercício da regulação não é feito de forma limitada apenas às disposições sobre a ordem econômica. Sua estrutura da regulação se dá por meio de lei³³ de

³⁰ Constituição da República de 1988, art. 174: “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. § 1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento. § 2º A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo. § 3º O Estado favorecerá a organização da atividade garimpeira em cooperativas, levando em conta a proteção do meio ambiente e a promoção econômico-social dos garimpeiros. § 4º As cooperativas a que se refere o parágrafo anterior terão prioridade na autorização ou concessão para pesquisa e lavra dos recursos e jazidas de minerais garimpáveis, nas áreas onde estejam atuando, e naquelas fixadas de acordo com o art. 21, XXV, na forma da lei” (BRASIL, 1988).

³¹ O surgimento da regulação estatal está intimamente ligado ao desenvolvimento da sociedade ao longo do tempo e a necessidade que o Estado viu de intervir na economia para manter a ordem pretendida, uma vez que o processo legislativo é moroso, custoso e burocrático demais para acompanhar a complexidade dos negócios, a velocidade da tecnologia, especificidade dos mercados e das demandas existentes entre os particulares. A figura do Estado como agente normativo e regulador da ordem econômica surgiu, portanto, neste contexto de precisão de mecanismos legais mais maleáveis, o que foi chamado pela doutrina de intervenção indireta na economia (BONFADINI, 2021, p. 38). A esse respeito, ressalte-se que essa intervenção do Estado na economia sempre existiu, com alterações ao longo do tempo apenas no que diz respeito ao modo, abrangência e magnitude da intervenção, razão pela qual se diz que o Estado gestor foi substituído pelo Estado orientador das atividades econômicas (SOUTO, 2009, p. 1).

³² Lei n. 5.172/1966, art. 78: “Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou autorização do Poder Público, à tranquilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos. Parágrafo único. Considera-se regular o exercício do poder de polícia quando desempenhado pelo órgão competente nos limites da lei aplicável, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder” (BRASIL, 1966).

³³ Constituição da República de 1988, art. 37: “A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...] XIX – somente por lei

entidades autônomas³⁴ e politicamente independentes, como as autarquias³⁵, com competência para o exercício de funções regulatórias normativas, executivas e judicantes em segmentos relevantes para o desenvolvimento social, buscando atender, com eficiência, aos anseios e expectativas confiadas pela sociedade ao Estado (SOUTO, 2009, p. 1-7).

A função regulatória normativa se caracteriza pela competência do regulador para estabelecer deveres jurídicos relacionados ao objeto da regulação, enquanto a função regulatória executiva diz respeito à possibilidade de fiscalizar o cumprimento dessas normas pelos regulados por meio de instrumentos³⁶ permitidos por lei – por exemplo, a intimação para prestar informações (DUBAUX, 2009, p. 60, p. 75). Mas não somente, pois essa função diz respeito também aos atos da administração pública que limitam a iniciativa privada. É por meio dela que a iniciativa privada ingressa no mercado, sendo os atos de consentimento de ingresso no mercado aquilo que legitima, depois de um processo de verificação, o direito de exercer determinada atividade econômica (SADDY, 2018, p. 375).

A função regulatória judicante diz respeito ao poder para aplicar sanções decorrentes desses desvios e conflitos com o regulador, por meio de processo administrativo, sem impedimento da revisão dessa decisão no Judiciário, haja vista a impossibilidade de a lei retirar do Poder Judiciário a apreciação de lesão ou ameaça de direito³⁷ (BONFADINI, 2021, p. 37)

específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação; [...] (BRASIL, 1988).

³⁴ Decreto-Lei n. 200/1967, art. 4º: “A Administração Federal compreende: I – A Administração Direta, que se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios. II – A Administração Indireta, que compreende as seguintes categorias de entidades, dotadas de personalidade jurídica própria: a) Autarquias; [...] Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se: I – Autarquia – o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada. [...] § 2º O Poder Executivo enquadrará as entidades da Administração Indireta existentes nas categorias constantes deste artigo (BRASIL, 1967).

³⁵ Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 40: “As pessoas jurídicas são de direito público, interno ou externo, e de direito privado. Art. 41. São pessoas jurídicas de direito público interno: [...] IV – as autarquias, inclusive as associações públicas; [...]” (BRASIL, 2002c).

³⁶ De acordo com a classificação proposta por Dubeaux (2005), que tratou da regulação do mercado de valores mobiliários, os instrumentos regulatórios normativos, executivos e judicantes podem ser agrupados consoante sua proximidade, maior ou menor, com essas funções materiais clássicas atribuídas ao Estado. Para o autor, essa classificação permite compreender melhor como funciona a atuação da CVM, além de estar mais atualizada com os estudos de direito administrativo que se dedicam ao tema, os quais destacam uma característica em comum no desenho de tais entidades: a atribuição de um rol de competências híbridas, de natureza normativa, executiva e judicante, também considerados poderes administrativos (DUBAUX, 2009, p. 12). Todavia, como o autor não adota a expressão “função regulatória executiva, normativa e judicante”, foi feita uma adaptação para tratar tanto das funções quanto dos instrumentos segundo a classificação proposta.

³⁷ Constituição da República de 1988, art. 5º: “Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: [...] XXXV – a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito; [...] (BRASIL, 1988).

(SOUTO, 2009, p. 6). A esse respeito, ressalte-se que o procedimento para aplicar sanções na esfera administrativa deve respeitar todos os princípios da administração pública para a proteção dos direitos dos particulares³⁸, como a observância aos princípios da legalidade³⁹, impessoalidade, moralidade, publicidade, eficiência⁴⁰, razoabilidade, proporcionalidade, da celeridade processual, do interesse público⁴¹, dentre outros.

Ainda na parte que tratou da ordem econômica e financeira, o art. 192 da Constituição Federal dispõe sobre o SFN, estabelecendo que seria estruturado⁴² de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País⁴³ e a servir aos interesses da coletividade, cuja regulação viria por meio da edição de leis complementares⁴⁴.

Observe-se que o texto constitucional impôs à estrutura do SFN um importante objetivo a ser alcançado, o de promover o desenvolvimento equilibrado do País e o de servir aos interesses da coletividade, o que está diretamente relacionado aos objetivos⁴⁵ do Estado Democrático de Direito. Essa relação já foi identificada de outras formas por autores nacionais e estrangeiros, cujos estudos comprovam a relação direta causal entre o desenvolvimento do

³⁸ Constituição da República de 1988; art. 5º: [...] LIV – ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal; LV – aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes; [...]” (BRASIL, 1988)

³⁹ Constituição da República de 1988, art. 37: “A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (BRASIL, 1988).

⁴⁰ O princípio da eficiência é considerado um dos princípios gerais do direito administrativo, os quais devem conter proposições básicas aplicáveis à execução das atividades da administração pública, para além do previsto no artigo 37 da Constituição Federal. Ele é satisfeito quando os resultados pretendidos chegam a ser realmente alcançados e qualificados por uma correlação ótima entre os meios empregados e os fins que efetivamente se logrou. É a busca da otimização para as finalidades previstas nas normas e, por conseguinte, para a manutenção do interesse público (SADDY, 2018, p. 288).

⁴¹ Resolução CVM n. 45/2021, art. 2º: “Nos procedimentos de que trata esta Resolução, devem ser observados os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade” (BRASIL, CVM, 2021n).

⁴² Lei n. 4.595/1964, art. 1º: “O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: I – do Conselho Monetário Nacional; II – do Banco Central do Brasil; III – do Banco do Brasil S. A.; IV – do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; V – das demais instituições financeiras públicas e privadas” (BRASIL, 1964).

⁴³ Constituição da República de 1988, art. 192: “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (BRASIL, 1988).

⁴⁴ O novo regime jurídico de 1988 recepcionou a Lei n. 4.595/1964 com status de lei complementar, que permanece até hoje como o principal dispositivo legal do Sistema Financeiro Nacional (DURAN, 2012, p. 137).

⁴⁵ Constituição da República de 1988, art. 3º: “Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I – construir uma sociedade livre, justa e solidária; II – garantir o desenvolvimento nacional; III – erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV – promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação” (BRASIL, 1988).

sistema financeiro de um país e seu crescimento econômico. De acordo com essas análises, quanto mais o sistema financeiro é desenvolvido, mais a economia (em termos de produtividade, acumulação de capital, crescimento econômico, aumento de poupanças e investimentos) tende a crescer (LIMA; ANDREZO, 1999, p. 15). Esse fato também ocorre no mercado de valores mobiliários, o que foi evidenciado por meio de um estudo sobre o impacto do crescimento desse mercado para a economia brasileira⁴⁶ divulgado em fevereiro de 2023 e encaminhado ao governo (ANBIMA, 2023a, p. 4-20).

Posteriormente, a Emenda Constitucional n. 32/2001 (BRASIL, 2001b) inseriu um novo dispositivo no texto constitucional, vedando expressamente a edição de medida provisória que visasse à detenção ou sequestro de bens, de poupança popular⁴⁷ ou qualquer outro ativo financeiro, deixando ainda mais clara a preocupação do Constituinte com o SFN, já que a poupança popular é a matéria prima do sistema financeiro (DUBEAUX, 2009, p. 22).

Essa determinação para impedir restrições de bens considerados indevidos reforçou o direito de propriedade do indivíduo consagrado na Constituição Federal de 1988, pois, é por meio dessa certeza que o Estado estimula a confiança dos investidores no SFN e em toda a infraestrutura dos mercados financeiros, incentivando-os a aplicar seus recursos nos diversos produtos financeiros e a contratar serviços especializados, aumentando, assim, a circulação de bens e serviços e promovendo o crescimento econômico do país.

É com base na compreensão de todos esses dispositivos que os pilares para a regulação do mercado de valores mobiliários foram formados no Brasil, cujos objetivos e competências atribuídas à CVM serão apresentadas nos itens a seguir.

⁴⁶ “Este documento busca apresentar ao novo governo a evolução do mercado de capitais e seu impacto positivo na economia brasileira nos últimos anos. Na expectativa de que esse segmento continue contribuindo para o desenvolvimento do país, ressaltamos temas que devam ser considerados para que o ambiente de negócios seja compatível com a manutenção desse círculo virtuoso. [...]. Ao colocar seus títulos em mercado, as empresas aumentam a responsabilidade perante os investidores e a sociedade, pois exige-se delas um aprimoramento da governança e uma maior transparência nos seus balanços financeiros e patrimoniais. Ao melhorar as práticas de negócios, essas empresas conseguem atrair maior demanda para emissões subsequentes e reduzir ainda mais os custos de financiamentos, configurando um círculo virtuoso para todos os agentes envolvidos. [...]. O mercado de capitais doméstico consolidou-se como fonte potencial de recursos e que vem contribuindo para uma mudança gradual no modelo de financiamento do país. Sua crescente representatividade já pode ser comparável ao de economias mais maduras – a participação no financiamento das empresas já está em linha ao que se observa na região do Euro e no Japão (cerca de 23% do total). Porém, ainda há um caminho a ser percorrido, pois mesmo mantida a comparação, as captações via mercado de capitais ainda estão concentradas em poucas empresas e setores, não refletindo por enquanto um alastramento aos demais setores da economia como se observa em outros países” (ANBIMA, 2023a).

⁴⁷ Constituição da República de 1988, art. 62: “Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional. § 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: [...] II – que vise a detenção ou seqüestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro; [...]” (BRASIL, 1988).

2.2 Objetivos

Os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários são duais⁴⁸. De um lado, a regulação pretende proteger o mercado (sua eficiência, liquidez e estabilidade⁴⁹), espécie de proteção institucional. De outro, o objetivo é proteger fortemente o investidor e sua credibilidade no mercado, uma espécie de proteção individual (KLÖHN, 2022, p. 16-18).

A regulação, assim, apresenta dois lados⁵⁰ diferentes da mesma moeda, que dependem um do outro: se o mercado funciona bem, o investidor fica protegido, podendo negociar valores mobiliários com baixos custos de transação, preços razoáveis e com participantes aptos a prestarem serviços de forma adequada. Do mesmo modo, o alto nível de proteção ao investidor é condição para que as pessoas invistam no mercado de valores mobiliários e, com isso, a

⁴⁸ *Ziele der Kapitalmarktregulierung. Weitgehender Konsens herrscht schliesslich über die beiden grundsätzlichen Ziele, die Kapitalmarktrecht verfolgt: Einerseits geht es dem Recht um den Schutz des Marktes, d. h. um die Förderung und Wahrung von dessen Effizienz, Liquidität und Stabilität (s.o). Andererseits verfolgt Kapitalmarktrecht das Ziel eines hohen Anlegerschutzes, um das Vertrauen der Anleger in den Markt zu erhalten. Die erste Zielbestimmung wird meist Institutions-, die andere Individualschutz genannt. Beide Zielbestimmung hängen voneinander ab; sie sind Kehrseiten derselben Medaille. Funktioniert der Markt, sind Anleger allein schon dadurch geschützt, da sie stets zu niedrigen Transaktionskosten und zu treffende Preisen handeln können. Umgekehrt ist ein hohes Niveau des Anlegerschutzes Bedingung dafür, dass Menschen des Kapitalmarkt nutzen und dadurch die Liquidität, Effizienz und Stabilität des Marktes erhöhen* (KLÖHN, 2022, p. 19). (“Objetivos da regulação do mercado de capitais. Existe amplo consenso sobre os dois objetivos fundamentais perseguidos pelo direito do mercado de capitais: de um lado, o direito se preocupa com a proteção do mercado, isso significa promover e manter sua eficiência, liquidez e estabilidade; de outro, o direito do mercado de capitais persegue o objetivo de um alto nível de proteção ao investidor, a fim de manter a confiança do investidor no mercado. O primeiro objetivo costuma ser chamado de proteção institucional, o outro de proteção individual. Ambas as determinações dependem uma da outra; eles são dois lados da mesma moeda. Se o mercado funcionar, os investidores já estarão protegidos em razão disso, pois sempre poderão negociar com baixos custos de transação e preços razoáveis. O alto nível de proteção ao investidor, no entanto, é um pré-requisito para as pessoas que usarem o mercado de capitais e com isso, aumentarem a liquidez, a eficiência e a estabilidade do mercado” (tradução nossa).

⁴⁹ *Weitgehende Einigkeit herrscht darüber, was gute, funktionierende, d.h. der Volkswirtschaft dienende Kapitalmärkte auszeichnet. Es ist die Trias aus Effizienz, Liquidität und Stabilität* (KLÖHN, 2022, p. 19). Atributos de um bom mercado de capitais. Existe um consenso generalizado sobre o que caracteriza mercados de capitais bons e funcionais, ou seja, mercados de capitais que servem à economia. É a tríade de eficiência, liquidez e estabilidade” (tradução nossa).

⁵⁰ Essa concepção doutrinária é a base do desenvolvimento desta dissertação porque, de forma objetiva, resume todas as nuances dos objetivos da regulação em duas classificações, admitida a cumulatividade. Ou seja, ou se trata do objetivo de proteger o próprio mercado, ou do objetivo de proteger o investidor, ou os dois, de maneira dependente e não excludente.

eficiência⁵¹, a liquidez⁵² e a estabilidade⁵³ aumentam, é uma tríade de bons mercados (KLÖHN, 2022, p. 16-17).

A confiança – tanto por parte do investidor quanto dos participantes no funcionamento do próprio mercado – é, portanto, extremamente importante para a manutenção do regular funcionamento, desenvolvimento e expansão do mercado, e por isso a necessidade de o Estado impor limites e regras à iniciativa privada por meio de normas que melhor atendam aos interesses públicos e se adequem aos princípios da ordem econômica. Sem a confiança no sistema, os investidores tendem a evitar o direcionamento de seus recursos ao mercado

⁵¹ AA – EFFIZIENZ. *Gute Kapitalmärkte sind effizient. In der regulierungstheoretischen Debatte unterscheidet man vier Dimensionen der Kapitalmarkteffizienz. Informationelle Effizienz herrscht, wenn neue Informationen in Kapitalmarktpreisen reflektiert werden, sodass Spekulanten aufgrund dieser Informationen keinen Profit erzielen können. Vollständige informationelle Effizienz ist ein Idealzustand, der nie erreicht werden kann, da es immer jemanden geben muss, der einen Anreiz hat, nach neuen Informationen zu suchen, um sie in Preisen 'einzuarbeiten' und so von seinem Wissen zu profitieren. Die Geschwindigkeit, mit der neuen Informationen in Preisen reflektiert zu werden, bezeichnet man als relative Effizienz. Wie effizient Kapitalmärkte sind, ist umstritten und kann nicht pauschal beantwortet werden. [...] Allokative Effizienz herrscht, wenn Anlagekapital über die Marktpreise zu seinen besten Einsatzmöglichkeiten gelenkt wird. Dies verlangt nicht nur 'informiert', sondern auch zutreffende Preise. Informationseffizienz führt häufig, aber nicht notwendigerweise zu Allokationseffizienz. Informationseffizienz impliziert nur, dass der Markt so auf neue Informationen reagiert, dass einzelne Marktteilnehmer diese Informationen nicht ausbeuten können. Allokationseffizienz setzt voraus, dass der Markt zutreffend reagiert. [...] Operationale Effizienz herrscht, wenn die Transaktionskosten auf den Kapitalmärkten niedrig sind. Als institutionelle Effizienz bezeichnet man den Grad des Vertrauens, das Marktteilnehmer in das Funktionieren des Marktes haben* (KLÖHN, 2022, p. 20) “AA – Eficiência. Bons mercados de capitais são eficientes. No debate teórico sobre a regulação, faz-se a diferença entre quatro dimensões da eficiência do mercado de capitais. A eficiência informacional prevalece quando novas informações são refletidas nos preços do mercado de capitais para que os especuladores não possam lucrar com essas informações. A eficiência informacional plena é um estado ideal que nunca pode ser alcançado, pois sempre deve haver alguém que tenha um incentivo para buscar novas informações para ‘trabalhá-las’ nos preços e, assim, beneficiar-se de seu conhecimento. A velocidade com que novas informações são refletidas nos preços é chamada eficiência relativa. A eficiência dos mercados de capitais é controversa e não pode ser respondida em termos gerais. A eficiência alocativa prevalece quando o capital de investimento é canalizado para seus melhores usos possíveis via preços de mercado. Isso exige não apenas preços ‘informados’, mas também precisos. A eficiência da informação, muitas vezes, mas não necessariamente, leva à eficiência da alocação. A eficiência da informação implica apenas que o mercado reage a novas informações de forma que os participantes individuais do mercado não possam explorar essas informações. A eficiência alocativa requer que o mercado reaja corretamente. A eficiência operacional prevalece quando os custos de transação nos mercados de capitais são baixos. A eficiência institucional é o grau de confiança que os participantes do mercado têm no funcionamento do mercado” (tradução nossa).

⁵² LIQUIDITÄT. *Das zweite Merkmal guter Kapitalmärkte ist Liquidität. Märkte sind liquide, wenn Händler zu jeder Zeit Finanzinstrumente in jeder Größenordnung ohne wesentlichen Effekte auf den Preis handeln können. Liquidität senkt die Transaktionskosten, führt zu informativeren und genaueren Preisen und ermutigt sowohl Kleinanleger als auch professionelle Anleger zum Markteintritt* (KLÖHN, 2022, p. 20) “Liquidez. A segunda característica de bons mercados de capitais é a liquidez. Os mercados são líquidos quando os *traders* podem negociar instrumentos financeiros de qualquer tamanho, a qualquer momento, sem efeitos significativos no preço. A liquidez reduz os custos de transação, leva a preços mais informativos e precisos e incentiva investidores de varejo e profissionais a entrar no mercado” (tradução nossa).

⁵³ STABILITÄT. *Schliesslich sollten die Preise auf Kapitalmärkten immer nur so weit schwanken, wie sich der Fundamentalwert eines Finanzinstruments verändert. Jede darüberhinausgehende (exzessive) Volatilität erfreut zwar die Zocker auf den Märkten, beeinträchtigt jedoch das Vertrauen aller anderen Marktteilnehmer.* “Estabilidade. Por fim, os preços no mercado de capitais só devem flutuar na medida em que os fundamentos dos instrumentos financeiros se alterarem. Qualquer volatilidade (excessiva) pode agradar aos jogadores, mas afetam a confiança de todos os outros participantes do mercado” (tradução nossa).

financeiro, podendo provocar um desequilíbrio ou até mesmo crises econômicas com efeitos devastadores.

A esse respeito, vale realçar como a gravidade e a amplitude de grandes crises financeiras – como a de 2007 nos Estados Unidos – conduziram os Estados a iniciativas para reformar os sistemas financeiros nacionais e internacionais existentes, já que o sistema de regulação anteriormente adotado não foi capaz de proteger os países contra seus efeitos devastadores (KRUGMAN; OBSTFELD; MELITZ, 2015, p. 475-479). Os efeitos de crises como essas devem ser observados sob a perspectiva da ampla conexão de instituições no mundo todo e o risco sistêmico⁵⁴, que mede a possibilidade de a desestruturação de uma única instituição poder se propagar como uma avalanche por todo o mercado, atingindo tanto instituições insolventes quanto as que eram saudáveis antes de sofrerem o impacto (DATZ, 2002, p. 3).

Sem dúvida, o risco sistêmico está atrelado, em boa parte, às crises envolvendo instituições bancárias, todavia, não se pode negar sua relação com alguns eventos do mercado de valores mobiliários.

Uma boa ilustração é o que ocorreu com a Americanas S.A, companhia cotada na bolsa de valores brasileira, ao comunicar à CVM, em janeiro de 2023, uma inconsistência de vinte bilhões de reais em lançamentos contábeis (MARRANGHELLO, 2023; AUGUSTO, MOTTA, 2023), causando desconfiança generalizada em todo o público, investidor e não investidor. O suposto “rombo” pode ser associado ao risco sistêmico porque suas consequências não ficaram restritas ao mercado de valores mobiliários, seus participantes e investidores, pois atingiram, também, a saúde financeira dos credores, fornecedores e outras empresas e pessoas que mantinham relacionamento com a companhia. Para investigar, apurar e identificar as potenciais irregularidades, a CVM instituiu uma força-tarefa, reiterando (ATUALIZAÇÃO..., 2023) publicamente seu compromisso de preservar um ambiente propício, seguro e aliado aos princípios constitucionais para todos os agentes de mercado, zelando pela proteção dos investidores. Isso prova que o SFN, do qual o mercado de valores mobiliários faz parte, está todo conectado, o que aumenta a necessidade de uma regulação que minimiza o grau do risco sistêmico de forma efetiva.

⁵⁴ No mercado financeiro, o risco sistêmico está relacionado à possibilidade e à probabilidade de uma instituição se tornar inadimplente, o que pode desestruturar grande parte do sistema financeiro por meio do “efeito cascata” (ou “efeito dominó”), uma reação em cadeia de desonra aos compromissos de pagamento oriundo da elevada exposição direta entre as instituições, credoras e devedoras ao mesmo tempo (DATZ, 2002, p. 3).

Quanto aos objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários, a Lei n. 6.385 de 1976 dispôs diversas finalidades que deveriam ser seguidas pelo CMN e pela CVM no exercício de suas atribuições, como: estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários⁵⁵. São essas as regras gerais da regulação do mercado de valores mobiliários, compromissos divulgados pela lei à sociedade que estabelecem em que a CVM e o CMN devem se pautar para exercer suas funções regulatórias.

Ao elaborar o Plano de Integridade⁵⁶ e determinar sua missão, sua visão e seus valores, a CVM elencou elementos complementares a essa compreensão:

⁵⁵ Lei n. 6.385/1976, art. 4º: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional” (BRASIL, 1976a).

⁵⁶ Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Portaria n. 1.089, de 25 de abril de 2018, art. 1º: “Esta Portaria dispõe sobre as fases e os procedimentos para a estruturação, a execução e o monitoramento dos programas de integridade dos órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional. Art. 2º Para os efeitos do disposto nesta Portaria, considera-se: I – Programa de Integridade: conjunto estruturado de medidas institucionais voltadas para a prevenção, detecção, punição e remediação de fraudes e atos de corrupção, em apoio à boa governança; e II – Riscos para a integridade: riscos que configurem ações ou omissões que possam favorecer a ocorrência de fraudes ou atos de corrupção. Parágrafo único. Os riscos para a integridade podem ser causa, evento ou consequência de outros riscos, tais como financeiros, operacionais ou de imagem. Art. 3º Os órgãos e as entidades deverão instituir Programa de Integridade que demonstre o comprometimento da alta administração e que seja compatível com sua natureza, porte, complexidade, estrutura e área de atuação. § 1º O comprometimento da alta administração deverá estar refletido em elevados padrões de gestão, ética e conduta, bem como em estratégias e ações para disseminação da cultura de integridade no órgão ou entidade. § 2º A estruturação do Programa de Integridade ocorrerá por meio de planos de integridade, os quais organizarão as medidas a serem adotadas em determinado período de tempo e deverão ser revisados periodicamente” (BRASIL, 2018h).

Figura 3 – Mapeamento da missão, visão, valores institucionais da CVM conforme o Plano de Integridade de 2020

Mapeamento da missão, visão, valores institucionais da CVM conforme o Plano de Integridade de 2020	
Propósito e missão	Zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores
Missão	Ser reconhecida pela sociedade como uma instituição essencial, dotada de credibilidade e capaz de regular de maneira eficiente o funcionamento do mercado, proteger os investidores e contribuir positivamente para o desenvolvimento do país
Visão	Valorização permanente do corpo funcional, com foco na sua capacitação, comprometimento, motivação e meritocracia
	Ambiente de trabalho que preze a coordenação, cooperação e constante diálogo entre as diferentes áreas e níveis hierárquicos
	Busca permanente de estruturas organizacional, física e tecnológica adequadas, suportadas por uma autonomia administrativa, orçamentária e financeira
	Educação financeira como instrumento essencial para o fortalecimento do mercado de capitais
	Atuação coordenada com instituições públicas e privadas, nacionais e internacionais, na busca de maior eficiência das atividades de regulação, registro, supervisão, fiscalização, sanção e educação
	Atuação técnica, independente, célere e transparente, pautada pela ética, eficiência, equilíbrio e segurança jurídica das decisões
	Atuação regulatória com foco no atendimento das necessidades do mercado e sua evolução, em consonância com padrões internacionais, e pautada na participação da sociedade, inclusive por meio das audiências públicas
Atuação pautada na proteção do investidor, na exigência de ampla divulgação de informação, no monitoramento dos riscos de mercado e na estabilidade financeira, inclusive com o apoio da autorregulação	

Fonte: Elaborada pela autora nos exatos termos do *Plano de integridade* (BRASIL, CVM, 2020c p. 2).

Interessante observar que o Plano de Integridade da CVM identificou como valor da autarquia a necessidade de ela ser especialista no assunto mercado de capitais, garantindo a técnica esperada para exercer a regulação com independência, celeridade, transparência e rapidez, haja vista a complexidade desse mercado, de seus produtos e serviços. Citou, ainda, a participação de outros auxiliares, com atuação coordenada das atividades para o exercício da regulação, como as instituições autorreguladores, públicas e privadas, nacionais e internacionais, do que se depreende que a CVM preza pela contribuição de tais instituições para a difícil tarefa de regular, de maneira eficiente, o mercado de valores mobiliários no Brasil.

O melhor exemplo é a participação da CVM em diversos comitês, grupos de trabalho e Conselho Diretivo da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), criada em 1983, da qual é membro fundador (CVM..., 2023). Com essa participação, a CVM adapta a regulação aos padrões internacionais pertinentes à matéria, conferindo maior segurança aos investidores e fazendo com que o Estado brasileiro fique atento às mudanças e novidades no setor, haja vista que a IOSCO é, hoje, o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários. Para além desse benefício, ao implementar

suas recomendações e harmonizá-las na regulação doméstica (CVM..., 2023)⁵⁷, a CVM vai além da mera observância aos objetivos traçados pela Lei n. 6.385/1976, atualizando-os constantemente às melhores práticas internacionais selecionadas pela organização.

2.3 Competências da Comissão de Valores Mobiliários

A principal competência da CVM⁵⁸ conferida pelo legislador de 1976 é a de regular o mercado de valores mobiliários, exercendo funções regulatórias normativas, executivas e judicantes, uma divisão que permite que cada uma das competências expressas na Lei n. 6.385/1976 sejam classificadas da seguinte maneira:

⁵⁷ Existem estudos que mostram como a CVM adota os produtos regulatórios da IOSCO, verificando que a CVM vem legitimando suas escolhas, em especial as decisões envolvendo edição de normas, como os editais de audiência pública, com base nesses padrões internacionais, citando as recomendações da IOSCO com prestígio (NASSER; RACHMAN; PRADO, 2016, p. 269).

⁵⁸ Embora a Lei n. 6.385/1976 mencione o verbo “regulamentar”, nesta dissertação adota-se o termo “regular” para se referir ao conjunto de competências atribuídas à CVM. Isso porque regulamentar compreende uma prerrogativa exclusiva do Chefe do Poder Executivo para expedir regras e decretos que tenham por função principal esclarecer ou executar leis já existentes, conforme prevê o artigo 84, IV, da Constituição Federal (RAGIL, 2017, p. 77 *apud* MEDAUAR, 2002, p. 124). Constituição da República de 1988, art. 84: “Compete privativamente ao Presidente da República: [...] sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução; [...]” (BRASIL, 1988).

Figura 4 – Mapeamento das competências atribuídas à CVM pela Lei n. 6.385/1976

Mapeamento das competências atribuídas à CVM pela Lei n. 6.385/1976		
Função regulatória	Dispositivo legal	Artigo na Lei n. 6.385/1976
Normativa	regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na Lei n. 6.385/1976 e na lei de sociedades por ações	Art. 8º, I
	propor ao CMN a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado	Art. 8º, IV
	definir os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado	Art. 15, § 1º, I
	definir a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços	Art. 15, § 1º, II
	editar normas gerais sobre: condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16 da lei n. 6.385/1976, e respectivos procedimentos administrativos; requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários, dentre outros	Art. 18, I, a, b
	definir: as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão, métodos e práticas que devem ser observados no mercado e responsabilidade dos intermediários nas operações; a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores e normas aplicáveis ao registro de operações a ser mantido pelas entidades do sistema de distribuição	Art. 18, II, a, b, c
Executiva	administrar os registros instituídos pela Lei n. 6.385/1976	Art. 8º, II
	fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados	Art. 8º, III
	fiscalizar e inspecionar as companhias abertas	Art. 8º, V
	examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: das pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários; das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; dos fundos e sociedades de investimento; das carteiras e depósitos de valores mobiliários; dos auditores independentes; dos consultores e analistas de valores mobiliários e de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas	Art. 9º, I, a, b, c, d, e, f, g
	intimar as pessoas do quadro acima a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação de outras penalidades	Art. 9º, II

	requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública	Art. 9º, III
	determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas	Art. 9º, IV
	com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado: suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; suspender ou cancelar os registros de que trata a Lei n. 6.385/1976; divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado e proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular	Art. 9º, §1º, I, II, III, IV
	manter serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor	Art. 13
Judicante	apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado	Art. 9º, V
	aplicar aos autores das infrações indicadas no quadro anterior as penalidades previstas no art. 11 da Lei n. 6.385/1976, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal	Art. 9º, VI
	impor aos infratores das normas da Lei n. 6.385/1976, da Lei n. 6.404/1976, de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: advertência; multa; inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei n. 6.385/1976; inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei n. 6.385/1976; proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários	Art. 11, I, II, IV, V, VI, VII, VIII

Fonte: Elaborada pela autora nos exatos termos da Lei n. 6.385/1976, com adaptações (BRASIL, 1976a).

Conforme se observa, o legislador atribuiu à CVM diversas competências que, a depender do modo como são analisadas, podem apresentar semelhanças no que tange à classificação adotada. Nesse sentido, ressalte-se que, no dia a dia da CVM, o exercício dessas competências é feito de forma complementar e indissociável, razão pela qual devem ser observadas de forma conjunta, e não isoladamente (DUBAUX, 2005, p. 12).

O enfoque desta dissertação é o estudo sobre a competência da CVM para exigir a autorização prévia⁵⁹ para o exercício regular de parcela⁶⁰ das atividades disciplinadas e fiscalizadas⁶¹ pela Lei n. 6.385/1976, o que é feito tanto por meio de edição de Resolução⁶² pela autarquia, no exercício de sua função regulatória normativa, quanto em razão de determinação na própria lei, conforme será investigado no capítulo 3, na seção que trata da descrição das atividades dos participantes.

Quanto aos seus efeitos, merece destaque o fato de que, quando a CVM exige que o interessado obtenha autorização prévia para exercer determinada atividade, ela também lança mão de instrumentos para evitar a prática de condutas indesejadas, uma forma de manter o mercado sob controle e em conformidade com as normas que editou, haja vista o poder para fiscalizar e sancionar condutas tida como ilícitas⁶³.

Um exemplo de instrumento de regulação executiva que se relaciona à exigência é a expedição dos *stop orders*, jargão do mercado financeiro que se refere à proibição de determinado ato sob cominação de multa⁶⁴ pelo seu descumprimento, uma maneira dura e

⁵⁹ Essa competência também pode ser chamada “atividade registrária”.

⁶⁰ As atividades analisadas nesta dissertação são aquelas exercidas pelos administradores de carteira de valores mobiliários registrados na modalidade gestor de recursos; analistas de valores mobiliários; assessores de investimentos e consultores de valores mobiliários. A justificativa desse recorte será tratada no capítulo 3.

⁶¹ Lei n. 6.385/1976, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

⁶² Resolução CVM n. 1/2020, art. 1º: “Os atos normativos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários passam a ser identificados pela seguinte nomenclatura: I – Resolução: para consubstanciar os atos editados pelo Colegiado para regulamentação das matérias previstas na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme disposto no inciso I do art. 8º da Lei n. 6.385, de 1976, assim como no exercício de outras competências normativas; [...]” (BRASIL, CVM, 2020i)

⁶³ O ilícito é gênero que se caracteriza pela ação humana que descumpra uma norma e apresenta danos ou prejuízos, sendo atribuído ao sujeito a responsabilidade e sanção, de que são espécies o ilícito penal, civil e administrativo. (CRETELLA JÚNIOR, 1973, p. 137).

⁶⁴ Resolução CVM n. 47/2021, art. 2º: “Para os efeitos desta Resolução, as multas cominatórias impostas pela CVM são de duas naturezas: I – multa ordinária, assim entendida a multa aplicada em função do atraso na prestação de informação periódica ou eventual prevista na regulamentação específica; e II – multa extraordinária, assim entendida a multa aplicada em função do não cumprimento de ordem específica emitida pela CVM nos casos e formas legais. [...] Art. 7º A superintendência responsável, a Superintendência Geral ou o membro do Colegiado que atue como Relator, ao determinar a abstenção ou a prática de ato, deve notificar o destinatário da ordem de que o seu não cumprimento até o final do prazo indicado na comunicação sujeita a aplicação da multa extraordinária. Parágrafo único. A notificação de que trata o *caput* deve indicar as normas que fundamentam tanto a determinação como a imposição da multa diária e seu respectivo valor. Art. 8º Ressalvado o disposto nos arts. 9º e 10, a multa extraordinária pode ser fixada no valor diário de até R\$ 10.000,00 (dez mil reais). Art. 9º Nas Deliberações aprovadas pelo Colegiado com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, o valor diário da multa extraordinária não pode ultrapassar os limites estabelecidos no Anexo B e, quando for possível apurar, deve ser fixado considerando: I – a capacidade econômica da pessoa

eficiente de resguardar o cumprimento das normas editadas pela CVM e evitar práticas que pareçam prejudiciais ao funcionamento do mercado⁶⁵ (DUBEAUX, 2005, p. 64). A emissão dos *stop orders*, ou alertas de suspensão, é medida preventiva, orientadora e cautelar e que se materializa por meio de deliberação⁶⁶ ou ato declaratório⁶⁷, a depender da área de supervisão das Superintendências⁶⁸ (BRASIL, CVM, 2022, p. 13).

Para ilustrar, cita-se a Deliberação CVM n. 869 de 2020, que apurou a existência de indícios de que haviam sujeitos oferecendo publicamente o serviço de administração de carteiras de valores mobiliários, atividade que depende de prévia autorização da CVM, em descumprimento do art. 23⁶⁹ da Lei n. 6.385 de 1976. Nesse ato, a CVM deliberou alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral sobre o fato de que os sujeitos não estavam autorizados a exercer quaisquer atividades no mercado de valores mobiliários e que não poderiam prestar serviço de administração de carteiras de valores mobiliários por não preencherem os requisitos previstos nas normas da autarquia. Além disso, determinou aos sujeitos a imediata suspensão da veiculação, no Brasil, de qualquer oferta de

envolvida na conduta irregular; II – o grau de lesão ou o potencial de lesão causado ao mercado de capitais e aos investidores; III – os valores envolvidos na conduta irregular; IV – a vantagem pretendida pela pessoa envolvida na conduta irregular; V – a duração da conduta irregular; VI – a colaboração da pessoa envolvida na conduta irregular na prestação de informações requeridas pela CVM; e VII – o fato de a pessoa envolvida já ter sido objeto de determinação da CVM para abster-se de atuar de forma irregular no mercado. Parágrafo único. Caso a proibição envolva mais de uma conduta, a multa cominatória deve ser fixada considerando a atuação sujeita ao maior valor definido no Anexo B. [...]” (BRASIL, CVM, 2021o)

⁶⁵ Lei n. 6.385/1976, art. 9º: “A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...] § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: [...] III – divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV – proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular” (BRASIL, 1976a).

⁶⁶ Resolução CVM n. 1/2020, art. 2º: “Os demais atos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários que não tenham caráter normativo passam a ser identificados pela seguinte nomenclatura: I – Deliberação: para consubstanciar os atos: a) destinados à pessoa natural ou jurídica nominalmente identificada, determinando ações ou abstenções específicas; [...]” (BRASIL, CVM, 2020i).

⁶⁷ Resolução CVM n. 1/2020, art. 2º: “Os demais atos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários que não tenham caráter normativo passam a ser identificados pela seguinte nomenclatura: [...] V – Ato Declaratório: para consubstanciar os atos: a) por meio dos quais a CVM declara a existência de um direito, tendo em vista seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividades; e b) destinados a alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral acerca da inexistência de autorização para que determinada pessoa exerça atividade sob a competência regulamentar da CVM; [...]” (BRASIL, CVM, 2020i).

⁶⁸ Se for oriundo da Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN), Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE) ou *Superintendência* de Registro de Valores Mobiliários (SER), o *stop order* dependerá de aprovação do Colegiado da CVM e se materializará por meio de deliberação. Se for oriundo da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI), não dependerá de aprovação do Colegiado e se materializará por meio de ato declaratório (BRASIL, CVM, 2022c, p. 13).

⁶⁹ Lei n. 6.385/1976, art. 23: “O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º – O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente. § 2º – Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV” (BRASIL, 1976a).

serviço de administração de carteiras de valores mobiliários. Alertou que a não observância implicaria em multa cominatória diária, no valor de cinco mil reais, sem prejuízo da responsabilidade pelas infrações já cometidas antes da publicação da deliberação, após o regular processo administrativo sancionador (PAS)⁷⁰, nos termos do art. 11 da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a).

O rito dos procedimentos relativos à função regulatória judicante, ou atuação sancionadora da autarquia, foi tratado na Resolução CVM n. 45/2021⁷¹, com prioridade na apuração das infrações classificadas como graves⁷². Por envolver custos ao Regulador, a Resolução também previu alternativas à instauração do PAS em casos em que há pouca relevância da conduta, baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado, como é possibilidade de emissão de ofício de alerta⁷³. Trata-se de medida de supervisão de cunho, preponderantemente, educativa e que visa notificar a pessoa sobre o desvio observado, determinando prazo para a correção do problema sem a abertura do procedimento (BRASIL, CVM, 2022b, p. 12).

E não é somente a CVM que se preocupa com a observância da norma que exige autorização prévia para exercício regular de atividade. O legislador da Lei n. 6.385/1976

⁷⁰ Deliberação CVM n. 869/2020: “Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos arts. 23 e 27-E da Lei n. 6.385/1976 e art. 2º da Instrução CVM n. 558/2015” (BRASIL, CVM, 2020b).

⁷¹ Resolução CVM n. 45/2021, art. 1º: “Esta Resolução dispõe sobre a apuração de infrações administrativas, o rito dos processos administrativos sancionadores, a aplicação de penalidades, o termo de compromisso e o acordo administrativo em processo de supervisão no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários” (BRASIL, CVM, 2021n).

⁷² Lei n. 6.385/1976, art. 9º [...], § 4º: “Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos” (BRASIL, 1976a).

⁷³ Resolução CVM n. 45/2021, art. 4º: “Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem: a) pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos; II – lavrar termo de acusação, nos termos do art. 6º; ou III – propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração, nos termos do art. 8º. § 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; II – a expressividade de valores relacionados à conduta; III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; V – os antecedentes das pessoas envolvidas; VI – a boa-fé das pessoas envolvidas; VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e VIII – o ressarcimento dos investidores lesados. § 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros. § 3º A expedição de ofício de alerta à pessoa natural ou jurídica supervisionada, nos termos do § 2º, deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável” (BRASIL, CVM, 2021n).

tipificou a conduta indesejada como crime⁷⁴ contra o mercado de capitais, estabelecendo a pena de detenção de seis meses a dois anos e multa em razão do ilícito. Isso significa que, para além da investigação e apuração da infração por parte da CVM, com possibilidade de aplicação de diversas penalidades, como multa e advertência, o sujeito que exerce atividade irregular no mercado de valores mobiliários poderá ser investigado também em procedimento criminal.

Passa-se à análise das atividades econômicas que serão abordadas na dissertação para responder ao problema formulado: O que justifica a exigência de autorização prévia para o livre exercício das atividades de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimento e de administrador de carteira de valores mobiliários?

3 A REGULAÇÃO DE ATIVIDADES EXERCIDAS NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS QUE INFLUENCIAM O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

Apresenta-se, neste capítulo, o resultado do estudo realizado sobre a regulação das atividades econômicas exercidas pelos: analistas de valores mobiliários; consultores de valores mobiliários; assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários gestores de recursos. A seleção desses profissionais⁷⁵ justifica-se pela característica comum que apresentam no peculiar exercício de suas atividades: a influência que exercem sobre o processo de tomada de decisão de investimento em valores mobiliários do investidor e a necessidade de prévia autorização estatal para o exercício das atividades para os quais estão autorizados.

Antes de apresentar a regulação estatal das atividades desses quatro profissionais, algumas observações merecem ser feitas a respeito da motivação que leva um investidor a procura-lo⁷⁶, bem como dos deveres informacionais e outras regras gerais a que esses participantes estão sujeitos.

⁷⁴ Lei n. 6.385/1976, art. 27-E: “Exercer, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, a atividade de administrador de carteira, de assessor de investimento, de auditor independente, de analista de valores mobiliários, de agente fiduciário ou qualquer outro cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado na autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento: Pena – detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa” (BRASIL, 1976a).

⁷⁵ A ordem não alfabética da apresentação observou, de forma crescente, o nível de influência que cada participante do mercado de valores mobiliários exerce sobre o investidor em seu processo de tomada de decisão de investimento.

⁷⁶ Esses participantes também são chamados, nesta dissertação, de “profissionais de investimento”, cuja atividade consiste em prestar serviços de investimentos especializados ligados à melhor alocação dos recursos financeiros dos investidores.

3.1 O investidor e a influência que pode receber em suas decisões de investimento

As razões pelas quais uma pessoa decide investir são variadas. Ela pode fazer essa escolha pensando, por exemplo em sua aposentadoria, na sua profissão, na compra de um bem de maior valor, na vontade de acelerar o processo de enriquecimento ou, simplesmente, para evitar que seus recursos financeiros obtenham uma rentabilidade negativa se comparada com o aumento geral dos preços, fenômeno que caracteriza a inflação. Em todos os casos, essas decisões sempre envolvem uma projeção da vida no futuro, o que é incerto e apresenta riscos, haja vista que, para decidir, a pessoa precisa escolher um caminho no presente tentando enxergar suas consequências e efeitos no futuro. Decidir, portanto, mover-se em cenário de incerteza e risco, torna-se um desafio, que pode fazer com que as pessoas fiquem inquietas e ajam movidas por emoções (FERREIRA, 2011, p. 19).

Diante da preocupação com o futuro, um dos caminhos que a pessoa pode tomar é direcionar seus excedentes de renda ao mercado financeiro, com a expectativa de obter ganhos ao longo do tempo e melhor gerenciar seu patrimônio. Ao pretender celebrar negócios nesse mercado, passa-se, necessariamente, por um processo de tomada de decisão, o que pode envolver tanto a racionalidade da mente humana, fruto principalmente da boa educação⁷⁷ ou alfabetização⁷⁸ financeira, quanto fatores psicológicos e comportamentais, como o medo de perder, a ganância de ficar rico em um curto espaço de tempo, a influência do ambiente e dos familiares, a ancoragem de preços, dentre vários outros fatores e heurísticas⁷⁹ que podem, de alguma forma, impedir, ou atrapalhar a pessoa de decidir de maneira adequada.

⁷⁷ A educação financeira é o processo mediante o qual consumidores e investidores financeiros melhoram sua compreensão sobre produtos, conceitos e riscos financeiros e, por meio de informação, instrução ou aconselhamento objetivo, desenvolvem as habilidades e a confiança necessárias para se tornarem mais cientes dos riscos e oportunidades financeiras, para fazer escolhas baseadas em informação, saber onde procurar ajuda e realizar outras ações efetivas que melhorem o seu bem-estar financeiro (BANCO..., 2022).

⁷⁸ Portaria CVM n. 91/2022, 1: “Princípios da atuação educacional da CVM. 1.1 Interesse Público. A atuação da CVM em ações de educação financeira estará sempre fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público. A alfabetização financeira do indivíduo, como forma de desenvolver habilidades e competências que o tornem apto a tomar decisões bem informadas, e a proteção do investidor, são essenciais para o desenvolvimento de comportamentos financeiros saudáveis e para o aumento do bem estar financeiro, auxiliando no melhor emprego do excedente das poupanças individuais em capital produtivo e contribuindo para o desenvolvimento sustentável do mercado” (BRASIL, CVM, 2022a).

⁷⁹ As heurísticas são processos cognitivos que funcionam como espécie de atalho mental que poupa esforços no momento de reunir informações, podendo resultar em enviesamento ou parcialidade da visão. Com isso, a percepção dos fatos fica distorcida, refletindo diretamente na avaliação das alternativas antes de se fazer a escolha (FERREIRA, 2011, p. 21).

Obviamente, quando o investimento envolve valores mobiliários, o foco deste trabalho, o processo de tomada de decisão requer ainda mais atenção por parte do investidor⁸⁰, haja vista que tais objetos estão sujeitos a elevada volatilidade, incertezas e inerente risco. Assim, é importante que o investidor fique atento a todos os detalhes que envolvem os produtos financeiros, como prazo e possibilidade para resgate, rentabilidade esperada, ofertante, taxas e custos envolvidos, situação financeira e reputação da instituição na qual será realizada a operação, classificação do produto, taxa básica de juros da economia, perspectiva econômica do País, tendências do setor, dentre outros tópicos de interesse do investidor.

Para lidar diretamente com o mercado de valores mobiliários, o investidor pode fazê-lo de forma isolada, aprendendo sobre finanças, interpretando as informações e buscando soluções por conta própria, ou pode buscar ajuda de pessoas que podem auxiliá-lo, como os analistas, assessores, consultores e administradores.

Ao contar com a participação desses profissionais, o investidor pode selecionar os objetos nos quais vai investir, tomando a decisão com base na interpretação de informações e de posicionamentos externos aos seus interesses e objetivos. Assim, o investidor age sob influência⁸¹, isto é, por meio da interferência realizada pelo profissional que, na condição de influenciador, pode levá-lo a tomar decisões nem sempre em observância aos seus reais interesses. E, o fato dessa intenção poder ser diferente da intenção do investidor pode criar caminhos perigosos no ato de investir, o que permite discutir a prestação desse tipo de serviço tanto de ponto de vista profissional quanto ético⁸².

⁸⁰ Em estudo divulgado pela CVM em 2021 (BRASIL, CVM, 2021a, p. 7), foi constatado um aumento significativo no número de brasileiros investindo em valores mobiliários nos últimos 5 (cinco) anos, o que se deu em razão da facilidade do uso de novos meios digitais de investimento, maior disseminação da educação financeira, ampliação na oferta de serviços de investimentos e da mudança do cenário de juros, resultando também em uma inclusão financeira positiva e na sofisticação do mercado de valores mobiliários. No entanto, apesar desse crescimento, verificou-se que o brasileiro ainda continua com aplicações financeiras menos rentáveis, um comportamento oriundo da baixa educação financeira; carência de conhecimento sobre valores mobiliários; falta de familiaridade e acesso aos valores mobiliários; idade; renda mensal; escolaridade; tolerância ao risco; preferência por produtos bancários que oferecem maior liquidez e facilidade; dentre outros fatores (BRASIL, CVM, 2021a, p. 8-18). No estudo cita-se a educação financeira como um separador: se o investidor obtém conhecimentos gerais sobre o mercado financeiro e o Sistema Financeiro Nacional, ele tende a investir em valores mobiliários, mas se não tem, não investe em valores mobiliários. Depreende-se, assim, que o aumento da educação financeira da população brasileira é uma boa estratégia para o crescimento desse mercado, além de impactar diretamente no processo de tomada de decisão de investimento, promovendo o bem-estar às pessoas investidoras e melhorando-lhes a vida.

⁸¹ Segundo o dicionário Michaelis, influência é: o poder ou ação que alguém exerce sobre pessoas ou coisas; o poder de influenciar e modificar o pensamento ou o comportamento de outrem sem o uso da força ou imposição; poder ou preponderância sobre outros numa determinada área; prestígio (INFLUÊNCIA..., 2022). A influência também pode ser compreendida como a interferência acompanhada de intenções para se alcançar objetivos do influenciador (CARNEGIE, 1981, p. 63).

⁸² Tal realidade remete ao dilema moral mencionado no texto bíblico Mateus 6:24 “Ninguém pode servir a dois senhores; pois odiará a um e amará o outro, ou se dedicará a um e desprezará o outro [...]” (BÍBLIA..., 2021b)

A possível inclinação desfavorável à proteção integral dos interesses e objetivos do investidor é enfrentada na regulação do mercado financeiro como “conflito de interesses”⁸³, situação em que os interesses econômicos de duas ou mais partes podem ser, em algum momento, contrapostos, sem necessariamente provocar um dano ou fazer com que o indivíduo, sujeito ou participante da relação jurídica observada obtenha vantagem indevida para si ou para outrem. No quadro a seguir, exemplificam-se⁸⁴ situações em que a origem da remuneração do prestador de serviços pode colocá-lo em posição de interesse contraposto ao do investidor:

segundo o qual evidencia-se a impossibilidade de sujeição integral a dois senhores simultaneamente (RODRIGUES, 2012, p. 23). De acordo com essa máxima, o profissional que busca integralmente os objetivos e interesses do investidor deixará de observar seus próprios anseios, e vice-versa. Assim, pode-se admitir a inevitável presença de conflito de interesses na relação estabelecida entre os dois, o que, embora possa ser ruim, não gerará necessariamente consequências negativas e prejuízo ao investidor.

⁸³ Chegou-se a tal concepção com base em análise normativa e bibliográfica. Quanto às normas, foram analisados o art. 3º da Lei n. 12.813/2013 (BRASIL, 2013c), que dispõe que o conflito de interesses é a situação gerada pelo confronto entre interesses públicos e privados, que possa comprometer o interesse coletivo ou influenciar, de maneira imprópria, o desempenho da função pública; o art. 31 da Resolução CVM n. 35/2021 (BRASIL, CVM, 2021m), que dispõe que o intermediário deve exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes, sendo vedado que privilegie seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes; os arts. 115, 155, 156 e 157 da Lei n. 6.404/1976 (BRASIL, 1976b), que estabelecem regras de atuação para o acionista e administrador da companhia, imputando-lhes os deveres de lealdade à companhia e de realizar a divulgação de certas informações relativas a ela e ao seu desempenho. No que se refere à análise bibliográfica, considerou-se o posicionamento de três autores. Segundo Eizirik *et al.*, (2019, p. 55), situações de conflito de interesses ocorrem quando os intermediários financeiros, acionistas controladores e administradores têm interesses potencialmente contrários aos de seus clientes ou acionistas minoritários, quando são realizadas vendas compulsórias de serviços não necessariamente desejados pelos cliente, quando falta independência nas atividades de consultoria e administração de fundos ou quando os acionistas controladores ou administradores contratam negócios com as próprias companhias visando interesse próprio). Para Casey (1998, p. 26), o participante não age no interesse do cliente em diversas situações, como, por exemplo quando ele toma uma decisão por conta de um cliente sem ter as informações e dados necessários sobre as suas necessidades atuais e potenciais, seus reais objetivos e nível de conforto, quando o participante de mercado opera antes dele, tem clientes preferenciais ou não aloca os benefícios com justiça entre o participante e o cliente, quando o participante não planeja estar disponível para proteger o cliente quando há algo inesperado e quando os objetivos do cliente são irrealis e o participante não busca investimentos alternativos com uma faixa de risco que lhe seja confortável. Para Rocha (2022, p. 16), que analisou o assunto sob a perspectiva do regime jurídico dos assessores de investimento, o conflito de interesses se verifica presente na situação em que o participante possui incentivos que divergem, total ou parcialmente, dos interesses da pessoa que ele representa ou da pessoa para a qual presta seus serviços, com quebra na relação de confiança.

⁸⁴ Ressalte-se, que não se pretende com essa ilustração realizar uma amostragem de todos os possíveis modelos de negócio e de remuneração existentes no mercado de valores mobiliários.

Figura 5 – Modelos de remuneração pelos serviços de investimento

Modelos de remuneração pelos serviços de investimento					
Remuneração	direta pelo investidor		indireta pelo investidor por meio de terceiros		
Quantidade de envolvidos, envolvidos e interesses	dois		três ou mais		
	investidor	prestador de serviços	investidor	sociedade emissora, ofertante dos produtos de investimento, ou outras	interesses do profissional
	interesses do investidor	interesses do profissional	interesses do investidor	interesses da sociedade emissora, ofertante dos produtos de investimento, ou outras	interesses do profissional
Vínculos	um		dois ou mais		
Desenho do vínculo					
Legenda do desenho	o investidor remunera o profissional		o investidor remunera a sociedade emissora, ofertante de produtos de investimento, ou outras, que remunera(m) o profissional		

Fonte: Elaborada pela autora.

No primeiro modelo, o investidor remunera o profissional de forma direta, configurando um único vínculo (investidor-profissional), enquanto, no segundo, o profissional é remunerado por meio da intermediação, recebendo taxas (ou comissões, rebates, dentre outras formas) por uma sociedade, configurando dois ou mais vínculos (investidor-ofertante dos produtos-profissional). Chega-se à conclusão de que quanto mais vínculos existentes, mais interesses envolvidos⁸⁵ e, portanto, maior a probabilidade de algum dos envolvidos na prestação de serviços de investimento desconsiderar ou menosprezar os objetivos do investidor e priorizar seus próprios interesses ou de terceiros com quem mantém algum vínculo jurídico, pois é mais fácil administrar dois do que três ou mais interesses⁸⁶.

Nesse contexto de possível conflito de interesses, verifica-se a importância de exigência regulatória quanto à prestação de informações aos investidores por parte dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários gestores de recursos, cujos principais contornos são expostos a seguir.

⁸⁵ Conforme o nível de interesses envolvidos, a influência sobre o processo decisório do investidor pode se tornar ainda mais desalinhada aos seus objetivos do investidor, principalmente se a remuneração do profissional estiver atrelada ao tipo de produto de investimento ou, ainda, ao atingimento de metas comerciais, como a meta por volume de investimento sob custódia da sociedade, por desempenho da receita gerada pela prestação dos serviços e por quantidade de clientes. Existem estudos que comprovam que, quando o profissional recebe algum valor adicional por recomendar um produto específico ao cliente, os efeitos do estabelecimento da meta tendem a ser mais adversos aos interesses do investidor, já que o produto pode não ser adequado ao perfil do investidor ou, ainda, lhe trazer um resultado negativo (ROCHA, 2022, p. 69-71).

3.2 A relevância da divulgação de informações na prestação dos serviços de investimentos

Os valores mobiliários negociados no mercado são objetos peculiares, pois ninguém pode vê-los, ouvi-los ou sentir sua qualidade⁸⁷ (KLÖHN, 2022, p. 13). Isso significa que o processo de tomada de decisão de investimento nesses produtos não consiste em uma experiência sensorial do investidor, mas sim em um processo deliberativo que requer o processamento de informações, além da possível interferência de fatores psicológicos, como explicado anteriormente.

A regulação, todavia, não se envolve com os aspectos subjetivos relacionados às escolhas do investidor. Antes, volta-se a exigir o fornecimento de informações aos investidores, em consonância com o *full disclosure*, um dos princípios elementares do Direito do Mercado de Valores Mobiliários⁸⁸, que consiste na adoção de instrumentos para que o público tenha acesso a informações que podem, de alguma forma, alterar o preço dos valores mobiliários ou ser considerada significativa⁸⁹ por algum outro motivo (KLÖHN, 2022, p. 13). Esse princípio,

⁸⁷ *Zum anderen ergibt sich die Regulierungsbedürftigkeit von Kapitalmärkten aus den Besonderheiten der auf diesen Märkten gehandelten Produkte: Niemand kann die Qualität von Aktien, Anleihen, Investmentanteilen und anderen Kapitalmarkt Mitteln sehen, hören oder fühlen. Zur Einschätzung ihrer Qualität benötigt man Informationen – zB über die Fundamentaldaten des Emittenten, über die Handelsbedingungen der Märkte und über die mit dem Finanzinstrument verbundenen Rechte und Pflichten* (KLÖHN, 2022, p. 13). “Por outro lado, a necessidade de regulação dos mercados de capitais resulta das particularidades dos produtos negociados nesses mercados: Ninguém pode ver, ouvir ou sentir a qualidade das ações, obrigações (títulos), unidades de investimento e outros títulos do mercado de capitais. Para avaliar sua qualidade, são necessárias informações – por exemplo, sobre os fundamentos do emissor, sobre as condições de negociação dos mercados e sobre os direitos e obrigações associados ao instrumento financeiro” (tradução nossa).

⁸⁸ Direito do Mercado de Valores Mobiliários (ou Direito do Mercado de Capitais, na literatura estrangeira) é a disciplina jurídica que se dedica ao estudo do ordenamento jurídico da: organização do mercado de valores mobiliários e de seus sistemas; prestação de serviços e conduta dos participantes que nele podem exercer atividades econômicas; estruturação das sociedades emissoras dos valores mobiliários; operações bursáteis e não bursáteis realizadas nesses sistemas; instituições que regulam e autorregulam esse mercado e dos princípios especializantes que melhor direcionam a regulação estatal do segmento. No Brasil, essa disciplina abrange um emaranhado de leis, decretos, portarias, atos normativos e administrativos, manifestações de entendimento, dentre vários outros instrumentos ainda não muito bem organizados no ordenamento jurídico e que claramente apresentam interdisciplinaridade com outras matérias mais clássicas do Direito, como o Direito Penal e o Direito Civil.

⁸⁹ *Informationspflichten. Das weltweit populärste Instrument der Kapitalmarktregulierung sind Informationspflichten. Am schönsten auf den Punkt gebracht hat dies Louis Loss, der Nestor des US Amerikanischen Kapitalmarktrechts, der die Grundphilosophie des Kapitalmarktrechts schon vor mehr als 50 Jahren als “disclosure, again disclosure, and still more disclosure” beschrieb. Der mit Abstand grösste Teil der Kapitalmarktrechts besteht auf Informationspflichten, mit denen Emittenten, deren Management, deren Aktionäre und Inhaber anderer Finanzinstrument, Intermediäre und weitere Marktteilnehmer zur Offenlegung kursrelevanter oder aus anderen Gründen bedeutsamer Informationen verpflichtet werden* (KLÖHN, 2022, p. 13) “Deveres de informação. O instrumento de regulação do mercado de capitais mais popular do mundo são os deveres de informação. Isto é melhor resumido por Louis Loss, o decano da lei do mercado de capitais dos EUA, que descreveu a filosofia básica do direito do mercado de capitais há mais de 50 anos como “divulgação, divulgação novamente e ainda mais divulgação”. De longe, a maior parte do Direito do Mercado de Capitais consiste em deveres relacionados à imposição de divulgação de informações, por meio da qual os emissores, seus administradores, seus acionistas e detentores de outros instrumentos financeiros, intermediários e outros

de origem estadunidense, ficou conhecido na regulação brasileira do mercado de valores mobiliários como o dever de dar ampla divulgação às informações relevantes, o que é atribuído:

- a) às companhias abertas, para que informem aos investidores os valores mobiliários que tenham emitido, para adequada interpretação e tomada de decisão⁹⁰;
- b) aos profissionais de investimento e instituições com as quais estejam relacionados, para que informem os investidores e, principalmente os clientes, sobre os produtos e serviços que ofertam e prestam, alertando-o contra riscos, características e demais informações importantes ao processo de tomada de decisão de investimento.

Nesse último caso, merece destaque a ampla conexão do *full disclosure* com o Direito do Consumidor, o que contribui para uma tutela especial do investidor no ordenamento jurídico brasileiro, eis que ele é equiparado ao consumidor pelo CDC nas relações envolvendo serviços especializados no mercado de valores mobiliários.

Essa tutela é conhecida popularmente como “princípio da proteção do investidor”, que revela uma preocupação notória do Estado para com as pessoas que lidam com os investidores, norteando tanto o modo como o serviço é divulgado⁹¹ ao público como meio para atrair investidores, o que pode ser chamado de *marketing* dos investimentos⁹², quanto o modo como o profissional conduz o cliente na prestação de seus serviços, regulando a qualidade e quantidade das informações a ser repassada aos clientes. Isso faz com que *full disclosure* não se torne um instrumento estranho ao restante do ordenamento jurídico, e sim mais uma forma

participantes do mercado são obrigados a divulgar informações que podem alterar os preços ou que sejam admitidas como significativas por outras razões” (tradução nossa).

⁹⁰ Não obstante a importância dos deveres informacionais aplicáveis às companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários, de que trata a Lei n. 6.385/1976 (BRASIL 1976a), a Lei n. 6.404/1976 (BRASIL, 1976b) e as normas da CVM, o assunto não será tratado com profundidade neste trabalho por desviar-se de seu recorte de abordagem.

⁹¹ *Marketing* dos investimentos é o conjunto de ações direcionadas à prospecção e captação de clientes no mercado financeiro, como anúncios na internet, distribuição de conteúdo, ofertas diretas de serviços, publicidade e propaganda.

⁹² A regulação da linguagem publicitária disponibilizada pelos profissionais visa, também, proteger os participantes regulados de modo a evitar que a responsabilidade pela decisão de investimento recaia sobre os prestadores de serviços de investimento (HAYASHI, 2021, p. 127). Esses deveres serão tratados de forma pontual na seção que trata da descrição das atividades econômicas exercidas pelos participantes do mercado de valores mobiliários.

de consolidar, ainda mais, os direitos do investidor à luz dos direitos básicos e princípios⁹³ previstos no Código de Defesa do Consumidor (CDC), como⁹⁴:

- a) a educação e a divulgação sobre o consumo adequado dos produtos e serviços⁹⁵, asseguradas a liberdade de escolha e a igualdade nas contratações;
- b) informações⁹⁶ adequadas, claras, precisas e ostensivas⁹⁷ sobre os produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem;
- c) proteção contra a publicidade enganosa e abusiva⁹⁸, métodos comerciais coercitivos ou desleais, bem como contra práticas e cláusulas abusivas ou impostas no fornecimento de produtos e serviços⁹⁹;

⁹³ Conforme prevê o artigo 4º do Código de Defesa do Consumidor, a Política Nacional das Relações de Consumo tem por objetivo o atendimento das necessidades dos consumidores, o respeito à sua dignidade, saúde e segurança, a proteção de seus interesses econômicos, a melhoria da sua qualidade de vida, bem como a transparência e harmonia das relações de consumo, atendidos princípios como: reconhecimento da vulnerabilidade do consumidor no mercado de consumo; harmonização dos interesses dos participantes das relações de consumo; educação e informação de fornecedores e consumidores, quanto aos seus direitos e deveres; coibição e repressão eficientes de todos os abusos praticados no mercado de consumo; fomento de ações direcionadas à educação financeira e ambiental dos consumidores, dentre outros (BRASIL, 1990).

⁹⁴ Os outros direitos básicos do consumidor podem ser conferidos no artigo 6º do Código de Defesa do Consumidor (BRASIL, 1990).

⁹⁵ Lei n. 8.078/1990, art. 6º: II (BRASIL, 1990).

⁹⁶ Lei n. 8.078/1990, art. 31: “A oferta e apresentação de produtos ou serviços devem assegurar informações corretas, claras, precisas, ostensivas e em língua portuguesa sobre suas características, qualidades, quantidade, composição, preço, garantia, prazos de validade e origem, entre outros dados, bem como sobre os riscos que apresentam à saúde e segurança dos consumidores. Parágrafo único. As informações de que trata este artigo, nos produtos refrigerados oferecidos ao consumidor, serão gravadas de forma indelével” (BRASIL, 1990).

⁹⁷ As informações são consideradas adequadas quando prestadas com observância à peculiaridade do serviço e de modo acessível ao público investidor. Como exemplo, cita-se o uso inadequado de informações em linguagem técnica para investidores que não têm esse conhecimento. A clareza da informação diz respeito à possibilidade de ela ser vista, verificada, identificada facilmente pelo investidor, além de ser também revestida de compreensão, não gerando dúvidas na sua interpretação. A precisão diz respeito à objetividade da informação para tratar diretamente sobre determinado assunto. Por fim, as informações ostensivas são aquelas colocadas à disposição do investidor com fácil acesso, sem que necessite de grandes esforços para ser encontrada (TEIXEIRA, 2009, p. 140-146).

⁹⁸ Lei n. 8.078/1990, art. 37: “É proibida toda publicidade enganosa ou abusiva. § 1º É enganosa qualquer modalidade de informação ou comunicação de caráter publicitário, inteira ou parcialmente falsa, ou, por qualquer outro modo, mesmo por omissão, capaz de induzir em erro o consumidor a respeito da natureza, características, qualidade, quantidade, propriedades, origem, preço e quaisquer outros dados sobre produtos e serviços. § 2º É abusiva, dentre outras a publicidade discriminatória de qualquer natureza, a que incite à violência, explore o medo ou a superstição, se aproveite da deficiência de julgamento e experiência da criança, desrespeite valores ambientais, ou que seja capaz de induzir o consumidor a se comportar de forma prejudicial ou perigosa à sua saúde ou segurança. § 3º Para os efeitos deste código, a publicidade é enganosa por omissão quando deixar de informar sobre dado essencial do produto ou serviço” (BRASIL, 1990).

⁹⁹ Lei n. 8.078/1990, art. 6º: IV (BRASIL, 1990).

- d) a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosa¹⁰⁰.

Quando os participantes cumprem esses deveres informacionais, os investidores obtêm a possibilidade de poder decidir com base nas mesmas informações e premissas que os participantes do mercado, reduzindo, assim, os efeitos da assimetria informacional e disparidade técnica.

A assimetria informacional¹⁰¹ ocorre quando uma pessoa detém um conhecimento maior do que outra, gerando desequilíbrio na relação entre as partes. No presente contexto, o termo está associado também à complexidade desse mercado, cujo domínio foge à compreensão do homem médio em razão da enorme quantidade de regras e dinâmica específica, gerando uma disparidade técnica entre o investidor e o profissional, o que evidencia, ainda mais, a necessária proteção do investidor (HACHUL, 2018, p. 72, 110). Disso decorre a importância de os prestadores de serviço atuarem sempre com boa-fé, transparência, ética profissional, cuidado, diligência e lealdade em relação aos clientes, como previsto em boa parte das normas da CVM – uma forma de reduzir os efeitos negativos dessa disparidade técnica e, conseqüentemente, aumentar a confiança do investidor em todo o sistema.

Outro resultado positivo desse auxílio aos clientes é a coerente aplicação dos recursos dos investidores, haja vista que o acesso às informações, desde que nos moldes exigidos pela CVM e observando os preceitos do CDC, permite que as decisões desses investidores sejam tomadas de forma mais assertiva (MARQUES; FREIRE, 1998, p. 113 *apud* TEIXEIRA, 2009, p. 31).

Ou seja, é por meio do acesso à informação e do conteúdo disponibilizado ao investidor que ele toma conhecimento das características do objeto que pretende adquirir, avaliando os riscos envolvidos e decidindo se é conveniente aproveitar dos benefícios que porventura tenham sido identificados. Em um cenário de ausência de controle estatal, no qual os participantes deixam de observar esses deveres e o investidor não recebe as informações necessárias, ele se insere em uma situação de vulnerabilidade, ficando suscetível, com mais facilidade, a consequências negativas consideráveis – é a figura do investidor desavisado que

¹⁰⁰ Lei n. 8.078/1990, art. 6º: V (BRASIL, 1990).

¹⁰¹ Na doutrina especializada, essa situação é tratada como uma falha de mercado, objeto de estudo da regulação financeira.

nem sequer tem consciência daquilo que adquire, com quem está lidando ou quais são os riscos envolvidos.

Além disso, com a observância ao *full disclosure*, o Estado espera proteger o próprio mercado e o conjunto de suas instituições e participantes contra uma avalanche de reclamações, medidas administrativas e judiciais para reverter as expectativas frustradas desses investidores. haja vista que o risco é inerente ao mercado financeiro, cujo destaque para maior volatilidade está presente no mercado de valores mobiliários.

Outro ponto atrelado ao assunto é a necessária verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil¹⁰² dos clientes por parte dos prestadores de serviço que realizam recomendações específicas diretas ao investidor¹⁰³, dever conhecido internacionalmente como *suitability*.

A importância desse instrumento ganhou relevância a partir de 2007, quando os Estados Unidos da América passaram pela “crise das hipotecas com alto risco de inadimplência”, a maior crise econômica mundial desde 1930 que apontou uma série de fragilidades (regulatórias, de conflitos de interesses, de assimetrias de informações e de educação financeira) do sistema financeiro mundial. Esse cenário evidenciou a necessidade de aprimoramento do *suitability* e de práticas de fiscalização para seu cumprimento, sendo considerado pelo regulador estadunidense uma linha de ação importante para mitigar a probabilidade de ocorrência de uma crise semelhante no futuro, uma estratégia que também foi adotada posteriormente em outros países (DECCAX, 2020, p. 51).

No Brasil, o *suitability* é tratado pela Resolução CVM n. 30 de 2021, que prevê que as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não¹⁰⁴ podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem verificar sua adequação ao perfil do cliente¹⁰⁵. Diante desse comando, eles devem verificar, por exemplo, se o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento¹⁰⁶ do cliente, se a situação financeira do cliente é compatível com o produto,

¹⁰² Cf. Resolução CVM n. 30/2021, art. 1º (BRASIL, CVM, 2021).

¹⁰³ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 15/2011 (BRASIL, CVM, 2011a)

¹⁰⁴ As vedações específicas para o *suitability* estão previstas no artigo 6º e 7º da Resolução CVM n. 30/2021 (BRASIL, CVM, 2021).

¹⁰⁵ Cf. Resolução CVM n. 30/2021, art. 2º (BRASIL, CVM, 2021).

¹⁰⁶ É importante que os profissionais conheçam bem seus clientes, dever que também é regulado pela CVM na norma que dispõe sobre a Prevenção à Lavagem de Dinheiro, ao Financiamento do Terrorismo e Financiamento da Proliferação de Armas de Destruição em Massa (PLD/FTP): a Resolução CVM n. 50/2021 (BRASIL, CVM, 2021f) Por envolver um comando genérico, mas muito útil, o dever também pode ser compreendido como princípio: *Know Your Client* (KYC), se no âmbito internacional e “Política conheça seu cliente”, quando tratado no Brasil. Essa política deve ser compreendida como a adoção mínima de quatro etapas (cadastro, condução de

serviço ou operação e se o cliente possui conhecimento necessário para compreender todos os riscos envolvidos¹⁰⁷. Para operacionalizar essa sistemática, o regulador exige que esses profissionais classifiquem¹⁰⁸ tanto o cliente (em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas) quanto as categorias dos produtos com os quais atuam, identificando as características que possam afetar a adequação do produto ao perfil do cliente.

Decerto, a exigência do cumprimento do dever de elaborar o *suitability* visa proteger os interesses dos investidores e evitar situações indesejadas, com destaque para as situações de conflito de interesses que podem surgir na relação mantida entre eles, as instituições e os participantes do mercado de valores mobiliários ora analisados, haja vista que esses últimos detêm informações diferenciadas sobre as características dos produtos ofertados aos seus clientes (DECCAX, 2020, p. 65).

Tendo sido apresentadas algumas regras gerais que tratam e evidenciam a importância da prestação de informações aos investidores, passa-se à análise das atividades econômicas dos participantes do mercado de valores mobiliários selecionados neste trabalho.

3.3 Descrição das atividades econômicas

A exposição sobre as atividades econômicas exercidas pelos participantes do mercado de valores mobiliários selecionados abrange cada um dos temas escolhidos:

- a) a definição da atividade conforme a Lei n. 6.385 de 1976 (BRASIL, 1976a) e as normas atuais editadas pela CVM;
- b) o mapeamento das normas que regem as atividades dos participantes;
- c) o modo como pode ocorrer a influência no processo de tomada de decisão de investimento do investidor, relacionando-a às explicações sobre o exercício da atividade;
- d) dois ou mais exemplos de regras de conduta que devem adotar ou deixar fazê-lo no exercício de suas atividades;

diligências devidas e processo de identificação do beneficiário final), razão pela qual é considerada pela CVM como um dos pilares da norma de prevenção à LDF/TP– Nota explicativa à Instrução CVM n. 617, de 5 de dezembro de 2019 (BRASIL, CVM, 2019a).

¹⁰⁷ O detalhamento de como os participantes devem fazer essa análise foram previstas no artigo 3º da Resolução CVM n. 30/2021 e seus parágrafos (BRASIL, CVM, 2021).

¹⁰⁸ Resolução CVM n. 30/2021, art. 4º: “Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 3º, as pessoas referidas no art. 2º devem avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas. Art. 5º Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 3º, as pessoas referidas no art. 2º devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuam, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente.” (BRASIL, CVM, 2021).

- e) a forma do ato público de liberação (se autorização, registro, credenciamento ou reconhecimento);
- f) a entidade autorreguladora da atividade¹⁰⁹, se existente;
- g) os requisitos mínimos para o exercício da atividade, inclusive com abordagem sobre a identificação dos exames de qualificação técnica que deles são exigidos.

A exposição se limita a responder à pergunta de pesquisa cuja abordagem metodológica principal é a análise de normas que compõem a regulação dos participantes estudados, sem o enfrentamento integral de todas as regras que recaem sobre a atuação deles e das peculiaridades dos possíveis modelos de negócios¹¹⁰ que podem adotar.

3.3.1 Analista de valores mobiliários

A Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) cita os serviços prestados pelos analistas de valores mobiliários¹¹¹ como uma das atividades a ser por ela disciplinada e fiscalizada, sem explicar seu conteúdo. Diante dessa ausência e da menção expressa na lei de que a CVM poderia editar normas¹¹² sobre seu exercício, surgiu em 2003 a primeira norma para reger a atuação desse participante: a Instrução CVM n. 388/2003 (BRASIL, CVM, 2003). Posteriormente, sobrevieram a Instrução CVM n. 483/2010 (BRASIL, CVM, 2010d); a Instrução CVM n. 598/2018 (BRASIL, CVM, 2018f) e a atual norma que o regula, a Resolução CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

Essa resolução dispõe que o analista de valores mobiliários¹¹³ é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação,

¹⁰⁹ A autorregulação é o conjunto de regras criadas por entidades e associações privadas que atuam como coordenadores de um determinado segmento na economia, de forma voluntária e outorgada pelo Estado, realizando controle complementar à regulação estatal (FERRAZ, 2012, p. 1-71). Entende-se que seu surgimento se deu em razão incapacidade do Estado de regular todas as demandas da sociedade contemporânea juntamente com a necessidade de providenciar respostas adequadas a um mercado complexo, como é o caso do mercado de valores mobiliários.

¹¹⁰ Assim, não foram tratadas em detalhes, por exemplo a segregação de atividades para parcerias, as formas de contratação e oferta de serviços restritos a determinado público, a diversificação da remuneração para estratégias personalizadas da instituição, o tipo de sociedade e as formas de contratação e a prestação de serviços complementares às dos participantes.

¹¹¹ Lei n. 6.385/1976, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: [...] VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

¹¹² Lei n. 6.385/1976, art. 27: “A Comissão poderá fixar normas sobre o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

¹¹³ Resolução CVM n. 20/2021, art. 1º: “Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. § 1º Para os fins da presente Resolução, a expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no

divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. A expressão “relatório de análise” significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento, com equiparação da expressão às exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas que tenham tais características.

Para que seja configurada a atividade privativa de analista de valores mobiliários, em interpretação do ordenamento jurídico brasileiro, tem-se admitido que é necessário que a pessoa a exerça com profissionalidade e habitualidade: dois critérios importantes que diferenciam o participante de outros profissionais no mercado, como os educadores financeiros, *youtubers* e produtores de conteúdo (MARQUES, 2022, p. 391).

O caráter profissional configura-se como troca organizada de serviços com o mercado¹¹⁴ que gera percepção de benefícios¹¹⁵ ou quaisquer outras vantagens financeiras auferidas de forma reiterada pela pessoa, fator também atrelado à noção de habitualidade¹¹⁶, recorrência na prestação dos serviços, sendo certo que uma única manifestação do participante a respeito de valores mobiliários ou de emissores não configura atividade profissional e, portanto, atividade como analista de valores mobiliários.

processo de tomada de decisão de investimento. § 2º Exposições públicas, apresentações, vídeos, reuniões, conferências telefônicas e quaisquer outras manifestações não escritas, cujo conteúdo seja típico de relatório de análise, são equiparadas a relatórios de análise, para os fins do disposto nesta Resolução. § 3º A presente Resolução não se aplica a pessoas naturais ou jurídicas que desenvolvam atividades de classificação de risco de crédito” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹¹⁴ Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 966: “Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa” (BRASIL, 2002c).

¹¹⁵ Ofício-Circular CVM SIN n. 2/2019, 11: “Importante aspecto a se avaliar nessas circunstâncias é se o agente envolvido realiza a atividade de forma profissional. Nesse sentido, qualquer benefício, remuneração ou vantagem que se obtenha na oferta dessas recomendações, envolva ou não diretamente numerários, como, por exemplo, a cobrança de taxas de assinatura ou adesão, mensalidades ou anuidades, receitas indiretas recebidas em função dos acessos de terceiros, ou quaisquer outras, pode atrair a competência da CVM e demarcar o caráter profissional da atividade” (BRASIL, CVM, 2019c).

¹¹⁶ Ofício-Circular CVM SIN n. 13/2020, 3: “Grifamos o termo “em caráter profissional” para destacar que somente as pessoas que atuam com esse cunho é que necessitam de credenciamento nos termos da ICVM 598 para o exercício da atividade de analista de valores mobiliários. Além da habitualidade, ajudam a caracterizar o serviço profissional quaisquer benefícios, remunerações ou vantagens que se obtenham, de forma recorrente, na oferta dessas recomendações, envolva ou não diretamente numerários, como, por exemplo, a cobrança de taxas de assinatura ou adesão, mensalidades ou anuidades, receitas indiretas recebidas em função dos acessos de terceiros, ou quaisquer outras, que assim, podem atrair a competência da CVM e demarcar esse caráter profissional da atividade. 4. Assim, manifestações nas redes sociais ou por qualquer outro meio, ainda que contenham opinião sobre valores mobiliários, mas que não evidenciem o exercício desse ofício de forma profissional, não exigem prévio credenciamento na forma da ICVM 598” (BRASIL, CVM, 2020j).

No que diz respeito ao seu exercício, ressalte-se que a atividade do participante não se resume apenas em analisar valores mobiliários e fazer recomendações genéricas de compra ou venda para o público. Antes, está diretamente relacionado à possibilidade de influenciar o investidor no seu processo de tomada de decisão por meio das mais diversas formas de relatório de análise, auxiliando-o para que mantenha, eleve, abaixe, ingresse ou desista das posições sugeridas no relatório de análise.

Em razão de esses relatórios não serem direcionados a um único investidor, eles circulam no mercado¹¹⁷ com mais facilidade, servindo, também, como um guia para que os *traders* e outros participantes do mercado de valores mobiliários contatem seus clientes para discutirem alternativas de aplicação em valores mobiliários de acordo com o perfil daquele investidor. Essa atitude enseja preparo e conhecimento técnico para o exercício dessa atividade, cuja metodologia¹¹⁸ se divide em análise fundamentalista e análise grafista (ou técnica).

A diferença consiste no modelo de apreciação dos valores mobiliários e das emissoras. Enquanto na análise fundamentalista utilizam-se modelos matemáticos variados de projeções macro e microeconômicas para observar o fluxo de caixa futuro e trazê-lo ao valor presente, com projeção do preço alvo de determinado valor mobiliário, a análise técnica do grafista estuda-o com o objetivo de prever tendências futuras de preços tendo em vista o gráfico de cotação, analisando-o para antecipar movimentos futuros (LEMOS, p. 24-30, 2010 *apud* MARQUES, 2022, p. 396). Ou seja, na primeira, o analista de valores mobiliários observa as informações financeiras (como o valor de mercado, dados do balanço patrimonial e demonstrativos de resultados) e outros dados divulgados pelas emissoras para elaborar seus relatórios. Já no segundo modelo, o analista de valores mobiliários observa desenhos de gráficos da cotação do valor mobiliário em determinado período, prevendo o que vai acontecer no futuro com base nisso, sem considerar as informações das emissoras.

No que se refere à regulação do comportamento do participante, a CVM estabelece:

¹¹⁷ Cf. Recurso Voluntário CVM n. 11, 495, Processo CVM RJ-2006-5863 (BRASIL, CVM, 2010a).

¹¹⁸ Ofício-Circular CVM SIN n. 10/2013: “A Instrução CVM n. 483/2010 traz em seu art. 1º a definição da atividade de analista de valores mobiliários. Tal definição engloba todos aqueles que, em caráter profissional, elaboram recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem na tomada de decisão de investimento, independentemente da metodologia utilizada para tal. Assim, tanto o analista gráfico como o analista fundamentalista estão compreendidos pela definição normativa de analista de valores mobiliários. Ambos devem comprovar a sua qualificação técnica através do credenciamento na entidade credenciadora para que possam exercer essa atividade. Nesse sentido, cabe esclarecer que as análises gráficas e as recomendações decorrentes dessas análises, divulgadas em sites, chats ou blogs especializados na Internet, se realizadas em caráter profissional, também devem ser elaboradas e divulgadas apenas por profissionais credenciados pela entidade credenciadora e registrados na CVM” (BRASIL, CVM, 2013a).

- a) regras de conduta gerais, como o dever de agir com probidade, boa-fé e ética profissional, com o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição na elaboração dos relatórios de análise¹¹⁹;
- b) regras de conduta especificamente relacionadas às formas de comunicação que devem observar, como as que estabelecem que as informações ou comunicações de cunho institucional e publicitário relativas à prestação do serviço de analista de valores mobiliários devem ser verdadeiras, consistentes e não induzir o investidor a erro, com utilização de linguagem serena e moderada, sem conter promessa de rentabilidade futura¹²⁰ ou assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor¹²¹;
- c) proibição da emissão de relatórios com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida¹²², da omissão de situações de conflito de interesses existentes¹²³, da negociação, direta ou indireta, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários objeto dos relatórios de análise que elabore ou de derivativos lastreados em tais valores mobiliários por um período de trinta dias anteriores e cinco dias posteriores à divulgação do relatório de análise sobre tal valor mobiliário ou seu emissor¹²⁴, dentre outros¹²⁵.

Para os analistas de valores mobiliários pessoa jurídica, a CVM acrescenta outra série de regras¹²⁶, como o dever de: desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos adequados para garantir o disposto na resolução, desempenhar suas funções com independência e impedir que seus interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem o resultado de suas análises¹²⁷; manter página na rede mundial de computadores com informações atualizadas do conjunto de regras, procedimentos e controles internos para

¹¹⁹ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 12 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁰ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 14 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²¹ Resolução CVM n. 20/2021, art. 15: “Caso as informações ou comunicações a que se refere o art. 14 apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erro, a CVM ou a entidade credenciadora podem exigir: I – a cessação da divulgação da informação; e II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM ou da entidade credenciadora, conforme o caso, e, de forma destacada, qual é a informação que está sendo retificada ou esclarecida” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²² Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 13, I (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²³ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 13, II (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁴ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 13, III (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁵ O restante das regras de conduta que tratam das vedações aos analistas de valores mobiliários pode ser verificado nos arts. 13 e 10 da Resolução CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁶ As regras específicas aplicáveis aos analistas pessoa jurídica estão dispostas nos arts. 16, 17 e 22 da Resolução CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁷ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 16, I, a, b, c (BRASIL, CVM, 2021i).

garantir o disposto na resolução e comunicar à CVM e à entidade credenciadora, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis, condutas dos analistas a ele vinculados que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM¹²⁸.

Quanto aos requisitos do relatório de análise, a norma prevê que eles devem ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões¹²⁹. Além disso, a norma exige que eles sejam assinados por, pelo menos, um analista de valores mobiliários credenciado¹³⁰, o qual deve incluir em todos os seus relatórios de análise, de forma clara e com o devido destaque, declarações sobre as recomendações do relatório e sobre a eventual existência de conflito de interesses¹³¹, com manutenção dos registros elaborados pelo profissional pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos¹³².

3.3.1.1 Ato público de liberação

O exercício da atividade de análise de valores mobiliários é privativo¹³³ de analistas de valores mobiliários credenciados¹³⁴ pela entidade autorreguladora autorizada¹³⁵ pela CVM para realizar o controle de entrada desses profissionais no mercado.

Atualmente, a entidade autorreguladora e credenciadora dos analistas de valores mobiliários é a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de

¹²⁸ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 16, II e III (BRASIL, CVM, 2021i).

¹²⁹ Resolução CVM n. 20/2021, art. 19: “Os relatórios de análise devem ser escritos em linguagem clara e objetiva, diferenciando dados factuais de interpretações, projeções, estimativas e opiniões. § 1º Sempre que possível e adequado, dados factuais devem vir acompanhados de indicação de suas fontes. § 2º As projeções e estimativas devem vir acompanhadas das premissas relevantes e metodologia adotadas” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³⁰ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 20 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³¹ As regras relativas ao analista de valores mobiliários pessoa natural signatário do relatório de análise estão dispostas no artigo 21 da Resolução CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³² Resolução CVM n. 20/2021, art. 23: “Os analistas de valores mobiliários são responsáveis por: I – enviar os relatórios de análise à entidade credenciadora, em 3 (três) dias úteis da data em que tais relatórios forem distribuídos; e II – manter os relatórios de análise arquivados por 5 (cinco) anos, a contar da data em que tais relatórios forem distribuídos, sem prejuízo do disposto nos §§ 2º e 3º do art. 5º. Parágrafo único. Os analistas de valores mobiliários pessoa natural que atuem exclusivamente vinculados às pessoas jurídicas estão dispensados da obrigação de que trata este artigo, cabendo tal obrigação, nesses casos, às referidas pessoas jurídicas” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³³ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 2º (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³⁴ Resolução CVM n. 20/21, art. 3º: “É obrigatório o credenciamento: I – dos analistas de valores mobiliários, pessoa natural, que exerçam a atividade de forma autônoma; II – das instituições integrantes do sistema de distribuição que exerçam a atividade de analista de valores mobiliários; e III – de qualquer outra pessoa jurídica que exerça a atividade de analista de valores mobiliários” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³⁵ Resolução CVM n. 20/21, art. 4º: “O credenciamento de analistas de valores mobiliários é feito por entidades autorizadas pela CVM. Parágrafo único. São autorizadas pela CVM a promover o credenciamento de que trata o *caput* entidades autorreguladoras que comprovem ter: I – estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na presente Resolução; e II – estrutura de autorregulação que conte com capacidade técnica e independência” (BRASIL, CVM, 2021i).

Capitais (APIMEC)¹³⁶, credenciada pela CVM, desde 2010, para o exercício da atividade do participante (MAEDA *et al.*, 2018, p. 101). Ela é responsável por¹³⁷: adotar código¹³⁸ de conduta profissional¹³⁹; fiscalizar seu cumprimento e dos dispositivos editados¹⁴⁰ pela CVM; punir infrações ao seu código de conduta profissional cometidas pelos analistas de valores mobiliários por elas credenciados; aferir, por meio de exames de qualificação técnica elencados pela CVM e de ética se os candidatos estão aptos a exercer a atividade como analista de valores mobiliários; aferir, no caso de pessoa jurídica, a estrutura e os requisitos para o exercício da atividade; instituir programa de educação continuada; manter em arquivo todos os documentos que comprovem o atendimento das exigências contidas nas normas que regem a atividade econômica por cinco anos; manter atualizado cadastro de todos os analistas de valores mobiliários por elas credenciados; e divulgar em sua página disponível na rede mundial de computadores lista dos analistas de valores mobiliários credenciados¹⁴¹.

Para concessão e manutenção do credenciamento de analista de valores mobiliários pessoa física, a CVM dispõe que a entidade credenciadora deve exigir o preenchimento dos seguintes requisitos mínimos¹⁴²:

- a) graduação em curso de nível superior;
- b) aprovação em exames de qualificação técnica definidos pela CVM¹⁴³;

¹³⁶ Desde julho de 2010, a APIMEC é a entidade que autorregula e credencia os analistas de valores mobiliários pessoa física, conforme decisão do colegiado no Processo CVM n. RJ-2010-1108 (APIMEC, 2010) (BRASIL, CVM, 2010b). Em 2018, por meio do Memorando 15, de 2018, da SIN e GAIN, bem como da Decisão do Colegiado n. 1.148/2018, a APIMEC também passou a credenciar os analistas de valores mobiliários pessoa jurídica (BRASIL, CVM, 2018e; BRASIL, CVM, 2018d).

¹³⁷ Resolução CVM n. 20/2021, art. 5: “As entidades credenciadoras devem: [...]. § 1º A CVM aprovará previamente: I – o código de conduta profissional mencionado no inciso I do *caput*, bem como eventuais alterações; II – o conteúdo programático dos exames aplicados pela entidade credenciadora nos termos do inciso IV; e III – o programa de educação continuada. § 2º Com relação ao disposto no inciso VII do *caput*, as imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a legislação federal sobre a elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com a regulamentação federal que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos. § 3º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade” (BRASIL, CVM, 2021i)

¹³⁸ Conforme dispõe o art. 8º da Resolução CVM n. 20/2021, o código de conduta profissional do analista de valores mobiliários deve dispor sobre diversos temas, como as potenciais situações de conflito de interesses, o compromisso desses profissionais por informações idôneas e fidedignas para serem utilizadas nos relatórios de análise, e as punições cabíveis quando houver infrações ao código de conduta profissional (BRASIL, CVM, 2021i).

¹³⁹ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 5º, I (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴⁰ O modo como a APIMEC fiscaliza o cumprimento do código, bem como o modo como repassa informações à CVM estão dispostos no artigo 6º e 7º da Resolução CVM n. 20/2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴¹ Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 5º, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴² Cf. Resolução CVM n. 20/2021, art. 9º (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴³ Resolução CVM n. 20/2021: “Anexo a à resolução CVM n. 20, de 25 de fevereiro de 2021. Exames para a comprovação de qualificação técnica no processo de credenciamento de analistas de valores mobiliários. Art. 1º As entidades credenciadoras de analista de valores mobiliários devem aceitar os seguintes exames na aferição

- c) adesão incondicional ao código de conduta profissional elaborado pela entidade autorreguladora;
- d) ter reputação ilibada;
- e) não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo BCB pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC); e
- f) não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o SFN, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação.

Caso se trate de pessoa jurídica, a norma também exige o preenchimento de adicionais requisitos¹⁴⁴.

da qualificação técnica dos candidatos a analistas: I – *Exam 1 do Foundation Level* do programa de certificação internacional para profissionais de investimentos organizado por quaisquer dos membros da ACIIA – *Association of Certified International Investment Analysts*; II – *Levels I e II* do programa de certificação *Chartered Financial Analyst* – CFA organizado pelo CFA Institute; e III – *Series 86* do programa de qualificação de analistas organizado pela *Financial Industry Regulatory Authority* – FINRA. Parágrafo único. Além da aprovação em qualquer dos exames mencionados nos incisos I a III, as entidades credenciadoras devem exigir a aprovação dos candidatos em exames que avaliem o conhecimento do mercado de valores mobiliários e da legislação nacional acerca deste” (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴⁴ Resolução CVM n. 20/2021, art. 11: “Para conceder e manter o credenciamento a que se refere o art. 4º, a entidade credenciadora deve exigir do analista de valores mobiliários pessoa jurídica os seguintes requisitos mínimos: I – ter sede no Brasil; II – ter em seu objeto social a atividade de análise de valores mobiliários, exceto para as pessoas jurídicas mencionadas no art. 3º, inciso II; III – estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; IV – atribuir a responsabilidade pela atividade de análise de valores mobiliários a um analista de valores mobiliários pessoa natural credenciado por entidade autorizada pela CVM nos termos do art. 4º; V – atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas por esta Resolução a um diretor estatutário; VI – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos nos incisos V e VI do art. 9º; e VII – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica. § 1º A atribuição de responsabilidade pela atividade de análise de valores mobiliários deve ser consignada, no caso das entidades mencionadas no art. 3º, inciso III, no contrato social, no estatuto social da pessoa jurídica ou na forma que o estatuto indicar. § 2º Na hipótese de impedimento do responsável pela atividade de análise de valores mobiliários de que trata o inciso IV do *caput* por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a entidade credenciadora ser comunicada, por escrito, no prazo de 1 (um) dia útil a contar da sua ocorrência. § 3º As funções a que se referem os incisos IV e V do *caput* não podem ser desempenhadas por uma mesma pessoa. § 4º A pessoa responsável pela atividade de análise de valores mobiliários de que trata o inciso IV do *caput* não pode ser responsável por qualquer outra atividade no mercado de valores mobiliários, na instituição ou fora dela. § 5º É atribuição da pessoa responsável pela atividade de análise de valores mobiliários de que trata o inciso IV a definição e a supervisão das diretrizes e das metodologias adotadas nas análises e respectivos relatórios, assim como a verificação da sua consistência e conformidade com as premissas da instituição. § 6º Sem prejuízo do disposto no § 4º deste artigo, as pessoas de que tratam os incisos VI e V do *caput* podem ser responsáveis pela mesma atividade em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum” (BRASIL, CVM, 2021i).

Preenchidos os requisitos e solicitado o credenciamento perante a APIMEC, a associação publica e divulga o nome do analista de valores mobiliários¹⁴⁵, momento em que o credenciamento do profissional é efetivado, com liberação para o exercício da atividade por cinco anos, prazo de validade do credenciamento. Para sua renovação, e objetivando estimular e induzir o aprimoramento do capital intelectual dos participantes, a APIMEC exige o atendimento das exigências do Programa de Educação Continuada (PEC).

No que diz respeito à comprovação dos exames de qualificação técnica e ética no processo de credenciamento de analista de valores mobiliários, exige-se o Certificado Nacional do Profissional de Investimentos (CNPI), certificação voluntária elaborada pela APIMEC e obrigatória para a atividade como analista desde a edição da Instrução CVM n. 388 de 2003 (MAEDA *et al.*, 2018, p. 102). O CNPI é dividido em três categorias: CNPI (analista fundamentalista); CNPI-T (analista técnico) e CNPI-P (analista pleno – fundamentalista e técnico)¹⁴⁶, cujos conteúdos variam de acordo com a metodologia da análise (se fundamentalista ou grafista, também chamada “técnica”).

Apresentados os principais aspectos que caracterizam a atividade do analista de valores mobiliários e sua regulação, passa-se ao mesmo exame em relação ao consultor de valores mobiliários.

3.3.2 Consultor de valores mobiliários

Assim como para o analista de valores mobiliários, a Lei n. 6.385 de 1976 cita os serviços de consultor de valores mobiliários¹⁴⁷ como uma das atividades a ser por ela disciplinada e fiscalizada, com a atribuição da competência à CVM para edição de normas sobre o seu exercício¹⁴⁸.

A primeira norma do consultor de valores mobiliários foi editada em 1985, por meio da Instrução CVM n. 43/1985¹⁴⁹, que tratou também do administrador de carteira de valores

¹⁴⁵ Mais detalhes sobre esses procedimentos podem ser consultados no manual de credenciamento da APIMEC (APIMEC, 2023^a; APIMEC, 2023b).

¹⁴⁶ Para verificar o conteúdo e divisões por certificação CNPI, veja-se o Capítulo II do Manual da APIMEC (2023) cominado com o ANEXO A à Resolução CVM n. 20 de 2021 (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁴⁷ Lei n. 6.385/1976. art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: [...] VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários” (BRASIL, 1976).

¹⁴⁸ Lei n. 6.385/1976, art. 27: “A Comissão poderá fixar normas sobre o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

¹⁴⁹ Instrução CVM n. 43/1985, I: “As atividades de consultor de valores mobiliários e de administrador de carteira de valores mobiliários, previstas, respectivamente, no § 1º art. 6º ‘in fine’ da RESOLUÇÃO N. 961, de 12.09.84 do Conselho Monetário Nacional e no § 2º do artigo 15 da INSTRUÇÃO CVM N. 40/84, poderão ser exercidas por pessoas físicas ou jurídicas que se habilitarem junto à Comissão de Valores Mobiliários. II – Os pretendentes

mobiliários. Posteriormente, sobrevieram a Instrução CVM n. 592/2017 (BRASIL, CVM, 2017d) e a atual norma que rege a atuação do participante, a Resolução CVM n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h).

Conforme a Resolução CVM n. 19/2021, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente¹⁵⁰. Para delimitar ainda mais os contornos da atividade, a resolução exclui de seu escopo a atuação de pessoas físicas ou jurídicas que atuam exclusivamente como planejadores financeiros e na elaboração de relatórios gerenciais ou de controle e como consultores especializados que não atuam nos mercados de valores mobiliários¹⁵¹.

à habilitação ao exercício das atividades acima mencionadas, enquanto não regulamentadas especificamente, deverão, além de possuir comprovada experiência em atuação no mercado de valores mobiliários, atender às exigências para ocupação de cargos de diretoria em sociedades corretoras e distribuidoras, previstas na RESOLUÇÃO N. 527, de 15.04.79 do Conselho Monetário Nacional” (BRASIL, CVM, 1985).

¹⁵⁰ Resolução CVM n. 19/2021, art. 1º: “Para os efeitos desta Resolução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente. § 1º A prestação de serviço de que trata o *caput* pode se dar por meio de uma ou mais das seguintes formas de orientação, recomendação e aconselhamento: I – sobre classes de ativos e valores mobiliários; II – sobre títulos e valores mobiliários específicos; III – sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; e IV – sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo *caput*. [...]” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁵¹ Resolução CVM n. 19/2021, art. 1º: [...] § 2º A presente Resolução não se aplica às pessoas físicas ou jurídicas que atuem exclusivamente: I – como planejadores financeiros, cuja atuação circunscreva-se, dentre outros serviços, ao planejamento sucessório, produtos de previdência e administração de finanças em geral de seus clientes e que não envolvam a orientação, recomendação ou aconselhamento de que trata o *caput*; II – na elaboração de relatórios gerenciais ou de controle que objetivem, dentre outros, retratar a rentabilidade, composição e enquadramento de uma carteira de investimento à luz de políticas de investimento, regulamentos ou da regulamentação específica incidente sobre determinado tipo de cliente; e III – como consultores especializados que não atuem nos mercados de valores mobiliários, tais como aqueles previstos nas regulamentações específicas sobre fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento imobiliário. § 3º A presente Resolução se aplica às pessoas físicas ou jurídicas que, ainda que atuem, preponderantemente ou não, nas atividades elencadas nos incisos do § 2º, exerçam, também, a atividade de que trata o *caput*. § 4º Os agentes autônomos de investimento, gerentes de investimentos de instituições financeiras e outras pessoas que atuem na distribuição de valores mobiliários podem prestar informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual trabalhem ou tenham sido contratados, sem configurar a atividade de que trata o *caput*. § 5º A prestação de informações a que se refere o § 4º circunscreve-se às atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes. § 6º As entidades integrantes do sistema de distribuição não podem induzir os investidores a erro ao dar a entender que atuam como prestadores de serviço de consultoria independente de valores mobiliários, de forma autônoma à atividade de distribuição, quando prestam as informações nos termos dos §§ 4º e 5º ou quando recomendam produtos por ela distribuídos. § 7º Admite-se que o consultor de valores mobiliários, as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e os seus clientes em comum estabeleçam canais de comunicação e ferramentas que permitam conferir maior agilidade e segurança à implementação das recomendações e execução de ordens pelo cliente” (BRASIL, CVM, 2021h).

Para que seja configurado o exercício da atividade, a interpretação do ordenamento jurídico também admite como necessária a presença de individualidade, profissionalidade e independência.

O primeiro elemento diz respeito ao direcionamento da atividade para um único investidor. Isso significa dizer que, embora um consultor possa atender a diversos clientes, fornecendo orientações, aconselhamentos, tais serviços provenientes da consultoria de valores mobiliários não podem ser iguais para todos os investidores. Trata-se de tarefa que se caracteriza pelo atendimento de cada cliente conforme suas peculiaridades e objetivos, o que demanda a formulação de estratégias customizadas e únicas para cada tipo de perfil, sempre na busca por melhores oportunidades no mercado, independentemente da instituição onde o cliente mantém abertas suas contas de investimentos.

Quanto à profissionalidade, o Relatório do Edital de Audiência Pública SDM n. 11/2016 (BRASIL, CVM, 2017b), que resultou na Instrução CVM n. 592/2017 (BRASIL, CVM, 2017d), esclareceu que o caráter profissional da atividade enseja que a consultoria de valores mobiliários seja exercida de forma regular, organizada, recorrente e remunerada, diferente daquela feita de maneira eventual, não remunerada e que não se caracteriza como prestação de serviços contínua e estruturada¹⁵².

No que diz respeito à independência, admitiu-se¹⁵³ que a remuneração do profissional é seu elemento basilar, como também reforça seu dever fiduciário para com seus clientes, os quais devem ser a fonte precípua de sua remuneração. Disso decorre a proibição de o consultor de valores mobiliários receber remuneração por meio de terceiros (ou por outras formas que colidam com sua independência e seu dever fiduciário).

Pelo fato de estar imerso em uma forte relação de confiança, prestando serviços com foco exclusivo na proteção dos interesses do investidor, apresentando baixo ou baixíssimo grau de conflito de interesses, fruto de sua independência, a influência exercida pelo profissional no processo decisório do investidor oriunda de suas diretrizes é significativa, mas ainda inferior aos demais participantes que serão analisados na dissertação. Isso porque, além de o consultor não ter qualquer acesso às contas de seus clientes, esses não são obrigados a seguir as orientações, aconselhamentos e recomendações feitas por ele, mantendo a liberdade de escolha na alocação de seus recursos.

¹⁵² Cf. Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 966 (BRASIL, 2002c).

¹⁵³ Cf. Relatório de análise Audiência Pública SDM n. 11/2016 (BRASIL, CVM, 2017c).

No que se refere à regulação do comportamento desse tipo de participante, a CVM estabelece:

- a) regras de conduta, como o dever de exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade, de colocar os interesses de seus clientes acima dos seus¹⁵⁴, de desempenhar as suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração sua situação financeira e seu perfil¹⁵⁵, cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, com descrição detalhada da remuneração cobrada, potenciais conflitos de interesses, riscos inerentes aos tipos de operação, dentre outros¹⁵⁶.
- b) vedações, como a proibição de garantir níveis de rentabilidade¹⁵⁷, omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada¹⁵⁸, receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente, por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a

¹⁵⁴ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 16, I (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁵⁵ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 16, II (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁵⁶ Resolução CVM n. 19/2021, art. 16: “O consultor de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: [...] III – cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem: a) descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços; b) informações sobre outras atividades que o próprio consultor exerça e os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a consultoria de valores mobiliários; c) informações sobre as atividades exercidas por sociedades controladoras, controladas, coligadas e sob controle comum ao consultor e os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a consultoria de valores mobiliários; d) quando aplicável, os riscos inerentes aos diversos tipos de operações com valores mobiliários nos mercados de bolsa, de balcão, nos mercados de liquidação futura, explicitando que a aplicação em derivativos pode resultar em perdas superiores ao investimento realizado, e nas operações de empréstimo de ações; e) o conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas ao cliente; f) informação a respeito da abrangência dos serviços prestados, indicando os mercados e tipos de valores mobiliários abrangidos; e g) procedimento a ser seguido caso um conflito de interesse, mesmo que potencial, surja após a celebração do contrato, incluindo prazo para notificação do cliente; IV – evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes; V – prestar o serviço de forma independente e fundamentada; VI – manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, toda a documentação que deu suporte para a consultoria prestada ao cliente, inclusive a avaliação de seu perfil; VII – transferir ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, exceto na hipótese do § 1º do art.18; VIII – suprir seus clientes com informações e documentos relativos aos serviços prestados na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas; IX – suprir seus clientes com informações sobre os riscos envolvidos nas operações recomendadas; X – prestar as informações que lhe forem solicitadas pelo cliente, pertinentes aos fundamentos das recomendações de investimento realizadas; XI – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; e XII – na orientação a clientes quanto à escolha de prestadores de serviços prevista no inciso III do § 1º do art. 1º, zelar pela adequada prestação de serviços e divulgar qualquer tipo de relação comercial que tenha estabelecido com o prestador, sendo vedado o recebimento de remuneração pela indicação de serviços, em observância ao inciso VII deste artigo. Parágrafo único. É permitida a cobrança de taxa de performance exclusivamente de investidores profissionais, conforme regulamentação específica” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁵⁷ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 18, III (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁵⁸ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 18, IV (BRASIL, CVM, 2021h).

independência na prestação dos serviços¹⁵⁹, atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para fins de implementar e executar as operações que reflitam as recomendações objeto da sua prestação de serviço¹⁶⁰, dentre outros¹⁶¹.

Para os consultores de valores mobiliários pessoa jurídica, a CVM acrescenta outras exigências adicionais¹⁶² ao participante, como o dever de manter página acessível na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas¹⁶³:

- a) formulário de referência;
- b) código de ética;
- c) regras, procedimentos e descrição dos controles internos, elaborados para o cumprimento das normas que regem a atividade¹⁶⁴;
- d) política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria pessoa jurídica prestadora dos serviços de consultoria de valores mobiliários.

Para além das regras de conduta, o consultor de valores mobiliários está sujeito a outros deveres previstos em outras normas¹⁶⁵, quais sejam, as Resoluções n. 30/2021 (BRASIL, CVM, 2021i) e 50/2021 (BRASIL, CVM, 2021f), que tratam do de verificação da adequação

¹⁵⁹ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 18, V (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶⁰ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 18, VI (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶¹ O restante das vedações aos consultores de valores mobiliários pode ser verificado nos arts. 18 e 16, IV da Resolução CVM n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶² As regras específicas aplicáveis aos consultores de valores mobiliários pessoa jurídica estão dispostas nos arts. 14, 15, 19, 20 e 21 da Resolução CVM n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶³ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 14 (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶⁴ Resolução CVM n. 19/2021, art. 19: “O consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de regras, procedimentos e controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de consultoria de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional. § 1º As regras, procedimentos e os controles internos mencionados no *caput* devem ser suficientes e adequados para: I – assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à consultoria de valores mobiliários atuem com independência e o devido dever fiduciário para com seus clientes; II – impedir que seus interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem seu trabalho; III – identificar, administrar e mitigar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a independência das pessoas que desempenhem funções ligadas à consultoria de valores mobiliários; IV – diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente o potencial conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma recomendação de investimento; V – segregar as diversas atividades que desempenhem, nos termos do art. 21 da presente Resolução; e VI – assegurar a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico. § 2º A remuneração do diretor responsável previsto no inciso III do art. 4º desta Resolução não pode estar associada ao desempenho comercial da consultoria (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶⁵ Cf. Resolução CVM n. 19/2021, art. 2º, parágrafo único, I e II (BRASIL, CVM, 2021h).

dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente¹⁶⁶ e ao cadastro dos investidores e da Prevenção à Lavagem de Dinheiro, ao Financiamento do Terrorismo e ao Financiamento da Proliferação de Armas de Destruição em Massa (PLD/FTP)¹⁶⁷, respectivamente.

A norma prevê, também, que as informações divulgadas pelo consultor de valores mobiliários devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro, escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa, sem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor¹⁶⁸, com manutenção dos registros elaborados pelo profissional pelo prazo mínimo de cinco anos¹⁶⁹.

Quanto à prestação de informações periódicas, a norma exige que o consultor de valores mobiliários, pessoa natural ou jurídica, envie anualmente um formulário de referência¹⁷⁰ à CVM, o qual deve conter diversas informações a seu respeito.

¹⁶⁶ Como explicado na primeira parte do presente capítulo, os deveres relacionados ao *suitability* é aplicável aos consultores de valores mobiliários (BRASIL, CVM, 2021i).

¹⁶⁷ Resolução CVM n. 50/2021, art. 3º: “Sujeitam-se às obrigações previstas nesta Resolução, no limite de suas atribuições: [...] III – as demais pessoas referidas em regulamentação específica que prestem serviços no mercado de valores mobiliários, incluindo: [...] b) os consultores de valores mobiliários; [...] (BRASIL, CVM, 2021f).

¹⁶⁸ Resolução CVM n. 19/2021: “Seção I – Regras Gerais. Art. 12. As informações divulgadas pelo consultor de valores mobiliários devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; e II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. § 1º As informações relativas à prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. § 2º As comunicações das entidades integrantes do sistema de distribuição não podem induzir os investidores a acreditarem que há, no escopo de suas atividades de distribuição, a prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários realizada de acordo com esta Resolução. Art. 13. Caso as informações divulgadas apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erro, a SIN pode exigir: I – a cessação da divulgação da informação; e II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁶⁹ Resolução CVM n. 19/2021, art. 22: “As orientações, recomendações e aconselhamentos de que trata o *caput* do art. 1º devem ser feitos de maneira a possibilitar o seu registro, independentemente da forma de prestação do serviço. Parágrafo único. O registro de que trata o *caput* deve ser protegido contra adulterações e permitir a realização de auditorias e inspeções. Art. 23. O consultor de valores mobiliários deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Resolução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, cálculos que fundamentaram a cobrança de taxa de performance de seus clientes classificados como investidores profissionais, quando for o caso, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas atividades e os estudos e análises que fundamentaram as orientações, recomendações ou aconselhamentos de que trata o *caput* do art. 22. § 1º As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a legislação federal que dispõe sobre a elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com a regulamentação federal que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos. § 2º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷⁰ Conforme prevê o art. 15 da Resolução CVM n. 19/2021, o consultor de valores mobiliários deve enviar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir o Anexo D, se pessoa natural; ou o Anexo E à resolução, se pessoa jurídica. Trata-se de documento que deve ser preenchido pelo profissional com diversas informações, como declarações do profissional, escopo das atividades, descrição do perfil de

3.3.2.1 Ato público de liberação

A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa dos profissionais autorizados pela CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, ou por ela reconhecidos, no caso de consultores domiciliados no exterior¹⁷¹. Significa dizer que somente profissionais previamente autorizados pelo regulador podem exercer a atividade.

Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou, conforme o caso, do reconhecimento pela CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos¹⁷²:

- a) ser graduado em curso superior ou equivalente, em instituição reconhecida oficialmente no País ou no exterior;
- b) ter sido aprovado em exame de certificação previsto pela CVM;
- c) ter reputação ilibada;
- d) não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo BCB, pela SUSEP, pela PREVIC ou por entidades equivalentes em seu país de domicílio;
- e) não haver sido condenado, no Brasil, ou por crimes equivalentes, em seu país de domicílio, por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o SFN, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação;

clientes, conhecimento e experiência, com apresentação do currículo, informações sobre a remuneração, condenação judiciais ou administrativas dos últimos 5 (cinco) anos. Quando se tratar de pessoa jurídica, o formulário de referência é mais extenso, com aproximadamente 130 linhas para preenchimento, o que inclui o fornecimento de informações relativas à: declarações dos diretores; histórico da sociedade; estrutura dos recursos humanos; existência de auditores; resiliência financeira; escopo das atividades; perfil dos clientes; existência de grupo econômico; quantidade de profissionais; endereço da página do consultor na rede mundial de computadores, dentre outras informações (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷¹ Resolução CVM n. 19/2021, art. 2º: “A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa de consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, ou por ela reconhecidos, no caso de consultores domiciliados no exterior. Parágrafo único. Quando de sua atuação no Brasil, aplicam-se aos consultores de valores mobiliários reconhecidos de que trata o *caput*, além das regras dispostas nesta Resolução, as normas específicas editadas pela CVM referentes: I – ao dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e II – ao cadastro dos investidores e à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – PLDFT no âmbito do mercado de valores mobiliários” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷² Resolução CVM n. 19/2021, art. 3º: “Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou, conforme o caso, do reconhecimento junto à CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos: [...]” (BRASIL, CVM, 2021h).

- f) não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;
- g) não estar incluído em relação de comitentes inadimplentes de entidade administradora de mercado organizado; e
- h) preencher o formulário do Anexo B da Resolução CVM n. 19/202, de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade.

Caso se trate de pessoa jurídica¹⁷³ ou de consultor de valores mobiliários não domiciliado¹⁷⁴ no Brasil, a norma também exige o preenchimento de requisitos complementares.

No que diz respeito ao procedimento para a obtenção da autorização ou reconhecimento, a Resolução dispõe que o pedido para o exercício da atividade de consultor de valores mobiliários deve ser encaminhado à Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN) por meio eletrônico¹⁷⁵ e ser instruído com os documentos requeridos pela

¹⁷³ Resolução CVM n. 19/2021, art. 4º: “Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou, conforme o caso, do reconhecimento pela CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: I – ter em seu objeto social o exercício de consultoria de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; II – atribuir a responsabilidade pela atividade de consultoria de valores mobiliários a um diretor estatutário, o qual deve estar autorizado pela CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, como consultor de valores mobiliários pessoa natural; III – atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas por esta Resolução a um diretor estatutário; IV – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos III a VII do art. 3º; V – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; e VI – preencher o formulário do Anexo C de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade. § 1º É vedada a utilização, na denominação da pessoa jurídica de que trata o *caput*, de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro. § 2º As atribuições de responsabilidade previstas nos incisos II e III do *caput* devem ser consignadas no contrato, no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do seu conselho de administração. § 3º Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela consultoria de valores mobiliários por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a CVM ser comunicada, por escrito, no prazo de 7 (sete) dias úteis a contar da sua ocorrência. § 4º As funções a que se referem os incisos II e III do *caput* não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário. § 5º O diretor responsável pela consultoria de valores mobiliários não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de valores mobiliários, na instituição ou fora dela. § 6º Sem prejuízo do disposto no § 5º deste artigo, os diretores responsáveis de que tratam os incisos II e III do *caput* podem ser responsáveis pela mesma atividade em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum. § 7º Os diretores responsáveis de que tratam os incisos II e III do *caput* e o consultor de valores mobiliários pessoa natural de que trata o art. 3º não podem obter ou manter registro como agente autônomo de investimento. § 8º Os recursos computacionais previstos no inciso V do *caput* devem: I – ser protegidos contra adulterações; e II – manter registros que permitam a realização de auditorias e inspeções. § 9º Ficam excepcionados da necessidade de ter em seu objeto social o exercício de consultoria de valores mobiliários os bancos comerciais, as caixas econômicas e os bancos múltiplos sem carteira de investimento” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷⁴ Os requisitos para o pedido de reconhecimento de consultor de valores mobiliários não domiciliado no Brasil podem ser consultados no art. 7º da Resolução CVM n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷⁵ Resolução CVM n. 19/2021, art. 5º: “O pedido de autorização ou de reconhecimento, conforme o caso, para o exercício da atividade de consultor de valores mobiliários deve ser encaminhado à SIN por meio eletrônico e ser instruído com os documentos identificados no: I – Anexo B, se pessoa natural; ou II – Anexo C, se pessoa jurídica” (BRASIL, CVM, 2021h).

CVM, com concessão automática¹⁷⁶ da pretensão em caso de o Sistema de Registro de Consultores de Valores Mobiliários¹⁷⁷ acusar o envio de toda a documentação¹⁷⁸.

Quanto à autorregulação, ressalte-se que não existe hoje uma entidade que supervisione, fiscalize ou edite normas complementares à atividade, o que fica a cargo exclusivo da CVM.

A respeito do exame para a comprovação da qualificação técnica no processo de obtenção da autorização, como não existe entidade autorreguladora própria, a CVM é permissiva, admitindo¹⁷⁹, por exemplo, a certificação de especialista em investimentos (CEA), organizada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e o *Certified Financial Planner* (CFP), organizado pela Associação Brasileira de Planejadores Financeiros (PLANEJAR).

De forma excepcional, a SIN poderá dispensar a aprovação em certificação e graduação em curso superior, desde que o requerente possua experiência profissional comprovada de, no mínimo, sete anos em atividades diretamente relacionadas à consultoria de valores mobiliários, gestão de recursos de terceiros ou análise de valores mobiliários ou notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários¹⁸⁰.

Demonstrados os principais contornos da atividade de consultoria de valores mobiliários e de sua regulação, apresentam-se, a seguir, aspectos dos assessores de investimentos.

¹⁷⁶ Resolução CVM n. 19/2021, art. 6º: “A autorização para o exercício da atividade de consultor de valores mobiliários é automaticamente concedida em decorrência do envio de documentos e informações de que trata o art. 5º. Parágrafo único. Enquanto não estiver disponível sistema eletrônico de concessão de autorização automática e de recepção de documentos, a autorização automática a que se refere o *caput* produzirá efeitos decorridos 5 (cinco) dias úteis do protocolo do pedido na CVM” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁷⁷ Cf. Ofício-Circular CVM SMI n. 7/2022 (BRASIL, CVM, 2022h).

¹⁷⁸ Cf. Ofício-Circular CVM SMI n. 4/2021 (BRASIL, CVM, 2021t).

¹⁷⁹ Resolução CVM n. 19/2021, Anexo à Resolução CVM n. 19, de 25 de fevereiro de 2021: “Exames de certificação reconhecidos para fins de aplicação do inciso II do art. 3º. Art. 1º São considerados exames reconhecidos pela CVM para fins do disposto no inciso II do art. 3º: I – módulo CGA do programa de Certificação de Gestores da ANBIMA organizado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; II – certificação de especialista em investimentos ANBIMA – CEA organizado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; III – certificação nacional do profissional de investimento da APIMEC – CNPI, organizado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais; IV – level III do programa de certificação chartered financial analyst – CFA organizado pelo CFA Institute; V – exam 1 e exam 2 do final level do programa de certificação internacional para profissionais de investimentos organizado por quaisquer dos membros da ACIIA – Association of Certified International Investment Analysts; e VI – certified financial planner – CFP organizado pela Planejar – Associação Brasileira de Planejadores Financeiros” (BRASIL, CVM, 2021h).

¹⁸⁰ O procedimento para essa dispensa está disposto de forma detalhada nos parágrafos do art. 3º da Resolução CVM n. 19/2021 (BRASIL, CVM, 2021h).

3.3.3 Assessor de investimentos

A Lei n. 6.385 de 1976 cita a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários¹⁸¹ como umas das atividades a ser disciplinada e fiscalizada, com menção expressa de que as sociedades e os assessores de investimentos, que exercem atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão, integram¹⁸² o sistema de distribuição de valores mobiliários, ao qual dedicou um capítulo separado (Capítulo III – Do Sistema de Distribuição, arts. 15-18).

O legislador também dispôs que a distribuição de emissão no mercado, bem como a mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários, é atividade que depende de prévia autorização¹⁸³ da CVM, com ressalva de que somente os assessores de investimentos e as sociedades com registro na autarquia podem exercer a atividade de mediação ou de corretagem de valores mobiliários fora da bolsa.

Ainda no capítulo que trata do Sistema de Distribuição, o legislador atribuiu à CVM uma série¹⁸⁴ de competências para o exercício da função regulatória normativa – por exemplo, a de editar de normas¹⁸⁵ gerais sobre:

¹⁸¹ Lei n. 6.385/1976, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: [...] II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

¹⁸² Lei n. 6.385/1976, art. 15: “O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II – as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III – as sociedades e os assessores de investimentos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV – as bolsas de valores; V – entidades de mercado de balcão organizado; VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários definir: I – os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado; II – a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços” (BRASIL, 1976a).

¹⁸³ Lei n. 6.385/1976, art. 16: “Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I – distribuição de emissão no mercado; II – compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II); III – mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e IV – compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. Parágrafo único. Somente os assessores de investimentos e as sociedades com registro na Comissão poderão exercer a atividade de mediação ou de corretagem de valores mobiliários fora da bolsa” (BRASIL, 1976a).

¹⁸⁴ Cf. Lei n. 6.385/1976, art. 18 (BRASIL, 1976a).

¹⁸⁵ Lei n. 6.385/1976, art. 18: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – editar normas gerais sobre: a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos; b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários; [...] (BRASIL, 1976a).

- a) a condição para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades que integram o Sistema de Distribuição (e seus respectivos procedimentos administrativos) e os
- b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários¹⁸⁶.

No que diz respeito à regulação apartada do assessor de investimentos, para além do que trouxe e permitiu a Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), estima-se que a atividade é regulada desde a década de 1960 com a edição da Resolução BCB/CMN n. 76/1967(BCB, CMN,1967b) a qual introduziu o termo “agente autônomo”¹⁸⁷ pela primeira vez¹⁸⁸ no ordenamento jurídico¹⁸⁹, com exigência de registro do profissional por meio de comunicado da instituição a que se vinculasse ao Banco Central.

Posteriormente, sobreveio: a Resolução CMN n. 238/1972 (BCB, CMN, 1972), introduzindo o termo agente autônomo de investimento¹⁹⁰; a Resolução CMN n. 2.838/2001 (BCB, CMN, 2001), dispondo sobre os requisitos para a atividade e atribuindo a competência à CVM para editar normas sobre o participante¹⁹¹, com fundamento nas disposições da Lei n.

¹⁸⁶ Apesar de este item estar inserido no capítulo que trata do sistema de distribuição de valores mobiliários, admite-se que sua interpretação deve ser extensiva, com aplicabilidade à regulação dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários e administradores de carteira de valores mobiliários, conforme será abordado no capítulo 4 deste trabalho.

¹⁸⁷ Resolução CMN n. 76/1967, I: “O exercício das atividades definidas no art. 16, § 2º, da Lei n. 4.728, de 14.7.65, é privativo de Sociedades Distribuidoras, registradas neste Banco, e de seus agentes intermediários, bem como de outras Instituições Financeiras expressamente autorizadas a praticá-las, observadas as disposições desta Resolução. [...] VI – Serão consideradas agentes autônomos e deverão registrar-se previamente em instituição financeira autorizada à prática das operações previstas nesta Resolução, as pessoas físicas que se dedicarem, sem vínculo empregatício, à atividade de venda ou colocação de títulos por conta de Sociedade Distribuidora, observadas as seguintes condições: a) a instituição financeira que registrar agente autônomo ficará responsável pela remessa ao Banco Central de informações cadastrais, em formulários por este aprovados, e comunicará mensalmente qualquer alteração no referido quadro, esclarecendo, obrigatoriamente, os motivos dos eventuais afastamentos; b) é vedada aos agentes autônomos a prática, em seus próprios nomes, dos atos descritos no item I, devendo suas atividades restringir-se às de agentes vendedores ou colocadores por conta das sociedades e firmas cuja atividade esteja prevista na presente Resolução [...]” (BCB/CMN, 1967b).

¹⁸⁸ Admite-se que a figura do assessor de investimentos surgiu para dar capilaridade às instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, as quais passaram a alcançar cada vez mais pessoas com este participante atuando como representante (HAENSEL, 2014, p. 139-166).

¹⁸⁹ Como o registro ficou a cargo das instituições financeiras, e não do regulador, o Banco Central editou uma circular para instruí-las sobre o modo como deveria ser a comunicação do registro de agente autônomo ao Banco Central, a Circular BCB/CMN n. 102/1967. No documento, deveria constar duas vias do formulário cadastral do participante, com seus dados e assinatura das partes (BCB/CMN, 1967a).

¹⁹⁰ Cf. Resolução CMN n. 238/1972, I, II, III, IV (BCB/CMN, 1972).

¹⁹¹ Resolução CMN n. 2.838/2001, art. 1º: “Agente autônomo de investimento é a pessoa natural ou jurídica que tenha como atividade a distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 15 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Art. 2º Para o exercício da sua atividade, o agente autônomo de investimento deve: I – ser julgado apto em exame de

6.385/1976¹⁹²; a Instrução CVM n. 35/2021 (BRASIL, CVM, 2021m); a Instrução CVM n. 355/2001 (BRASIL, CVM, 2001a); a Instrução CVM n. 434/2006 (BRASIL, CVM, 2006); a Instrução n. 497/2011 (BRASIL, CVM, 2011b) e a atual norma do assessor de investimentos, a Resolução CVM n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g).

Antes de prosseguir com a definição de assessor de investimentos pelas normas da CVM, vale esclarecer que sua regulação está passando por mudanças relevantes¹⁹³ que impactarão o modo como esse participante exerce suas atividades no mercado de valores mobiliários, o que é fruto da Resolução CVM n. 178/2023, que entrará em vigor em junho de 2023 (BRASIL, CVM, 2023b). Identificada como novo marco regulatório (CVM..., 2023) dos assessores de investimento, com revogação da Resolução CVM n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g), a nova normativa aumentou o escopo de suas atividades e consolidou o uso da expressão “assessor de investimentos” em detrimento do “agente autônomo de investimentos”, haja vista que seu uso foi introduzido na Lei n. 6.385/1976 apenas com a edição e alterações trazidas pela Lei n. 14.317/2022¹⁹⁴.

Dessa forma, mencionam-se, neste trabalho, ambas as resoluções, com foco maior na compreensão geral das atividades exercidas, e não nos novos modelos de negócios permitidos pela Resolução CVM n. 178/2023 (BRASIL, CVM, 2023b), como as diversas estruturas societárias¹⁹⁵ admitidas pela norma.

certificação organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, observado que o exercício das atividades de distribuição e mediação nos mercados de derivativos depende, ainda, de aprovação em exame específico que avalie o respectivo conhecimento sobre o funcionamento e os riscos inerentes a esses mercados; II – obter a autorização da Comissão de Valores Mobiliários; III – manter contrato para distribuição e mediação com uma ou mais das instituições referidas no art. 1º; IV – realizar a sua atividade de distribuição e mediação exclusivamente como preposto das instituições referidas no art. 1º; V – abster-se de receber ou entregar aos investidores, por qualquer razão, numerário, títulos, valores mobiliários ou quaisquer outros valores, que somente devem ser movimentados por meio de instituições financeiras e do sistema de distribuição de valores mobiliários. Art. 3º Os agentes autônomos de investimento, credenciados nos termos da Resolução n. 238, de 24 de novembro de 1972, e regulamentação posterior, permanecem autorizados a desempenhar a atividade, ficando dispensados do cumprimento da formalidade prevista no art. 2º, inciso I, observada a necessidade de obtenção da autorização de que trata o inciso II do mesmo artigo no prazo máximo de um ano, contado da data da entrada em vigor desta Resolução. Art. 5º Fica a Comissão de Valores Mobiliários autorizada a adotar as medidas e a baixar as normas complementares que se fizerem necessárias à execução do disposto nesta Resolução” (BCB/CMN, 2001).

¹⁹² Cf. Lei n. 6.385/1976, arts. 3º, I e IV, 4º, 16, I e III e 18, I (BRASIL, 1976a).

¹⁹³ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 5/2021 (BRASIL, CVM, 2021u).

¹⁹⁴ Lei n. 14.137/2022: “Altera a Lei n. 7.940, de 20 de dezembro de 1989, para modificar a forma de cálculo da Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976; e revoga dispositivos das Leis n. 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 9.457, de 5 de maio de 1997, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 11.908, de 3 de março de 2009, e 12.249, de 11 de junho de 2010” (BRASIL, 2022j).

¹⁹⁵ A Resolução CVM n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g) permite que as sociedades se organizem somente sob a forma de sociedade simples, enquanto a Resolução CVM n. 178/2023 (BRASIL, CVM, 2023b) não impõe mais essa limitação.

Conforme prevê a Resolução CVM n. 16/2021, agente autônomo de investimentos¹⁹⁶ é a pessoa natural que realiza, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de¹⁹⁷:

- a) prospecção e captação de clientes;
- b) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis e
- c) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado, o que inclui as atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes.

Nesta última parte, a Resolução CVM n. 178/2023 inovou ao prever uma atividade adicional¹⁹⁸ no escopo da prestação de informações sobre os produtos oferecidos e os serviços prestados pelos assessores: a recomendações de investimentos¹⁹⁹. Por meio da mudança, o participante poderá exercer suas atividades com maior amplitude e direcionamento do cliente investidor, mas sem a independência exclusiva característica dos consultores de valores

¹⁹⁶ A Resolução CVM n. 16/2021 ainda menciona a expressão “agente autônomo de investimento”, e não sofreu mudanças após a edição da Lei n. 14.137/2022 (BRASIL, CVM, 2022g).

¹⁹⁷ Resolução CVM n. 16/2021, art. 1º: “Esta Resolução regulamenta a atividade de agente autônomo de investimento. § 1º Agente autônomo de investimento é a pessoa natural registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de: I – prospecção e captação de clientes; II – recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado. § 2º A prestação de informações a que se refere o inciso III inclui as atividades de suporte e orientação inerentes à relação comercial com os clientes, observado o disposto no art. 15” (BRASIL, CVM, 2021g).

¹⁹⁸ Estudos apontam que os assessores de investimento já atuavam com recomendação de investimentos (ROCHA, 2022, p. 49), sendo essa mudança, portanto, uma adaptação da regulação ao próprio mercado.

¹⁹⁹ Resolução CVM n. 178/2023, art. 3º: “A atividade do assessor de investimento abrange: I – prospecção e captação de clientes; II – recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III – prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue. § 1º Na prospecção e captação de clientes, o assessor de investimento deve identificar todos os intermediários em nome dos quais atue. § 2º A prática dos atos de que tratam os incisos II e III do *caput* deve ser acompanhada da especificação do intermediário em nome do qual o assessor de investimento está atuando. § 3º A prestação de informações a que se refere o inciso III do *caput* inclui as atividades de suporte, orientação e recomendações de investimento inerentes à relação comercial com os clientes, devendo o assessor de investimento assegurar-se de que as recomendações que efetue sejam compatíveis com as políticas, regras e procedimentos específicos dos intermediários referentes ao dever de verificação da adequação do investimento ao perfil do cliente” (BRASIL, CVM, 2023b).

mobiliários, eis que o assessor de investimentos é preposto²⁰⁰⁻²⁰¹ dos²⁰² intermediários²⁰³ que negociam²⁰⁴ valores mobiliários em nome²⁰⁵ dos clientes²⁰⁶, como as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

²⁰⁰ Lei n. 10.406/2002 (Código Civil), art. 932: “São também responsáveis pela reparação civil: [...] III – o empregador ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele; [...] Art. 933. As pessoas indicadas nos incisos I a V do artigo antecedente, ainda que não haja culpa de sua parte, responderão pelos atos praticados pelos terceiros ali referidos. Art. 934. Aquele que ressarcir o dano causado por outrem pode reaver o que houver pago daquele por quem pagou, salvo se o causador do dano for descendente seu, absoluta ou relativamente incapaz. [...] Art. 1.169. O preposto não pode, sem autorização escrita, fazer-se substituir no desempenho da preposição, sob pena de responder pessoalmente pelos atos do substituto e pelas obrigações por ele contraídas. Art. 1.170. O preposto, salvo autorização expressa, não pode negociar por conta própria ou de terceiro, nem participar, embora indiretamente, de operação do mesmo gênero da que lhe foi cometida, sob pena de responder por perdas e danos e de serem retidos pelo preponente os lucros da operação. Art. 1.171. Considera-se perfeita a entrega de papéis, bens ou valores ao preposto, encarregado pelo preponente, se os recebeu sem protesto, salvo nos casos em que haja prazo para reclamação” (BRASIL, 2002c).

²⁰¹ Resolução CVM n. 16/2021, art. 20: “A instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado” (BRASIL, CVM, 2021g).

²⁰² Os intermediários são os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que contratam os assessores de investimentos, como as sociedades corretoras (ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários) XP Investimentos, Nova Futura, Terra Investimentos, Inter, RB Capital, BTG Pactual e Órama. As atividades dessas instituições são preponderantemente regidas pela Resolução CVM 35/2021 (BRASIL, CVM, 2021m), a qual também passará por mudanças a partir de junho de 2023 por meio da Resolução CVM n. 179/2023 (BRASIL, CVM, 2023c), que alterou a redação da norma de 2021 para trazer ainda mais informações ao investidor.

²⁰³ Embora haja dispositivos legais no Código Civil que tratam da figura do preposto, não existe uma definição exata no ordenamento jurídico brasileiro. Dessa forma, e com base em doutrina específica sobre o regime jurídico do assessor de investimentos, preposto será conceituado como uma condição de uma pessoa, natural ou jurídica, que auxilia o preponente em sua atividade, de forma permanente e com dependência, representando-o na prática de certos atos ou prestando serviços sob o interesse e comando de outrem – o preponente (*apud* ROCHA, 2022, p. 48; (PEAKE, 2009, p. 230). O escopo da responsabilidade do preponente em relação ao seu preposto perante o cliente não será enfrentado neste trabalho por estar fora dos objetivos pretendidos.

²⁰⁴ Essa estrutura se faz necessária porque o investidor não realiza o negócio jurídico sozinho, como a compra de ações na bolsa de valores. Para que isso ocorra, é preciso que o investidor contrate os serviços de uma instituição, como a corretora, que tenha permissão para acessar os ambientes de negociação, como a bolsa de valores, e fazer a intermediação de operações com valores mobiliários, atividade privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários (B3, 2023). Por meio delas, o investidor consegue enviar uma ordem aos seus sistemas, a qual será registrada e enviada à bolsa de valores (por meio desse acesso que têm a esse ambiente de negociação), com execução da operação comandada em nome do investidor. Vale ressaltar, ainda, que a depender do modo como essas instituições se organizam, elas podem desenvolver outras atividades, com fiscalização a cargo do BCB e CVM (ROCHA, 2022, p. 25-34).

²⁰⁵ Resolução CVM n. 35/2021, art. 1º: “Esta Resolução dispõe sobre a intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Parágrafo único. Esta Resolução não se aplica às corretoras de mercadorias, cujas atividades são regulamentadas em norma específica. [...] Art. 2º Considera-se, para os efeitos desta Resolução: I – comitente ou cliente: a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários; [...] VII – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; [...] X – ordem: ato prévio pelo qual o cliente determina que um intermediário negocie ou registre operação com valor mobiliário, nos termos do art. 12, em seu nome e nas condições que especificar; [...] XII – pessoas vinculadas: [...] b) agentes autônomos que prestem serviços ao intermediário; [...] Art. 3º A intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários é privativa de instituições

São elas que contratam os assessores de investimento para que prestem serviços específicos nessa relação²⁰⁷ de preposição, com extensão das normas²⁰⁸ a esses participantes. Isso significa que, além de o assessor de investimentos estar sujeito às regras previstas na Resolução CVM n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g) e, em breve, Resolução CVM n. 178/2023 (BRASIL, CVM, 2023b), eles se sujeitam, também, às regras oriundas de seus contratantes, como a vedação de privilegiar seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos clientes²⁰⁹ prevista na Resolução CVM n. 35/2021 (BRASIL, CVM, 2021m) e, em breve, Resolução CVM n. 179/2023 (BRASIL, CVM, 2023c).

No que tange à influência que exerce sobre o processo de tomada de decisão do investidor, é inegável sua importância, ainda mais diante do contato próximo²¹⁰ que tem com a conta dos investidores, o que cria a possibilidade de fazer recomendações de investimentos individuais aos investidores. Destaque-se, ainda, no contexto da influência que exerce sobre o processo deliberativo do investidor, a maior probabilidade que o assessor de investimentos tem para não atuar de forma totalmente alinhada aos interesses do investidor, pelo menos se

habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. (BRASIL, CVM, 2021m).

²⁰⁶ Resolução CVM n. 35/2021, art. 12: “O intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação com valores mobiliários para um cliente mediante sua ordem prévia, e nas condições estabelecidas, ressalvadas as exceções previstas em lei ou nas normas editadas pela CVM e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar” (BRASIL, CVM, 2021m).

²⁰⁷ O estudo aprofundado sobre o arranjo do duplo vínculo do assessor de investimentos, que atua tanto como preposto do intermediário (por quem é remunerado) quanto para o investidor (com quem mantém contato pessoal e exerce influência sobre o seu processo decisório) não será tratado nessa dissertação, que admite a existência de ambas as situações (ROCHA, 2022, p. 49-50).

²⁰⁸ Resolução CVM n. 16/2021, art. 15. [...]. Parágrafo único: “O agente autônomo de investimento deve: I – observar o disposto nesta Resolução, nas demais normas aplicáveis e nas regras e procedimentos estabelecidos pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado; e II – zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função. [...]. Art. 20. A instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários responde, perante os clientes e perante quaisquer terceiros, pelos atos praticados por agente autônomo de investimento por ela contratado” (BRASIL, CVM, 2021g).

²⁰⁹ Resolução CVM n. 35/2021, art. 31: “O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. Parágrafo único. É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes. Art. 32. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses. Parágrafo único. As regras, procedimentos e controles internos de que trata o *caput* devem: I – identificar quaisquer conflitos de interesses que possam surgir entre o intermediário, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes; II – permitir que, diante de uma situação de conflito de interesses, o intermediário possa realizar a operação, em nome do cliente, com independência; e III – estabelecer mecanismos para informar ao cliente que o intermediário e as pessoas a ele vinculadas estão agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação” (BRASIL, CVM, 2021m).

²¹⁰ Conforme disposto no Ofício-Circular CVM SMI n. 4/2018, em razão do contato próximo que tem ao investidor e da responsabilidade enorme na prestação de esclarecimentos sobre as características dos produtos das corretoras, inclusive no que se refere aos riscos envolvidos, o assessor de investimentos exerce uma função importante no mercado de valores mobiliários. Além disso, como os números apontam um crescimento significativo desses profissionais, a CVM entende que é de extrema relevância que eles observem as regras das instituições aos quais são vinculadas, e de forma integral (BRASIL, CVM, 2018b).

comparado com os demais participantes do mercado de valores mobiliários analisados, dado que seu modelo de remuneração não é feito pelo investidor de forma direta. Como ele é contratado pela instituição intermediária²¹¹, esse profissional recebe diretamente por ela (e não pelo investidor) mediante comissionamento²¹². Com isso, existe forte limitação na independência do assessor de investimentos, razão pela qual admite-se²¹³ que o grau do conflito de interesses existente nas atividades do participante é a mais alta de todos os outros analisados, podendo ele ter dificuldades de fazer uma avaliação neutra das necessidades do investidor em razão dessa peculiaridade.

No que se refere à imposição de regras de conduta ao participante, a CVM estabelece:

- a) regras de conduta, como dever de agir com probidade, boa-fé e ética profissional, empregando no exercício da atividade o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição, em relação aos clientes e à instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado²¹⁴, dever de zelar pelo sigilo de informações confidenciais a que tenha acesso no exercício da função, dentre outros;
- b) vedações, como a proibição de receber de clientes ou em nome de clientes, ou a eles entregar, por qualquer razão, inclusive a título de remuneração pela prestação de quaisquer serviços, numerário, títulos ou valores mobiliários ou outros ativos²¹⁵, de ser procurador ou representante de clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários²¹⁶, de contratar com clientes ou

²¹¹ A nomenclatura altera, podendo ser admitida também a remuneração via rebates, corretagem, percentuais fixos pelo valor investido pelo cliente, dentre outros. Neste trabalho, usou-se a expressão “comissão ou comissionamento”, apenas.

²¹² Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. Análise de impacto regulatório: requisito de exclusividade nas atividades de agentes autônomos de investimento: “Estes profissionais atuam sempre na condição de prepostos desses intermediários e são usualmente remunerados num regime de comissionamento (de modo que sua compensação está diretamente ligada ao volume financeiro captado). [...] Conforme definido em contrato assinado entre AAI e Intermediário, em geral, a cada real de receita de corretagem auferida pelo intermediário que tenha origem em ordem repassada por um AAI vinculado, uma fração é repassada ao AAI como forma de remuneração, usualmente já descontados os impostos” (BRASIL, CVM, 2020a, p. 8).

²¹³ Nesse sentido, o Ofício-Circular CVM SMI n. 4/2018 destaca que, ainda que o assessor de investimentos deva exercer suas atividades com lealdade para com o cliente, ele atua com um nível limitado de independência, o que se dá em razão de ele poder oferecer somente os produtos da corretora, que é quem o remunera. Para melhor esclarecer esse ponto, a CVM fez uma analogia com a situação em que uma pessoa procura um vendedor de veículos de determinado fabricante para adquirir o bem. Obviamente, em que pese o bom atendimento desse vendedor para apresentar o melhor produto ao cliente, não faz sentido que o comprador espere uma recomendação independente, pois um vendedor da Volkswagen, por exemplo, dificilmente irá recomendar a compra de um veículo de outra marca, como a Ford. Assim, diz a CVM, o assessor de investimentos (que muitas vezes é comparado a um vendedor) tem, no cerne de suas atividades, um conflito de interesses que pode impedir que ele faça avaliações neutras sobre as necessidades de seus clientes (BRASIL, CVM, 2018b).

²¹⁴ Cf. Resolução CVM n. 16/2021, art. 15 (BRASIL, CVM, 2021g).

²¹⁵ Resolução CVM n. 16/2021, art. 18, II (BRASIL, CVM, 2021g).

²¹⁶ Resolução CVM n. 16/2021, art. 18, III (BRASIL, CVM, 2021g).

realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários²¹⁷, usar senhas ou assinaturas eletrônicas de uso exclusivo do cliente para transmissão de ordens por meio de sistema eletrônico²¹⁸, dentre outros²¹⁹.

Apesar de a norma não citar, o assessor de investimentos também deve cumprir todas as regras previstas na norma que trata da PLD/FTP²²⁰, bem como o dever de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente²²¹ (*suitability*), o que é repassado pelas instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários contratantes a esses participantes.

A norma prevê a observância de deveres específicos relativos aos materiais utilizados pelos assessores de investimentos no exercício de suas atividades. Devem ser prévia e expressamente aprovados pela instituição que os contratou,²²² haja vista a necessidade de subordinação do profissional às regras que regem sua atuação. Destaque-se que a instituição

²¹⁷ Resolução CVM n. 16/2021, art. 18, IV (BRASIL, CVM, 2021g).

²¹⁸ Resolução CVM n. 16/2021, art. 18, VII (BRASIL, CVM, 2021g).

²¹⁹ O restante das regras de conduta que tratam das vedações aos assessores de investimentos pode ser verificado nos arts. 16, § 1º, 18 da Resolução CVM n. 16/2021 (BRASIL, CVM, 2021g).

²²⁰ Resolução CVM n. 50/2021, art. 3º: “Sujeitam-se às obrigações previstas nesta Resolução, no limite de suas atribuições: I – as pessoas naturais ou jurídicas que prestem no mercado de valores mobiliários, em caráter permanente ou eventual, os serviços relacionados à distribuição, custódia, intermediação, ou administração de carteiras; [...] § 2º As instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários devem submeter os agentes autônomos de investimento e demais prepostos a elas vinculados à sua respectiva política de PLD/FTP, bem como às regras, procedimentos e controles internos estabelecidas nos termos da presente Resolução” (BRASIL, CVM, 2021f).

²²¹ Cf. Resolução CVM n. 30/2021, art. 1º (BRASIL, CVM, 2021h).

²²² Resolução CVM n. 16/2021, art. 16: “Os materiais utilizados pelo agente autônomo de investimento no exercício das atividades previstas nessa Resolução devem: I – estar em consonância com o disposto no art. 15 desta Resolução; II – ser prévia e expressamente aprovados pela instituição integrante do sistema de distribuição pela qual o agente autônomo de investimento tenha sido contratado; III – fazer referência expressa a tal instituição, como contratante, identificando o agente autônomo como contratado, e apresentar os dados de contato da ouvidoria da instituição; e IV – no caso das pessoas jurídicas constituídas nos termos do art. 2º, identificar cada um dos agentes autônomos dela integrantes. § 1º São vedadas: I – a adoção de logotipos ou de sinais distintivos do próprio agente autônomo de investimento ou da pessoa jurídica de que ele seja sócio, desacompanhados da identificação da instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha ele sido contratado, com no mínimo igual destaque; e II – a referência à relação com a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários por meio de expressões que dificultem a compreensão da natureza do vínculo existente, como “parceira”, “associada” ou “afiliada”. § 2º O disposto neste artigo se aplica ainda: I – às apostilas e a qualquer outro material utilizado em cursos e palestras ministrados pelo agente autônomo de investimento ou promovidos pela pessoa jurídica de que ele seja sócio; e II – a páginas na rede mundial de computadores. § 3º O disposto no inciso II do *caput* não se aplica aos agentes autônomos que realizem exclusivamente a distribuição de cotas de fundo de investimento para investidores qualificados, observadas, em qualquer hipótese, as obrigações do administrador do fundo previstas na regulamentação específica emitida pela CVM que dispõe sobre fundos de investimento quanto ao material de divulgação e quanto ao dever de informar alterações ocorridas no fundo, especialmente se decorrentes da alteração de seu regulamento” (BRASIL, CVM, 2021g).

intermediária deve manter todos os registros do profissional pelo prazo mínimo de cinco anos²²³, assim como exigido pelas normas dos demais participantes do mercado.

Quanto à prestação de informações pelo participante, a norma prevê que a atividade deve estar sujeita às mesmas²²⁴ regras estabelecidas para os demais profissionais que atuam na instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual ele tenha sido contratado, a qual está sujeita a uma série de deveres²²⁵ e responsabilidades²²⁶.

Por fim, ressalte-se que a Resolução CVM n. 16/2021 prevê que as instituições integrantes do sistema de distribuição e as entidades credenciadoras devem manter, pelo prazo mínimo de cinco anos²²⁷ – ou por prazo superior por determinação expressa da CVM – todos os documentos e informações exigidas pela norma.

²²³ Resolução CVM n. 35/2021, “art. 48: “Os intermediários devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Resolução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções, sejam eles físicos ou eletrônicos, assim como a íntegra das gravações referidas no art. 14, as trilhas de auditoria referidas no art. 7º e no inciso II do parágrafo único do art. 13, e os registros das origens das ordens referidos no inciso I do § 1º do art. 16. § 1º As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a lei que dispõe sobre a elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com o decreto que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos. § 2º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade” (BRASIL, CVM, 2021m).

²²⁴ Cf. Resolução CVM n. 16/2021, art. 17 (BRASIL, CVM, 2021g)

²²⁵ Resolução CVM n. 16/2021, “Art. 22. A instituição integrante do sistema de distribuição deve: I – estender aos agentes autônomos de investimento por ela contratados, diretamente ou por meio de pessoa jurídica, na forma do art. 2º, a aplicação das regras, procedimentos e controles internos por ela adotados; II – fiscalizar as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuarem em seu nome de modo a garantir o cumprimento do disposto nesta Resolução e nas regras e procedimentos estabelecidos nos termos do inciso I; III – comunicar à CVM e às entidades autorreguladoras competentes tão logo tenha conhecimento, condutas dos agentes autônomos de investimento por ela contratados que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM; IV – comunicar às entidades autorreguladoras competentes tão logo tenha conhecimento, condutas dos agentes autônomos de investimento por ela contratados que possam configurar indício de infração a normas ou regulamentos por elas emitidos; V – divulgar o conjunto de regras decorrentes do inciso I, bem como suas atualizações, em sua página na rede mundial de computadores; e VI – nomear um diretor responsável pela implementação e cumprimento dos incisos I a V, bem como identificá-lo e fornecer seus dados de contato em sua página na rede mundial de computadores. § 1º Incluem-se nos mecanismos de fiscalização referidos no inciso II, no mínimo: I – o acompanhamento das operações dos clientes, inclusive com a realização de contatos periódicos; II – o acompanhamento das operações de titularidade dos próprios agentes autônomos de investimento, aos quais devem se aplicar as mesmas regras e procedimentos aplicáveis às pessoas vinculadas, na forma da regulamentação em vigor; e III – a verificação de dados de sistemas que permitam identificar a proveniência de ordens emitidas por meio eletrônico, indícios de utilização irregular de formas de acesso e administração irregular das carteiras dos clientes. § 2º Sem prejuízo do disposto no § 1º, quando do cadastramento de clientes apresentados por agentes autônomos de investimento, a instituição integrante deve comunicar aos clientes o regime de atuação dos agentes autônomos de investimento, seus limites e vedações. § 3º A comunicação a que se refere o § 2º deve ser efetuada por meio de documento próprio, devendo a instituição tomar todas as medidas necessárias para certificar-se da sua recepção pelo cliente e da compreensão de seu conteúdo. § 4º As regras, procedimentos e controles decorrentes do inciso I do *caput* devem prever as formas de identificação e de administração das situações de conflito de interesses” (BRASIL, CVM, 2021g).

²²⁶ Outros deveres dessas instituições estão dispostos no art. 19, 20, 21, 22 e 23 da Resolução CVM n. 16/2021.

²²⁷ Resolução CVM n. 16/2021, art. 27: “As instituições integrantes do sistema de distribuição e as entidades credenciadoras devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação

3.3.3.1 Ato público de liberação

A atividade de assessor de investimentos é privativa de pessoa com registro perante a CVM, o que se dá de forma automática após o credenciamento na entidade credenciadora autorizada pela CVM²²⁸.

Atualmente, a entidade credenciadora dos assessores de investimento é a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD)²²⁹, que obteve²³⁰ autorização²³¹ pela CVM para exercer a atividade de credenciadora²³² desses participantes em 2012. Já a fiscalização e supervisão (CVM..., 2019) é exercida atualmente pela BSM Supervisão de Mercados (BSM), associação civil mantida

expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidas por esta Resolução. § 1º As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a legislação federal sobre a elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com a regulamentação federal que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos. § 2º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade” (BRASIL, CVM, 2021g).

²²⁸ Resolução CVM n. 16/2021, art. 4º: “O registro para o exercício da atividade de agente autônomo de investimento será concedido automaticamente pela CVM à pessoa natural e à pessoa jurídica credenciadas na forma desta Resolução. Parágrafo único. O registro do agente autônomo de investimento e da pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º é comprovado pela inscrição do seu nome na relação de agentes autônomos de investimento constante da página da CVM na rede mundial de computadores. Art. 5º É obrigatório o credenciamento: I – dos agentes autônomos de investimento; e II – das pessoas jurídicas constituídas na forma do art. 2º. Art. 6º O credenciamento de agentes autônomos de investimento e das pessoas jurídicas por eles constituídas na forma do art. 2º é feito por entidades credenciadoras autorizadas pela CVM, na forma dos arts. 7º e 8º desta Resolução” (BRASIL, CVM, 2021g).

²²⁹ Mais detalhes sobre a ANCORD podem ser consultados em seu Estatuto Social (ANCORD, 2021).

²³⁰ Ofício-Circular CVM SMI n. 4/2012: “Entidade Credenciadora de Agentes Autônomos de Investimento. O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, em reunião realizada em 28 de agosto de 2012, aprovou a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD – como entidade credenciadora de agentes autônomos de investimento com base no artigo 6º da Instrução CVM n. 497, de 3 de junho de 2011. [...] A adesão ao Código de Conduta Profissional dos Agentes Autônomos de Investimento e ao Código de Autorregulação adotados pela ANCORD também deve ser formalizada pelas instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que contratem os serviços de agentes autônomos de investimento. Em razão da autorização concedida à ANCORD, além de se tornar entidade credenciadora, ela passa também a ser uma entidade encarregada da fiscalização e supervisão dos Agentes Autônomos de Investimentos e de seus Contratantes, no que tange ao cumprimento das regras estabelecidas nos Códigos mencionados no parágrafo anterior, o que lhe confere poderes, inclusive, para punir eventuais infrações a estas regras” (BRASIL, CVM, 2012).

²³¹ Resolução CVM n. 16/2021, art. 24: “A CVM pode autorizar o credenciamento de agentes autônomos de investimento por entidades credenciadoras que comprovem ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na presente Resolução” (BRASIL, CVM, 2021g).

²³² A redação original da Instrução CVM n. 497/2011 (BRASIL, 2011b), que tratava das atividades dos agentes autônomos de investimento, previa que as entidades credenciadoras também exerciam atividades de fiscalização sobre esses profissionais. Todavia, com o advento da Instrução CVM n. 610/2019, que alterou a redação da norma de 2011, esse dispositivo foi revogado e a ANCORD passou a não mais exercer essa função, que ficou a cargo exclusivamente da BSM. Essa mudança teve por objetivo eliminar a sobreposição do modelo anterior, em que havia uma dupla fiscalização e supervisão e fiscalização sobre dos assessores de investimento, conforme pode ser verificado no site da CVM e também no Relatório de análise do Edital de Audiência Pública SDM n. 6/2017 (BRASIL, CVM, 2017a).

pela entidade administradora de mercado organizado autorizada pela CVM, a B3, disciplinada pela Resolução CVM n. 135/21²³³.

Para a concessão do credenciamento pela entidade credenciadora ao assessor de investimentos, a CVM dispõe que o participante deve atender aos seguintes requisitos mínimos²³⁴:

- a) ter concluído o ensino médio no País ou equivalente no exterior;
- b) ter sido aprovado em exames de qualificação técnica e ética definidos pela CVM²³⁵;
- c) não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo BCB, pela SUSEP ou pela PREVIC;
- d) não haver sido condenado por crime falimentar, de prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o SFN, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e
- e) não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial.

Caso se trate de pessoa jurídica, a norma também exige o preenchimento de diversos requisitos²³⁶, como o de ser constituída como sociedades simples, com objeto social exclusivo.

²³³ A BSM Supervisão de Mercados (BSM) é uma associação civil constituída para realizar, de forma independente e com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades relativas ao departamento de autorregulação dos mercados administrados pela B3 e a própria atuação da B3. Suas atividades incluem também o monitoramento, supervisão e fiscalização desses mercados e de seus participantes, atuando em coordenação com a CVM e o BCB para que haja o cumprimento das normas de mercado, conforme disciplinado pela Resolução CVM n. 135/2021 e explicado em documento “Guia por dentro da B3” (B3, 2023, p. 73, 90).

²³⁴ Resolução CVM n. 16/2021, art. 7º: “O credenciamento deve ser concedido pela entidade credenciadora ao agente autônomo de investimento que atenda os seguintes requisitos mínimos: [...]” (BRASIL, CVM, 2021g).

²³⁵ Resolução CVM n. 16/2021, art. 7º. [...] Parágrafo único: “Cabe à CVM aprovar previamente o programa dos exames a serem utilizados para certificação, assim como sua periodicidade, e quaisquer outros critérios ou procedimentos para o credenciamento de agentes autônomos de investimento” (BRASIL, CVM, 2021g).

²³⁶ Resolução CVM n. 16/2021, art. 8º: “A entidade credenciadora deve conceder o credenciamento às pessoas jurídicas constituídas nos termos do art. 2º que: I – tenham sede no país; II – sejam constituídas como sociedades simples, adotando qualquer das formas permitidas para tal, na forma da legislação em vigor; e III – tenham, como objeto social exclusivo, o exercício da atividade de agente autônomo de investimento, sendo vedada a participação em outras sociedades. § 1º Da denominação da pessoa jurídica de que trata o *caput*, assim como dos nomes de fantasia eventualmente utilizados, deve constar a expressão ‘Agente Autônomo de Investimento’, sendo vedada a utilização de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro quanto ao objeto da sociedade. § 2º A pessoa jurídica deve ter como sócios unicamente pessoas naturais que sejam agentes autônomos de investimento, aos quais será atribuído, com exclusividade, o exercício das atividades referidas nos incisos I a III do § 1º do art. 1º. § 3º Sem prejuízo das responsabilidades decorrentes de sua conduta individual, todos os sócios são responsáveis, perante a CVM, perante a entidade credenciadora e perante as

Nesse sentido, a Resolução CVM 178/2023 trouxe alterações relevantes, pois retirou essas duas limitações, possibilitando que as pessoas jurídicas venham a se organizar sob outras formas, como a sociedade empresária, e, ainda, exerçam várias outras atividades, desde que observadas a legislação e regulação aplicáveis e que não sejam conflitantes com as atividades dos assessores de investimento, como a administração de carteira de valores mobiliários, a consultoria de valores mobiliários e a análise de valores mobiliários²³⁷.

Preenchidos os requisitos e solicitado o credenciamento perante à ANCORD, a associação repassa os dados à CVM, com divulgação dos assessores de investimentos

entidades autorreguladoras competentes pelas atividades da sociedade. § 4º Um mesmo agente autônomo de investimento não pode ser sócio de mais de uma pessoa jurídica constituída na forma do *caput*” (BRASIL, CVM, 2021g).

²³⁷ Resolução CVM n. 178/2023, art. 6º: “O assessor de investimento pessoa jurídica deve: I – manter o contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º com um ou mais intermediários; e II – ter em seu objeto social a prestação dos serviços relacionados no art. 3º e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ. Parágrafo único. As obrigações e responsabilidades estabelecidas nesta Resolução aplicam-se ao assessor de investimento pessoa jurídica, ficando mantidas as obrigações e responsabilidades dos assessores de investimento pessoa natural que por ela atuem na condição de sócios, empregados ou contratados. Art. 7º É permitido ao assessor de investimento o exercício de atividades complementares relacionadas aos mercados financeiro, de capitais, securitário e de previdência e capitalização, desde que observadas a legislação e regulamentação aplicáveis e que não sejam conflitantes com as atividades previstas no art. 3º. § 1º São exemplos de atividades conflitantes de que trata o *caput*: I – a administração de carteira de valores mobiliários; II – a consultoria de valores mobiliários; e III – a análise de valores mobiliários. § 2º Para exercer as atividades de administração de carteira, de consultoria ou de análise de valores mobiliários, o assessor de investimento que seja registrado pela CVM para o exercício daquelas atividades na forma da regulamentação em vigor deve previamente requerer o cancelamento de seu credenciamento como assessor de investimento junto à entidade credenciadora. § 3º Sem prejuízo da responsabilidade do próprio assessor de investimento, cabe ao intermediário verificar possíveis conflitos relacionados às atividades desempenhadas pelo assessor de investimento, conforme mencionado no § 1º” (BRASIL, CVM, 2023b).

credenciados na rede mundial de computadores²³⁸, com comprovação do registro²³⁹ do profissional pela CVM por meio dessa divulgação.

Posteriormente, para que possa exercer suas atividades, exige-se que o assessor de investimentos tenha contrato escrito com²⁴⁰ instituição intermediária, relação de exclusividade²⁴¹ que também foi alterada pela Resolução CVM n. 178/2023, que permitiu o

²³⁸ Resolução CVM n. 16/2021, art. 25: “As entidades credenciadoras devem: I – elaborar regulamento contendo os procedimentos a serem observados no pedido de concessão, suspensão ou de cancelamento de credenciamento de agentes autônomos de investimento; II – instituir programa de educação continuada, com o objetivo de que os agentes autônomos de investimento por elas credenciados atualizem e aperfeiçoem periodicamente sua capacidade técnica; III – manter em arquivo, nos termos do art. 27, todos os documentos e registros, inclusive eletrônicos, que comprovem o atendimento das exigências contidas nesta Resolução; IV – manter atualizado o cadastro de todos os agentes autônomos de investimento por elas credenciados; e V – divulgar em sua página e na página da CVM na rede mundial de computadores: a) lista dos agentes autônomos de investimento por elas credenciados, identificando as pessoas jurídicas constituídas na forma do art. 2º de que eles sejam sócios, se for o caso; b) lista das pessoas jurídicas constituídas na forma do art. 2º, identificando cada um dos agentes autônomos que delas sejam sócios; e c) identificar a instituição integrante do sistema de distribuição com que os agentes autônomos e as pessoas jurídicas mantenham contrato para a prestação de serviços relacionados no § 1º do art. 1º. Parágrafo único. Cabe à CVM aprovar previamente: I – o regulamento mencionado no inciso I do *caput*; e II – o programa de educação continuada. Art. 26. As entidades credenciadoras, por meio de seu diretor responsável, devem enviar à CVM: I – no prazo de 5 (cinco) dias úteis, os dados cadastrais dos agentes autônomos de investimento e das pessoas jurídicas constituídas na forma do art. 2º que: a) obtiverem o seu credenciamento; b) tiverem seu credenciamento suspenso ou cancelado a pedido, na forma dos arts. 10 ou 12; e c) tiverem seu credenciamento cancelado nas hipóteses dos incisos II e III do art. 11, sem a interposição de pedido de reconsideração por parte do agente autônomo de investimento; II – imediatamente após o conhecimento, informação sobre indícios de ocorrência de infração grave às normas desta Resolução, na forma do art. 28; III – até o dia 31 de janeiro de cada ano, relatório de prestação de contas das atividades realizadas pela entidade credenciadora para o cumprimento das obrigações estabelecidas na presente Resolução, indicando os principais responsáveis por cada uma delas; e IV – sempre que solicitado, quaisquer documentos e informações relacionados às suas atividades” (BRASIL, CVM, 2021g).

²³⁹ Resolução CVM n. 16/2021, art. 4º: “[...]. Parágrafo único. O registro do agente autônomo de investimento e da pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º é comprovado pela inscrição do seu nome na relação de agentes autônomos de investimento constante da página da CVM na rede mundial de computadores” (BRASIL, CVM, 2021g).

²⁴⁰ Resolução CVM n. 16/2021, art. 3º: “A atividade de agente autônomo de investimento somente pode ser exercida pela pessoa natural registrada na forma desta Resolução que: I – mantenha contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços relacionados no § 1º do art. 1º; ou II – seja sócio de pessoa jurídica, constituída na forma do art. 2º, que mantenha contrato escrito com instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para a prestação dos serviços relacionados no § 1º do art. 1º” (BRASIL, CVM, 2021g).

²⁴¹ O fim da exclusividade do assessor de investimentos é tema debatido pela CVM e mercado há tempos, conforme previu a Análise de Impacto Regulatório (AIR) divulgado pela CVM em 2021 (BRASIL, CVM, 2020a).

vínculo com mais²⁴² de uma corretora, desde que observado o restante das regras²⁴³ relativas ao “assessor de investimento não exclusivo”²⁴⁴.

No que diz respeito à comprovação dos exames de qualificação técnica e ética no processo de registro do participante, exige-se o “Exame de certificação de AAI”, elaborado pela ANCORD (2022b), uma prova²⁴⁵ de conhecimentos específicos em matérias relevantes ao desempenho da atividade. Além disso, exige-se que o assessor de investimentos participe do programa de educação continuada, cujo objetivo é manter o nível técnico desses profissionais em patamares adequados (ANCORD, 2022c).

Apresentados os principais pontos que caracterizam a atividade do assessor de investimentos e sua regulação, passa-se ao mesmo exame em relação ao administrador de carteira de valores mobiliários.

3.3.4 Administrador de carteira de valores mobiliários

A Lei n. 6.385/1976 cita a administração de carteiras de valores mobiliários²⁴⁶ como uma das atividades que ela disciplina e fiscaliza, com menção expressa de que o seu exercício profissional depende de autorização prévia²⁴⁷ da CVM. A lei estabelece, ainda, que a

²⁴² Resolução CVM n. 178/2023, art. 4º: “O exercício da atividade de assessor de investimento pressupõe a manutenção de contrato, por escrito, com um ou mais intermediários para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º. Parágrafo único. Observado o disposto no *caput*, o assessor de investimento pode permanecer credenciado, na forma dos arts. 15 e 16, nos períodos em que não mantenha contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º. Art. 5º O assessor de investimento pessoa natural deve: I – manter o contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º diretamente com um ou mais intermediários; ou II – ser sócio, empregado ou contratado de assessor de investimento pessoa jurídica que mantenha contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 3º com um ou mais intermediários (BRASIL, CVM, 2023b).

²⁴³ A Resolução CVM n. 178/2023 (BRASIL, CVM, 2023b) inovou ao dispor sobre três tipos de pessoas na esfera da atividade do participante: o assessor de investimentos, o assessor de investimento não exclusivo e o diretor responsável.

²⁴⁴ Resolução CVM n. 178/2023, art. 2º: “Considera-se, para efeitos dessa Resolução: I – assessor de investimento: pessoa natural ou jurídica registrada na forma desta Resolução para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de intermediário integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades previstas no art. 3º; II – assessor de investimento não exclusivo: assessor de investimento que atue como preposto de mais de um intermediário; e III – diretor responsável: diretor ou pessoa natural sócio ou administrador do assessor de investimento pessoa jurídica, registrado nos termos do art. 11, e com as atribuições e responsabilidades previstas no art. 26. Parágrafo único. Os termos “clientes”, “intermediário” e “ordens” são utilizados nesta Resolução com o sentido que lhes é atribuído na regulamentação sobre intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários” (BRASIL, CVM, 2023b).

²⁴⁵ Mais detalhes sobre esses procedimentos podem ser verificados no regulamento do exame de certificação para os assessores de investimento e do programa de educação continuada (ANCORD, 2022a) (ANCORD, 2022b) (ANCORD, 2022c).

²⁴⁶ Lei n. 6.385/1976, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: [...] VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a).

²⁴⁷ Lei n. 6.385/1976, art. 23: “O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º – O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre

necessidade de autorização é aplicável quando a atividade envolver a gestão profissional de recursos ou de valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente. Nesse caso, atribui-se competência à CVM para estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras, inclusive no que se refere à sua remuneração, nos termos do art. 8º, inciso IV²⁴⁸ da Lei n. 6.385/1976.

Estima-se que a origem da regulação dessa atividade tenha se iniciado em 1984, com a edição da Resolução BCB n. 961/1984²⁴⁹ e da Instrução CVM n. 40/1984²⁵⁰, as quais tratavam da administração dos fundos mútuos de investimento e de carteira remunerada de clube de investimento, respectivamente. A norma que dispôs especificamente sobre a atividade do administrador de carteira de valores mobiliários, entretanto, adveio em 1985, com a edição da Instrução CVM n. 43/1985²⁵¹ – que tratou também do consultor de valores mobiliários. Posteriormente, sobrevieram as Instruções CVM n. 82/1988, n. 306/1999, n. 558/2015 e a atual norma que incide sobre a atuação do participante, a Resolução CVM n. 21/2021 (BRASIL, CVM, 2021j).

Conforme prevê a norma, a administração profissional de carteiras de valores mobiliários consiste no exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor, cujo registro pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias²⁵²: administrador fiduciário ou gestor de recursos.

A diferença entre ambos é que, enquanto o administrador fiduciário²⁵³ exerce atividades relacionadas ao funcionamento e à manutenção de uma carteira de valores mobiliários, o gestor

ou venda valores mobiliários por conta do comitente. § 2º – Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV” (BRASIL, 1976a).

²⁴⁸ Lei n. 6.385/1976, art. 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] IV – propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;” (BRASIL, 1976a).

²⁴⁹ Cf. Resolução CMN n. 961/1984, art. 6º, § 1º (BCB/CMN, 1984).

²⁵⁰ Cf. Instrução CVM n. 40/1984, art. 15, § 2º (BRASIL, CVM, 1984).

²⁵¹ Cf. Instrução CVM n. 43/1985, I e II (BRASIL, CVM, 1985).

²⁵² Resolução CVM n. 21/2021, art. 1º: “Esta Resolução dispõe sobre a administração profissional de carteiras de valores mobiliários, que consiste no exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor. § 1º O registro de administrador de carteiras de valores mobiliários pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias: I – administrador fiduciário; II – gestor de recursos [...] (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁵³ Mais detalhes sobre as atividades do administrador de recursos podem ser verificados nos arts. 1º, parágrafos 2º ao 5º, 30, 31 e 32 da Resolução CVM n. 21/2021 (BRASIL, CVM, 2021j).

de recursos realiza a gestão de uma carteira de valores mobiliários aplicando os recursos financeiros do investidor no mercado de valores mobiliários em seu nome e por sua conta²⁵⁴. Em razão dessas características e do recorte adotado para a realização da pesquisa que resultou nesta dissertação, em que se deteve somente sobre os participantes que exercem influência sobre o processo decisório do investidor, somente o gestor de recursos será tratado nesta seção.

Por interpretação das normas que regem a atividade, para que seja configurado seu exercício, admite-se a necessidade de verificar a presença da profissionalidade, cujo conceito é analisado em processos administrativos sancionadores julgados pelo regulador. Como exemplo, cita-se o Processo Administrativo Sancionador CVM n. SP 2014/465²⁵⁵, que conceituou o termo e identificou quatro requisitos para que haja caracterização da administração de carteira de valores mobiliários:

- a) a gestão, assim entendida como a liberdade para estabelecer uma estratégia de investimento e, de acordo com essa estratégia, executar os passos necessários para sua efetivação, comunicando-os ao cliente posteriormente;
- b) com caráter profissional da atividade, como aquela que se faz por ofício, por profissão, e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado²⁵⁶;
- c) de recursos entregues ao administrador para que este os administre; e
- d) com a autorização, expressa ou tácita, para a compra e venda de títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

É o administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM por meio do registro na categoria gestor de recursos, portanto, que realiza a gestão direta dos investimentos em valores mobiliários em nome do cliente, com poder discricionário para que efetue o

²⁵⁴ Resolução CVM n. 21/2021, art. 2º: “A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM. § 1º O registro na categoria gestor de recursos autoriza a gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor. § 2º O registro na categoria administrador fiduciário autoriza o exercício de todas as atividades referidas no *caput* do art. 1º, com exceção da atividade de gestão de recursos mencionada no § 1º deste artigo. § 3º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na categoria gestor de recursos poderá exercer as atividades referidas no § 2º em relação às carteiras administradas de que é gestor, desde que cumpra o disposto nos: I – inciso VI do art. 16; II – Capítulo VII; e III – item 10.1 do Anexo E” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁵⁵ Cf. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002637/2016-35 (BRASIL, CVM, 2019e)

²⁵⁶ Em outros casos, o regulador pondera o elemento habitualidade como requisito para configuração do exercício da atividade de forma separada do caráter profissional, o que depende da análise do regulador.

investimento e o desinvestimento²⁵⁷, conforme permissões do investidor e acordado entre as partes em seus contratos.

Ao se pensar no nível de influência que recai sobre a decisão de investimento em comparação com os outros três participantes em estudo, a gestão de recursos de terceiros é a atividade que apresenta maior peso no que se refere a tal aspecto, pois a execução de ordens de compra e/ou venda em nome do cliente reflete a própria decisão do investidor delegada ao profissional, em que pese ser limitada aos objetivos, melhor interesse, vedações e outros critérios estipulados pelo cliente. Considera-se, portanto, que a influência exercida por esse profissional no processo de tomada de decisão de investimento de seus clientes é altíssima.

No que se refere à regulação do comportamento do participante, a CVM estabelece na necessidade de observância de:

- a) regras de conduta, como o dever de exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes²⁵⁸, de desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes e a evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes²⁵⁹, de cumprir fielmente o regulamento do fundo de investimento ou o contrato previamente firmado por escrito com o cliente, dentre outros²⁶⁰.

²⁵⁷ Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002653/2016-28: “Segundo a área técnica, a atividade de gestão, prevista na Lei n° 6.385/76, poderia ser entendida como o poder discricionário conferido ao administrador para efetuar o investimento e desinvestimento de recursos entregues por terceiros, para aplicação em títulos e valores mobiliários. E tais requisitos estariam claramente previstos nos termos do “Contrato de Prestação de Serviços” firmado entre os Acusados e os investidores. Segundo a área técnica, a habitualidade dos serviços prestados teria sido demonstrada por meio da declaração segundo a qual os Acusados possuíam mais de 500 clientes, administrando patrimônio de mais de R\$25 milhões, conforme consta da matéria jornalística. [...] Nota-se que, além de ter atuado com habitualidade junto aos investidores da cidade de [...], no estado do Paraná, onde detinha boa reputação, [...] locupletou-se dos recursos a ele confiados, causando prejuízos estimados em mais de R\$ 25 milhões. Deste modo, embora o Acusado tenha feito vários depósitos em sua conta investimentos na corretora [...] S.A. CCTVM (“[...]”), a maior parcela dos recursos entregues a [...] foi simplesmente desviada, isto é, não foi direcionada ao mercado de valores mobiliários, como imaginavam os investidores” (BRASIL, CVM, 2019g)

²⁵⁸ Resolução CVM n. 21/2021, art. 18, I (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁵⁹ Resolução CVM n. 21/2021, art. 18, II (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁰ Resolução CVM n. 21/2021, art. 18: “O administrador de carteira de valores mobiliários deve: [...] III – cumprir fielmente o regulamento do fundo de investimento ou o contrato previamente firmado por escrito com o cliente, contrato este que deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem: a) a política de investimentos a ser adotada; b) descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços; c) os riscos inerentes aos diversos tipos de operações com valores mobiliários nos mercados de bolsa, de balcão, nos mercados de liquidação futura e nas operações de empréstimo de ações que pretenda realizar com os recursos do cliente; d) o conteúdo e a periodicidade das informações a serem prestadas ao cliente; e e) informações sobre outras atividades que o administrador exerça no mercado e os potenciais conflitos de interesse existentes entre tais atividades e a administração da carteira administrada; IV – manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas e na regulação, toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes das carteiras administradas nas quais o cliente seja investidor; V – contratar serviço de custódia ou certificar que sejam mantidos em custódia, em

- b) vedações, como a proibição de atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, salvo exceções²⁶¹, de fazer propaganda garantindo níveis de rentabilidade, com base em desempenho histórico da carteira ou de valores mobiliários e índices do mercado de valores mobiliários²⁶², de negociar com os valores mobiliários das carteiras que administre com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou de rebate para si ou para terceiros²⁶³, dentre outros²⁶⁴.

Para os administradores de carteira de valores mobiliários pessoa jurídica, a CVM acrescenta peculiares condições²⁶⁵ que devem ser observadas pelo participante, como o dever de manter página publicada na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas²⁶⁶:

- a) formulário de referência;
- b) código de ética, de modo a concretizar os deveres do administrador previstos na Resolução;
- c) regras, procedimentos e descrição dos controles internos, elaborados para o cumprimento da Resolução²⁶⁷;

entidade devidamente autorizada para tal serviço, os ativos financeiros integrantes das carteiras sob sua administração, tomando todas as providências úteis ou necessárias à defesa dos interesses dos seus clientes; VI – transferir à carteira qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador de carteiras de valores mobiliários, observada a exceção prevista na norma específica de fundos de investimento; VII – no caso de carteira administrada, estabelecer contratualmente as informações que serão prestadas ao cliente, pertinentes à política de investimento e aos valores mobiliários integrantes da carteira administrada; VIII – informar à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; e IX – no caso de administrador, pessoa jurídica, estabelecer política relacionada à negociação de valores mobiliários por parte de administradores, empregados, colaboradores, sócios controladores e pela própria empresa. Parágrafo único. O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na categoria gestor de recursos, e no exercício da função em fundos de investimento, não precisa cumprir o disposto nos incisos IV e V” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶¹ Resolução CVM n. 21/2021, art. 20: “É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários: I – atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, exceto nos seguintes casos: a) quando se tratar de administração de carteiras administradas de valores mobiliários e houver autorização, prévia e por escrito, do cliente; ou b) quando, embora formalmente contratado, não detenha, comprovadamente, poder discricionário sobre a carteira e não tenha conhecimento prévio da operação” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶² Resolução CVM n. 21/2021, art. 20, III (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶³ Resolução CVM n. 21/2021, art. 20, VII (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁴ O restante das regras de conduta que tratam das vedações aos administradores de carteira de valores mobiliários pode ser verificado no art. 20 da Resolução CVM n. 21/2021 (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁵ As regras específicas aplicáveis aos administradores de valores mobiliários pessoa jurídica estão dispostas nos arts. 16, 21, 22, 23, 24, 25 e 27 da Resolução CVM n. 21/2021 (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁶ Cf. Resolução CVM n. 21/2021, art. 16 (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁷ Resolução CVM n. 21/2021, art. 22: “O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de

- d) política de gestão de risco²⁶⁸;
- e) política de negociação de valores mobiliários a ser adotada por administradores, empregados, colaboradores e pela própria pessoa jurídica;
- f) manual de precificação dos ativos das carteiras de valores mobiliários que administra, ainda que este manual tenha sido desenvolvido por terceiros e
- g) política de rateio e divisão de ordens entre as carteiras de valores mobiliários.

Apesar de a resolução que rege o exercício dessa atividade não citar expressamente, em observância à Resolução CVM n. 50/2021, que tratava da PLD/FTP²⁶⁹, o administrador de carteira de valores mobiliários também deve cumprir com todas as regras previstas em tal norma, assim como o consultor de valores mobiliários e o assessor de investimentos.

Por fim, cabe dizer que a Resolução CVM n. 21/2021 prevê também que as informações divulgadas pelo administrador de carteira de valores mobiliários devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro, com escrita em linguagem simples, clara, objetiva e concisa, sem poder assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor²⁷⁰, além de exigir que o profissional mantenha os registros elaborados pelo prazo mínimo de cinco anos²⁷¹.

administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional. Parágrafo único. Os controles internos devem ser efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁸ Conforme prevê o art. 26 da Resolução CVM n. 21/2021, o gestor de recursos deve implementar e manter política escrita de gestão de riscos que permita o monitoramento, a mensuração e o ajuste permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras de valores mobiliários dos clientes. Essa política deve ser consistente e deve prever diversos requisitos, como os procedimentos necessários à identificação e ao acompanhamento da exposição aos riscos dos investimentos, os limites de exposição a riscos dessas carteiras, a frequência com que a política deve ser revista, dentre outros. Vale a pena ressaltar que a verificação do cumprimento dessa política é realizada pelo direito responsável pela gestão de risco, o qual deve se sujeitar a uma série de deveres, nos termos do art. 26, § 2º e 3º (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁶⁹ Resolução CVM n. 50/2021, art. 3º: “Sujeitam-se às obrigações previstas nesta Resolução, no limite de suas atribuições: I – as pessoas naturais ou jurídicas que prestem no mercado de valores mobiliários, em caráter permanente ou eventual, os serviços relacionados à distribuição, custódia, intermediação, ou administração de carteiras; [...]” (BRASIL, CVM, 2021f)

²⁷⁰ Resolução CVM n. 21/2021, art. 13: “As informações divulgadas pelo administrador de carteiras de valores mobiliários devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; e II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. § 1º As informações relativas às carteiras de valores mobiliários sob sua administração não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor. § 2º As informações fornecidas devem ser úteis à avaliação do serviço prestado. Art. 14. A SIN pode determinar que as informações previstas nesta Resolução sejam apresentadas por meio eletrônico ou pela página da CVM na rede mundial de computadores, de acordo com a estrutura de banco de dados e programas fornecidos pela CVM. Art. 15. Caso as informações divulgadas apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erro, a SIN pode exigir: I – a cessação da divulgação da informação; e II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷¹ Resolução CVM n. 21/2021, art. 34: “O administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos

Quanto à prestação de informações periódicas, a norma exige que o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural ou jurídica, envie anualmente um formulário de referência²⁷² à CVM, o qual deve conter diversas informações a seu respeito.

3.3.4.1 Ato público de liberação

A administração de carteira de valores mobiliários é atividade privativa²⁷³ de pessoa autorizada pela CVM, o que se dá por meio de registro na categoria (gestor de recursos ou administrador fiduciário). Significa dizer que somente profissionais previamente autorizados pelo regulador podem exercer a atividade.

Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender aos seguintes requisitos²⁷⁴:

- a) ser domiciliado no Brasil;
- b) ser graduado em curso superior ou equivalente, em instituição reconhecida oficialmente no País ou no exterior;
- c) ter sido aprovado em exame de certificação referido no Anexo A da 21/2021, cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM;
- d) ter reputação ilibada;
- e) não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo BCB, pela SUSEP ou pela PREVIC;
- f) não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a

e informações exigidos por esta Resolução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções. § 1º O administrador de carteiras de valores mobiliários deve manter, por 5 (cinco) anos, arquivo segregado documentando as operações em que tenha sido contraparte dos fundos de investimento ou das carteiras administradas. § 2º As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a lei que dispõe sobre elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com o decreto que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos. § 3º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷² Conforme prevê o art. 17 da Resolução CVM n. 21/2021, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural e jurídica, deve enviar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência que reflita o conteúdo dos Anexos D e E previstos na norma. Trata-se de documento similar ao do consultor de valores mobiliários, mas com maior quantidade de itens e detalhamento das atividades (BRASIL, CVM, 2021i).

²⁷³ Cf. Resolução CVM n. 21/2021, art. 2º (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷⁴ Resolução CVM n. 21/2021, art. 3º: “Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos: [...]” (BRASIL, CVM, 2021j).

economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o SFN, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação;

- g) não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;
- h) não estar incluído no cadastro de serviços de proteção ao crédito;
- i) não estar incluído em relação de comitentes inadimplentes de entidade administradora de mercado organizado;
- j) não ter contra si títulos levados a protesto; e
- k) preencher o formulário do Anexo D da Resolução CVM n. 21/2021, de modo a comprovar sua aptidão para o exercício da atividade.

Caso se trate de pessoa jurídica, a norma também exige o preenchimento de requisitos específicos, além do cumprimento dos deveres citados²⁷⁵.

²⁷⁵ Resolução CVM n. 21/2021, art. 4º: “Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: I – ter sede no Brasil; II – ter em seu objeto social o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; III – atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados a exercer a atividade pela CVM, nos termos dos §§ 5º e 6º deste artigo; IV – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Resolução a um diretor estatutário; V – caso o registro seja na categoria “gestor de recursos”, atribuir a responsabilidade pela gestão de risco a um diretor estatutário, que pode ser a mesma pessoa de que trata o inciso IV; VI – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos IV, V, VI e VII do art. 3º; VII – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; e VIII – preencher o formulário do Anexo E, de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade. § 1º É vedada a utilização de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro na denominação da pessoa jurídica de que trata o *caput*. § 2º O diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, na instituição ou fora dela. § 3º Os diretores responsáveis pela gestão de risco e pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Resolução: I – devem exercer suas funções com independência; e II – não podem atuar em funções relacionadas à administração de carteiras de valores mobiliários, à intermediação e distribuição ou à consultoria de valores mobiliários, ou em qualquer atividade que limite a sua independência, na instituição ou fora dela. § 4º Os diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários, pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Resolução, pela gestão de risco e pela distribuição de cotas de fundos de investimento podem exercer as mesmas funções em sociedades controladoras, controladas, coligadas ou sob controle comum. § 5º O administrador de carteiras de valores mobiliários pode indicar mais de um diretor responsável pelas atividades de administração, desde que a pessoa jurídica: I – administre carteiras de valores mobiliários de naturezas diversas ou voltadas para perfis de clientes diversos; e II – sua estrutura administrativa contemple a existência de uma divisão de atividades entre as carteiras, que devem ser administradas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento. § 6º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado concomitantemente nas categorias gestor de recursos e administrador fiduciário deve indicar um diretor responsável exclusivamente pela atividade de administração fiduciária. § 7º As atribuições de responsabilidade previstas nos incisos III, IV e V do *caput* devem ser consignadas no contrato ou no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do seu conselho de administração. § 8º Os recursos computacionais previstos no inciso VII do *caput* devem: I – ser protegidos contra adulterações; e II – manter

No que diz respeito ao procedimento para a obtenção da autorização, a Resolução dispõe que o pedido deve ser encaminhado à SIN²⁷⁶ junto com todos os documentos requeridos pela CVM, com prazo²⁷⁷ de sessenta dias para análise. Atualmente, esse pedido é realizado por meio do Sistema de Supervisão de Mercados da ANBIMA, o que é fruto de um acordo de cooperação técnica²⁷⁸ celebrado entre a CVM e a ANBIMA²⁷⁹ para facilitar (CONVÊNIO..., 2019) o procedimento para ingresso no mercado de valores mobiliários desse tipo de participante.

Ressalte-se que, hoje, a ANBIMA exerce a autorregulação sobre os administradores de carteira de valores mobiliários, mas de forma voluntária. Isso significa que a adesão aos seus códigos e orientações é uma opção aos profissionais, e não uma obrigatoriedade, como é o caso da autorregulação da APIMEC e da ANCORD.

registros que permitam a realização de auditorias e inspeções. Art. 5º Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a CVM ser comunicada, por escrito, no prazo de 7 (sete) dias úteis a contar da sua ocorrência” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷⁶ Resolução CVM n. 21/2021, art 6º: “O pedido de autorização para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários deve ser encaminhado à SIN e instruído com os documentos identificados no: I – Anexo B, se pessoa natural; ou II – Anexo C, se pessoa jurídica. Parágrafo único. As sociedades seguradoras, resseguradores, entidades abertas de previdência privada, entidades fechadas de previdência complementar e instituições financeiras ficam dispensadas da autorização prevista no *caput*, desde que: I – administrem a carteira de fundos de investimento exclusivos; e II – a própria seguradora, ressegurador, entidade aberta de previdência privada, entidade fechada de previdência complementar ou instituição financeira seja o único quotista do fundo cuja carteira administre” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷⁷ Resolução CVM n. 21/2021, art. 7º: “A SIN tem um prazo total 60 (sessenta) dias para analisar o pedido de autorização, contados da data do protocolo do último documento que complete a instrução do pedido, observado que serão desconsideradas minutas e quaisquer outros documentos que contenham lacunas cujo preenchimento, a critério da SIN, seja relevante para a análise do pedido. § 1º O prazo de que trata o *caput* pode ser suspenso uma única vez, caso a SIN solicite ao requerente informações ou documentos adicionais. § 2º O requerente tem 20 (vinte) dias para cumprir as exigências formuladas pela SIN. § 3º O prazo para o cumprimento das exigências previsto no § 2º pode ser prorrogado, uma única vez, por 10 (dez) dias, mediante pedido prévio e fundamentado formulado pelo requerente à SIN, hipótese na qual o prazo de que trata o *caput* permanece suspenso. § 4º A SIN deve se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de autorização no prazo remanescente para o término da análise, conforme previsto no *caput*. § 5º A SIN pode reiterar exigências não cumpridas, assim como realizar novas solicitações em função dos documentos e informações recebidos em cumprimento das exigências, estabelecendo prazos compatíveis para o seu cumprimento, sem acarretar a suspensão do prazo de que trata o *caput*. § 6º Caso, além das informações e documentos apresentados em cumprimento das exigências, tenham sido realizadas alterações relevantes em documentos ou informações que não decorram do cumprimento de exigências, a SIN pode considerar a existência de um fato novo. § 7º A ocorrência de um fato novo deve ser comunicada ao requerente e acarreta nova suspensão do prazo de que trata o *caput*, pelo prazo máximo determinado pela SIN para a entrega das informações e documentos adicionais solicitados, se for o caso. § 8º Após o recebimento das informações e documentos a que se refere o § 7º, a SIN deve se manifestar sobre o pedido de autorização no prazo remanescente para o término da análise, conforme previsto no *caput*. § 9º O descumprimento dos prazos mencionados nos §§ 2º, 3º e 7º implica em indeferimento automático do pedido de autorização. § 10º A ausência de manifestação da SIN no prazo estabelecido no *caput* implica em deferimento automático do pedido de autorização” (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷⁸ Conforme prevê o art. 8º da Resolução CVM n. 21/2021, a CVM pode celebrar acordo de cooperação técnica para apoio ao exame dos pedidos de autorização com entidades que comprovem ter condições materiais e instalações adequadas para essa execução, bem como experiência prévia e reconhecida capacidade técnica e operacional para a realização dessa função (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁷⁹ Ofício-Circular CVM SIN n. 9/2018 (BRASIL, CVM, 2018c).

A respeito do exame²⁸⁰ para fins de obtenção de autorização como administrador de carteiras de valores mobiliários, a CVM aceita:

- a) Certificação de Gestores da ANBIMA (CGA) e Certificação de Gestores ANBIMA para Fundos Estruturados (CGE)²⁸¹, obtidos no âmbito de programa organizado pela associação;
- b) *Level III* do programa de certificação *Chartered Financial Analyst* (CFA) organizado pelo *CFA Institute*; e
- c) *Exam 1* e *Exam 2* do *Final Level* do programa de certificação internacional para profissionais de investimentos organizado por quaisquer dos membros da *Association of Certified International Investment Analysts* (ACIIA).

De forma excepcional, a SIN poderá dispensar²⁸² o exame de certificação se o requerente possuir comprovada experiência profissional de, no mínimo, sete anos em atividades diretamente relacionadas à gestão de carteiras administradas de valores mobiliários e fundos de investimento ou notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

3.4 Taxa de fiscalização e cadastro na CVM

Como identificado no capítulo 2, uma função importe da regulação estatal é exercer a fiscalização sobre os atos praticados no mercado regulado, o que, no contexto atual, é uma competência atribuída à CVM. Disso decorre seu poder de polícia²⁸³, cujo exercício é fato gerador da taxa de fiscalização²⁸⁴, devido pelos contribuintes²⁸⁵ elencados na Lei n.

²⁸⁰ Cf. Resolução CVM n. 21/2021, Anexo A (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁸¹ As certificações para se tornar um gestor de carteira de valores mobiliários foram alteradas pela ANBIMA por meio da criação de novas certificações (CGA:..., 2022 NOVA,..., 2020).

²⁸² O procedimento para essa dispensa está disposto de forma detalhada nos parágrafos do art. 3º da Resolução CVM n. 21/2021 (BRASIL, CVM, 2021j).

²⁸³ Lei n. 5.172/1966, art. 5º: “Os tributos são impostos, taxas e contribuições de melhoria. [...] Art. 78. Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou autorização do Poder Público, à tranquilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos. Parágrafo único. Considera-se regular o exercício do poder de polícia quando desempenhado pelo órgão competente nos limites da lei aplicável, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder” (BRASIL, 1966).

²⁸⁴ Lei n. 7.940/1989, art. 1º: “Fica instituída a Taxa de Fiscalização do mercado valores mobiliários. Art. 2º Constitui fato gerador da Taxa o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Parágrafo único. A CVM, no âmbito de suas competências, poderá editar atos normativos para disciplinar a aplicabilidade da Taxa de Fiscalização prevista nesta Lei” (BRASIL, 1989).

²⁸⁵ Lei n. 7.940/1989, art. 3º: “São contribuintes da Taxa: I – as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários; [...] V – os administradores de carteira de valores mobiliários; [...] VII – os assessores de investimento; VIII – os analistas e os consultores de valores mobiliários; [...] § 1º Os analistas de valores mobiliários não sujeitos a registro na CVM são isentos do pagamento da Taxa” (BRASIL, 1989).

7.940/1989, do qual faz parte os participantes do mercado de valores mobiliários selecionados na dissertação.

Conforme dispõe a lei, a taxa para esses participantes é devida tanto anualmente pelo exercício de suas atividades²⁸⁶ quanto por ocasião do pedido de registro inicial como participante do mercado de valores mobiliários²⁸⁷. Significa dizer que o regulador tem uma “taxa de registro”, que se refere à sua atividade de autorizar previamente o participante a ingressar no mercado e uma taxa anual, que se refere ao exercício recorrente da atividade de fiscalização sobre os participantes do mercado²⁸⁸.

Para os analistas de valores mobiliários²⁸⁹, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e administradores de carteira de valores mobiliários pessoa natural, prevê a Lei n. 7.940/1989 que o valor da taxa anual é R\$530,00 (quinhentos e trinta reais). Caso se trate de pessoa jurídica, o valor é R\$2.538,50 (dois mil quinhentos e trinta e oito reais

²⁸⁶ Lei n. 7.940/1989, art. 4º: “A Taxa é devida: [...] III – anualmente e paga integralmente com relação a todo o ano a que se refere, de acordo com os valores expressos em real e estabelecidos nos Anexos I, II e III desta Lei, inadmitido o pagamento pro rata; [...] V – por ocasião do pedido de registro inicial como participante do mercado de valores mobiliários, conforme o disposto nesta Lei, ou da emissão de ato autorizativo equivalente, na hipótese prevista no Anexo V desta Lei, inadmitido o pagamento pro rata e com pagamento integral da Taxa independentemente da data do pedido. [...]” (BRASIL, 1989).

²⁸⁷ Lei n. 7.940/1989, Anexo V: “Pedidos de registro inicial na CVM como participante do mercado de valores mobiliários. VALOR DA TAXA (%): 25% do valor da taxa anual aplicável a partir dos critérios de enquadramento previstos nos Anexos I, II ou III desta Lei. 1. Se concedido o registro inicial como participante do mercado de valores mobiliários, ou emitido ato autorizativo equivalente, será devido integralmente no ano dessa concessão o valor aplicável ao novo participante previsto nos Anexos I, II e III desta Lei” (BRASIL, 1989).

²⁸⁸ Perguntas frequentes: “17.1 – A Lei n. 7.940/89 traz em sua redação o termo “participantes”, quem estaria incluído neste conceito e, conseqüentemente, sujeito à taxa de registro? Uma vez concedido o registro, a taxa anual de fiscalização deve ser paga integralmente ou os 25% pagos por ocasião do pedido de registro seria algum tipo de antecipação da taxa de fiscalização? Por meio da Lei n. 14.317/2022, houve a introdução, da taxa decorrente da atividade registrária da CVM, além das já existentes taxa periódica (agora anual) e taxa para a realização das ofertas públicas. O propósito que permeia a criação desta modalidade de taxa é o de adequar a tributação à atividade estatal realizada pela CVM hodiernamente, passados mais de 30 (trinta) anos da publicação da Lei n. 7940/89 sem nenhuma modificação substancial. Deste modo, a taxa de fiscalização denominada informalmente de “taxa de registro”, em verdade, tem como objetivo primordial que a tributação incida sobre a atividade registrária da CVM, respaldada no conceito de fato gerador tributário contido no artigo 2º da Lei n. 7.940/89, a saber: Art. 2º Constitui fato gerador da Taxa o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à Comissão de Valores Mobiliários -CVM. Assim, da redação do inciso V do artigo 4º, é possível perceber que existe conceituação do termo participante do mercado de valores mobiliários, em prestígio ao inolvidável princípio da legalidade tributária. Nesse passo, o referido inciso remete à definição da própria Lei, devendo, portanto, ser feita a leitura conjugada do artigo 4º, inciso III, com o anexo V, em especial a coluna em que são mencionados os contribuintes e o valor por eles a ser pago: 25% do valor da taxa anual aplicável a partir dos critérios de enquadramento previstos nos Anexos I, II ou III. Significa dizer que todos os agentes atuantes no mercado de valores mobiliários indicados nos Anexos I, II e III são os participantes e contribuintes da taxa pela atividade registrária da CVM. Como afirmado acima, essa modalidade da taxa é distinta da taxa de fiscalização periódica, logo, não há que se falar que o pagamento de uma taxa seja antecipação do pagamento da outra” (PERGUNTAS..., 2020).

²⁸⁹ Interessante observar que o art. 3º da Lei 7.940/1989 cita o analista de valores mobiliários como contribuinte da taxa de fiscalização, mas depois faz uma ressalva em seu parágrafo 1º para isentá-lo de tal tributo, eis que parcela das atividades de fiscalização sobre o profissional é realizada atualmente pela APIMEC, que cobra uma taxa trimestral de credenciamento e outra para emissão de certificado (BRASIL, 1989) (APIMEC, 2023a).

e cinquenta centavos) para os três primeiros participantes e R\$9.519,43 (nove mil quinhentos e dezenove reais e quarenta e três centavos) para o administrador de carteira de valores mobiliários pessoa jurídica²⁹⁰.

Vale lembrar, também, que a CVM exige que os participantes²⁹¹ mantenham o cadastro atualizado em seus sistemas²⁹², com a constante prestação de informações importantes²⁹³ à autarquia, via formulário cadastral²⁹⁴. Assim, qualquer pessoa pode verificar na central de sistemas da CVM se a pessoa ou a sociedade está mesmo autorizada²⁹⁵ a exercer atividades no mercado de valores mobiliários.

Feitas as principais considerações sobre os participantes do mercado de valores mobiliários e regras gerais aplicáveis às suas atividades, passa-se ao desenvolvimento da resposta à pergunta-problema que motivou a elaboração deste trabalho.

²⁹⁰ Lei n. 7.940/1989, Anexo II: “[...] FAIXA: 3. CONTRIBUINTE: Consultores de valores mobiliários – pessoa natural, prestadores de serviços de administração de carteira – pessoa natural, assessores de investimento – pessoa natural, analistas de valores mobiliários – pessoa natural e agentes fiduciários – pessoa natural. TAXA (R\$): R\$ 530,00. FAIXA: 4. CONTRIBUINTE: Consultores de valores mobiliários – pessoa jurídica, assessores de investimento – pessoa jurídica e analistas de valores mobiliários – pessoa jurídica. TAXA (R\$): R\$ 2.538,50. FAIXA: 5. CONTRIBUINTE: Prestadores de serviços de administração de carteira – pessoa jurídica, agências de classificação de risco e agentes fiduciários – pessoa jurídica. TAXA (R\$): R\$ 9.519,43. [...] . 1. Na hipótese de uma mesma pessoa jurídica obter mais de um registro nos termos previstos neste Anexo ou nos Anexos I ou III desta Lei, será devido o valor da Taxa para cada registro concedido ao contribuinte” (BRASIL, 1989).

²⁹¹ Resolução CVM n. 51/2021, Anexo A: “ANEXO A À RESOLUÇÃO CVM N. 51, DE 31 DE AGOSTO DE 2021. Dispõe sobre a relação de participantes de que trata o art. 2º. I – administrador de carteira – pessoa jurídica; II – administrador de carteira – pessoa natural; [...] X – consultor – pessoa jurídica; XI – consultor – pessoa natural; [...] XIII – corretoras; XIV – distribuidoras; [...]” (BRASIL, CVM, 2021p).

²⁹² Resolução CVM n. 51/2021, art. 1º: “Esta Resolução dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários na Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Art. 2º Os participantes indicados no Anexo A devem, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores: I – atualizar seu formulário cadastral sempre que qualquer informação nele contida for alterada, em até 7 (sete) dias úteis contados do fato que deu causa à alteração; e II – até o dia 31 de março de cada ano, confirmar que as informações contidas no formulário continuam válidas, à exceção dos participantes mencionados nos incisos V e VI do Anexo A, que devem confirmar as informações até 30 de abril, e no inciso XXII, que devem confirmar as informações até 31 de maio. § 1º O disposto no *caput* não se aplica a participantes que estejam com seu registro suspenso. § 2º Os agentes autônomos de investimentos pessoas jurídicas e pessoas naturais devem cumprir o disposto nos incisos I e II do *caput* conforme regras: I – definidas por instituição credenciadora e autorreguladora autorizada pela CVM; e II – previamente aprovadas pela CVM” (BRASIL, CVM, 2021p).

²⁹³ O formulário cadastral previsto no Anexo B à Resolução CVM n. 51/2021 prevê uma série de informações do participante, como CNPJ, denominação social, sede, telefone, e-mail, nome dos diretores responsáveis, CFP dessas pessoas, dentre outras (BRASIL, CVM, 2021p).

²⁹⁴ Resolução CVM n. 51/2021, art. 3º: “O formulário cadastral é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo B. Art. 4º Fica autorizado o Superintendente Geral a promover alterações, inclusões ou eliminações de participantes e outras de ordem técnico-formal que se façam necessárias nos Anexos A e B. Art. 5º O endereço informado no formulário cadastral será utilizado para envio de intimações e correspondências expedidas pela CVM. Parágrafo único. Para efeito do disposto no *caput*, os participantes podem informar mais de um endereço físico ou eletrônico” (BRASIL, CVM, 2021p).

²⁹⁵ Para os analistas de valores mobiliários, as regras são diferentes, pois a regulação permite que a APIMEC venha a exercer esse controle.

4 AUTORIZAÇÃO PRÉVIA PARA O EXERCÍCIO DAS ATIVIDADES PROFISSIONAIS QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS

Neste capítulo busca-se responder à pergunta que norteou a produção desta dissertação, qual seja: Quais são as justificativas para o regulador exigir autorização prévia²⁹⁶ para a liberação do exercício de atividade econômica de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e de administrador de carteira de valores mobiliários?

Antes de apresentar as razões que motivaram o legislador brasileiro a realizar esse tipo de controle sobre tais atividades, apresenta-se breve explanação em relação ao embasamento normativo que oferece respaldo jurídico para que o Estado assim possa agir, o que também será importante para enfrentar a questão central deste trabalho: essa atuação regulatória da autarquia em relação aos quatro profissionais está compatível com os objetivos constitucionais postos para a regulação do mercado de valores mobiliários?

4.1 Embasamento normativo que autoriza a intervenção estatal

Quando a Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) atribuiu à CVM a competência para editar normas gerais²⁹⁷ sobre as condições para a obtenção de autorização prévia²⁹⁸ e os requisitos de idoneidade e habilitação técnica necessários à exploração da atividade²⁹⁹ e para

²⁹⁶ Conforme explicado na introdução, na dissertação utiliza-se a expressão “autorização prévia” para se referir, de forma conjunta, a todos os atos públicos de liberação praticados pela CVM no sentido de condicionar o exercício das atividades econômicas pelos participantes ora analisados, o que engloba o registro, o credenciamento, a autorização e o reconhecimento, nos termos da Lei n. 13.874/2019, art. 1º [...], § 6º: Para fins do disposto nesta Lei, consideram-se atos públicos de liberação a licença, a autorização, a concessão, a inscrição, a permissão, o alvará, o cadastro, o credenciamento, o estudo, o plano, o registro e os demais atos exigidos, sob qualquer denominação, por órgão ou entidade da administração pública na aplicação de legislação, como condição para o exercício de atividade econômica, inclusive o início, a continuação e o fim para a instalação, a construção, a operação, a produção, o funcionamento, o uso, o exercício ou a realização, no âmbito público ou privado, de atividade, serviço, estabelecimento, profissão, instalação, operação, produto, equipamento, veículo, edificação e outros” (BRASIL, 2019h).

²⁹⁷ Lei n. 6.385/1976, art. 18: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – editar normas gerais sobre: a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos; b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários; [...]” (BRASIL, 1976a).

²⁹⁸ Como demonstrado no capítulo anterior, para os assessores de investimento e administradores de carteira de valores mobiliários, a Lei dispôs sobre a exigência de autorização prévia de forma expressa, enquanto que para os consultores e analistas de valores mobiliários a Lei apenas postergou a edição de normas.

²⁹⁹ Lei n. 6.385/1976, art. 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II – administrar os registros instituídos por esta Lei; III – fiscalizar permanentemente

administrar essas autorizações, o legislador abriu espaço para que tais aspectos e os procedimentos administrativos fossem detalhados em normas infralegais, o que tem sido feito na regulação dos participantes desde as suas primeiras instruções, do que se depreende não ser recente a exigência de autorização prévia por parte do regulador³⁰⁰.

Outra forma de analisar o embasamento legal que autoriza a CVM a agir dessa forma em relação à atuação do analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e do administrador de carteira de valores mobiliários é identificar normas que proíbem expressamente que profissionais sem autorização prévia exerçam atividades a eles reservadas. Tal conduta pode ser caracterizada como infração penal³⁰¹ e como infração administrativa³⁰², podendo a autarquia, no exercício da função regulatória executiva e judicante, impor sanções e multas a tais pessoas.

Por mais excessiva que pareça ser, a atuação do regulador não está desalinhada ao princípio da livre iniciativa previsto na Constituição Federal (BRASIL, 1988), que assegura a todos o livre exercício de atividades econômicas³⁰³, pois, conforme pode ser aferido na última parte do parágrafo único do art. 170, se houver lei dispendo de forma contrária, o exercício de atividade poderá sofrer limitações, com imposição de entraves, como a exigência de autorização prévia para ingresso no mercado de valores mobiliários como participante.

Não basta, todavia, a mera existência de lei como requisito à restrição ao livre exercício de atividade. Antes, é preciso que esse dispositivo legal esteja revestido de interesses públicos

as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; [...]” (BRASIL, 1976a).

³⁰⁰ E a técnica de registro e autorização não é exclusiva do Brasil. Nos Estados Unidos, por exemplo, os *brokers* (profissionais que se assemelham aos assessores de investimento no Brasil) e os *investment advisers*, consultores, precisam de autorização prévia pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, a agência reguladora do mercado de capitais dos Estados Unidos, para poder atuar. Na mesma toada, a Alemanha, por meio da *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, a Autoridade Federal Alemã de Supervisão Financeira, também exige permissão prévia por escrito para o exercício das atividades nos segmentos dos mercados bancários, financeiros, de seguros, de investimento, de valores mobiliários, de pagamento ou de moeda eletrônica (SEC, 2023; INVESTOR; BAFIN, 2021a; BAFIN, 2021b; BAFIN, 2018).

³⁰¹ Cf. Lei n. 6.385/1976: “Exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. Art. 27-E” (BRASIL, 1976a).

³⁰² À título de curiosidade, ressalte-se que somente a infração administrativa de exercício irregular de administrador de carteira de valores mobiliários e assessor de investimentos foi classificada como grave pelas resoluções da CVM (BRASIL, CVM, 2021g) (BRASIL, CVM, 2021j). No que tange ao crime contra mercado de capitais, de exercício irregular de atividade econômica, previsto no artigo 27-E da Lei n. 6.385/1976, cumpre lembrar que de acordo com o recorte metodológico adotado na presente dissertação, não se realizou abordagem profunda ao seu respeito.

³⁰³ Constituição da República de 1988, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei” (BRASIL, 1988).

considerados relevantes à coletividade, à manutenção do bem-estar da sociedade, ao desenvolvimento do País e à segurança, devendo ser observado, sobretudo, a que ponto essa medida pode contribuir para o atingimento dos objetivos propostos pelo Estado Democrático de Direito. O que se espera é que a intervenção do Estado sobre o domínio econômico pela via da regulação seja técnica, independente e especializada o suficiente para criar normas condizentes com esses princípios, fundamentos, objetivos e interesses.

No contexto do mercado de valores mobiliários, como identificado no capítulo 2 deste trabalho, os interesses públicos que respaldam a atuação regulatória dessa forma é o estímulo à defesa do investidor-consumidor, à proteção da propriedade privada, à concorrência livre e justa, à livre iniciativa e ao desenvolvimento equilibrado do País.

Em uma análise mais minuciosa e atualizada, admite-se que o que concretiza o comando constitucional do art. 170 e seu parágrafo único, bem como os dispositivos da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) que autorizam a atuação regulatória da autarquia para restringir o exercício de direitos dos profissionais, é o enquadramento em níveis de risco moderado e alto das atividades econômicas, conforme classificação adotada pela CVM na Portaria³⁰⁴ n. 104/2020³⁰⁵:

Figura 6 – Classificação em nível de risco da atividade econômica.

Classificação em nível de risco da atividade econômica	
Atividade econômica	Nível de risco
Analistas de valores mobiliários	II - Moderado
Consultores de valores mobiliários	II - Moderado
Assessores de investimentos	III - Alto
Administradores de carteira de valores mobiliários	III - Alto

Fonte: Elaborada pela autora nos exatos termos da Portaria CVM n. 104/2020 (BRASIL, CVM, 2020I).

³⁰⁴ Resolução CVM n. 1/2020, art. 1º: “Os atos normativos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários passam a ser identificados pela seguinte nomenclatura: [...] II – Portaria: para consubstanciar os atos editados por uma ou mais autoridades singulares, no exercício de sua competência normativa.” (BRASIL, CVM, 2020i)

³⁰⁵ Portaria CVM n. 104/2020: “Anexo B. Prazos máximos para decisão administrativa dos pedidos de atos públicos de liberação da atividade econômica apresentados à CVM. Número 1. Atividade Econômica / Agente de Mercado: Administrador de carteira. Nível de risco com base do art. 3º do Decreto n. 10.178, de 2020: III – Alto. Número 3. Atividade Econômica / Agente de Mercado: Agente autônomo de investimento. Nível de risco com base no art. 3º do Decreto n. 10.178, de 2020: III – Alto. Número 5. Atividade Econômica / Agente de Mercado: Analista de valores Mobiliários. Nível de risco com base no art. 3º do Decreto n. 10.178, de 2020: II – Moderado. Número 12. Atividade Econômica / Agente de Mercado: Consultor de valores mobiliários. Nível de risco com base no art. 3º do Decreto n. 10.178, de 2020: II – Moderado” (BRASIL, CVM, 2020I).

Ao baixar a Portaria CVM n. 104³⁰⁶ e adotar essa classificação³⁰⁷, a CVM impediu o livre exercício das atividades de forma irrestrita, em consonância com a Lei de Liberdade Econômica³⁰⁸, que previu como direito de todas as pessoas³⁰⁹ apenas o desenvolvimento de atividades econômicas consideradas de baixo risco. Essa norma, portanto, manteve-se alinhada à possibilidade constitucional de se estabelecer limitação do exercício de atividades classificadas como arriscadas, o que foi regulamentado pelo Decreto n. 10.178/2019, que estabeleceu três níveis de risco³¹⁰ às atividades:

- a) nível de risco I – para os casos de risco leve, irrelevante ou inexistente;
- b) nível de risco II – para os casos de risco moderado; e
- c) nível de risco III – para os casos de risco alto.

Importante mencionar que, para aferir o nível de risco³¹¹, o Decreto n. 10.178/2019 dispôs que a entidade ou órgão deveria considerar, no mínimo, a probabilidade de ocorrência de eventos danosos e a extensão, a gravidade ou o grau de irreparabilidade do impacto causado à sociedade na hipótese de ocorrência de evento danoso.

³⁰⁶ Portaria CVM n. 104/2020: “Art. 3º A classificação de risco das atividades econômicas sujeitas a ato público de liberação por parte da CVM fica estabelecida no Anexo ‘B’ a esta Portaria.” (BRASIL, CVM, 2020)

³⁰⁷ A Portaria também trouxe os prazos máximos para a decisão administrativa dos pedidos de atos públicos de liberação de atividade, conforme o Anexo A, o que não será tratado nesta dissertação.

³⁰⁸ Lei n. 13.874/2019, art. 1º: “Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do *caput* do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do *caput* do art. 174 da Constituição Federal. [...]” (BRASIL, 2019h).

³⁰⁹ Lei n. 13.874/2019, art. 3º: “São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: I – desenvolver atividade econômica de baixo risco, para a qual se valha exclusivamente de propriedade privada própria ou de terceiros consensuais, sem a necessidade de quaisquer atos públicos de liberação da atividade econômica; [...] § 1º: “Para fins do disposto no inciso I do *caput* deste artigo: I – ato do Poder Executivo federal disporá sobre a classificação de atividades de baixo risco a ser observada na ausência de legislação estadual, distrital ou municipal específica [...]” (BRASIL, 2019h).

³¹⁰ Decreto n. 10.178/2019, art. 3º: “O órgão ou a entidade responsável pela decisão administrativa acerca do ato público de liberação classificará o risco da atividade econômica em: I – nível de risco I – para os casos de risco leve, irrelevante ou inexistente; II – nível de risco II – para os casos de risco moderado; ou III – nível de risco III – para os casos de risco alto. § 1º Ato normativo da autoridade máxima do órgão ou da entidade especificará, de modo exaustivo, as hipóteses de classificação na forma do disposto no *caput*. § 2º O órgão ou a entidade poderão enquadrar a atividade econômica em níveis distintos de risco: I – em razão da complexidade, da dimensão ou de outras características e se houver possibilidade de aumento do risco envolvido; ou II – quando a atividade constituir objeto de dois ou mais atos públicos de liberação, hipótese em que o enquadramento do risco da atividade será realizado por ato público de liberação” (BRASIL, 2019h).

³¹¹ Decreto n. 10.178/2019, art. 4º: “O órgão ou a entidade, para aferir o nível de risco da atividade econômica, considerará, no mínimo: I – a probabilidade de ocorrência de eventos danosos; e II – a extensão, a gravidade ou o grau de irreparabilidade do impacto causado à sociedade na hipótese de ocorrência de evento danoso. Parágrafo único. A classificação do risco será aferida preferencialmente por meio de análise quantitativa e estatística. Art. 5º A classificação de risco de que trata o art. 3º assegurará que: I – todas as hipóteses de atos públicos de liberação estejam classificadas em, no mínimo, um dos níveis de risco; e II – pelo menos uma hipótese esteja classificada no nível de risco I. Parágrafo único. A condição prevista no inciso II do *caput* poderá ser afastada mediante justificativa da autoridade máxima do órgão ou da entidade” (BRASIL, 2019h).

O efeito dessa classificação foi operacionalizar as normas previstas na Lei de Liberdade Econômica e no texto constitucional, dispensando³¹² o ato público de liberação apenas às atividades classificadas no primeiro nível (risco leve, irrelevante ou inexistente), razão pela qual não existe possibilidade de os analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e administradores de carteira de valores mobiliários exercerem suas atividades de forma livre, ou seja, sem a autorização prévia.

Segundo a manifestação da CVM na nota técnica³¹³ da Portaria CVM n. 104/2020, o que justificou³¹⁴ essa classificação e impedimento foi o agrupamento de infrações já previsto no Anexo A³¹⁵ da Resolução CVM n. 45/2021, que estabeleceu valores máximos da pena base

³¹² Decreto n. 10.178/2019, art. 8º: “O exercício de atividades econômicas enquadradas no nível de risco I dispensa a solicitação de qualquer ato público de liberação” (BRASIL, 2019h).

³¹³ Decreto n. 10.178/2019, art. 7º: “O órgão ou a entidade dará publicidade em seu sítio eletrônico às manifestações técnicas que subsidiarem a edição do ato normativo de que trata o § 1º do art. 3º.” (BRASIL, 2019h).

³¹⁴ Manifestação técnica da Portaria CVM n. 104, de 2020. SEI CVM 1184094, 2021: “[...] Ao estabelecer a classificação de risco que seria utilizada com base para a concessão de ato de liberação de atividade econômica (autorização ou registro), conforme o Anexo B à Portaria CVM/PTE/ n. 104, a CVM procurou alinhá-la à gravidade estabelecida pela Instrução CVM n. 607, de 17 de junho de 2019. Este ato normativo dispõe sobre a atuação sancionadora da CVM e foi editado em decorrência da edição da Lei n. 13.506, de 2017 (BRASIL, 2017e) que aumentou consideravelmente o valor das multas a serem aplicadas, possibilitando a aplicação de sanções mais efetivas pela Autarquia. Como consequência, a CVM entendeu oportuno atribuir níveis de gradação de penas aplicáveis a todos os seus entes regulados de acordo com a gravidade de cada infração. Nesse sentido, a Instrução listou as principais infrações administrativas julgadas pelo Colegiado nos últimos anos categorizando-as em cinco grupos distintos, conforme sua gravidade, utilizando-se da experiência e do conjunto de informações e dados acumulados sobre os eventos de risco e seus impactos. A opção por esse caminho sedimenta uma trajetória que teve início em 21 de dezembro de 2006, quando o Conselho Monetário Nacional – CMN editou a Resolução CVM n. 3.427, que estabeleceu a adoção pela CVM de um modelo de supervisão e orientação geral de suas atividades finalísticas baseado em risco. Esta abordagem compreende um sistema que identifica e dimensiona os riscos a que está exposto o mercado supervisionado e controla e monitora a ocorrência dos eventos de risco. A CVM, desde então, elabora planos bienais de supervisão baseada em risco e publica relatórios periódicos dos resultados da adoção destes planos. Esta atividade, aliada à experiência adquirida nos julgamentos pelo Colegiado dos processos sancionadoras oriundos das supervisões e inquéritos, permite reunir um conjunto de informações que apoiam e realizam o estabelecimento de padrões de identificação e classificação de risco, levando em conta fatores como a probabilidade de dano, sua extensão e seu impacto, dentre outros. Como a gradação das penas na Instrução CVM n. 607, de 2019, já considera o risco gerado pelos agentes do mercado de capitais no desenvolvimento de suas respectivas atividades, o aproveitamento da avaliação feita por ocasião da edição daquela norma já se alinha naturalmente aos critérios previstos no art. 3º, § 2º e 4º Decreto 10.178 de, 2019. Dessa forma, os entes regulados e as atividades sujeitas às penas listadas nos grupos mais brandos, conforme determinado na Instrução CVM n. 607, de 2019, foram classificados no nível de risco leve para a concessão do ato de liberação conforme o decreto. Consequentemente, as atividades de liberação classificadas como risco moderado contemplam aquelas sujeitas à penalização nos grupos intermediários. Já as atividades reguladas sujeitas aos maiores graus de penalização, de acordo com a Instrução, foram classificadas como de alto risco também para o ato de liberação. [...]” (BRASIL, CVM, 2021c)

³¹⁵ Esse Anexo previu cinco grupos de infrações, cada qual com um valor máximo da pena base pecuniária de que tratou o artigo 62 da Resolução CVM n. 45/21. Os dois primeiros grupos (Grupo I e II) tiveram o valor máximo da pena base pecuniária fixado em R\$ 300.000 (trezentos mil reais) e R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais). O Grupo III no valor de R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) e os grupos mais severos (Grupo IV e V) previram os valores máximos da pena base pecuniária em R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais).

pecuniária de acordo com sua gravidade para fins da dosimetria da pena³¹⁶ no processo administrativo sancionador (BRASIL, CVM, 2021c). De acordo com essa norma, boa parte das infrações envolvendo os analistas de valores mobiliários, assessores de investimentos, consultores de valores mobiliários e administradores de carteira de valores mobiliários, bem como o respectivo exercício irregular dessas atividades, são infrações pertencentes aos grupos mais severos (a partir do Grupo III do Anexo), cujo valor máximo da pena base pecuniária é entre R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais)³¹⁷ e R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais).

Assim, ao respeitar essa lógica e aproveitá-la para fins da classificação exigida pelo Decreto n. 10.178/2019 (BRASIL, 2019h), a CVM entendeu que o nível de risco das atividades econômicas deveria ser classificado em moderado e alto, haja vista que o agrupamento feito para a Resolução CVM n. 45/2021 (BRASIL, CVM, 2021n) já observava a gravidade das infrações, os riscos gerados pelos participantes e os impactos da atividade econômica, sendo, portanto, oportuno esse aproveitamento (BRASIL, CVM, 2021c).

Vale esclarecer, também, que essa dinâmica que limita o livre exercício das atividades econômicas de forma proporcional ao nível de risco que a atividade apresenta, conforme

³¹⁶ Resolução CVM n. 45/2021, art. 62: “Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado deve fixar inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem. Parágrafo único. O Colegiado deve considerar na dosimetria as demais sanções relativas aos mesmos fatos, aplicadas definitivamente por outras autoridades, cabendo ao acusado demonstrar, até o julgamento do processo pelo Colegiado, o cabimento dessa circunstância. Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado deve observar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade. § 1º Se adotado o critério de que trata o art. 61, inciso I, a pena-base da multa deve observar os limites aplicáveis a cada infração, previstos no Anexo A, sem prejuízo da aplicação cumulativa de outras modalidades de pena descritas no art. 60 desta Resolução. § 2º Na hipótese do § 1º em que a infração não esteja prevista no Anexo A, o Colegiado deve, com base na gravidade da conduta, enquadrá-la em um dos grupos previstos no referido Anexo. § 3º A pena-base das penalidades descritas no art. 60, incisos III a VI, deve ser fixada em meses e não poderá ser superior a 10 (dez) anos. § 4º A pena-base da penalidade descrita no art. 60, inciso VII, deve ser fixada em meses e não poderá ser superior a 5 (cinco) anos.” (BRASIL, CVM, 2021n).

³¹⁷ Resolução CVM n. 45/21: “Anexo a à resolução CVM N. 45, de 31 de agosto de 2021. Valor máximo da pena-base pecuniária de que trata o art. 62. GRUPO: I. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA: [...] V – violação às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários. VALOR MÁXIMO DA PENA-BASE PECUNIÁRIA: R\$300.000,00 (trezentos mil reais); GRUPO: II. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA: [...] III – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários. VALOR MÁXIMO DA PENA-BASE PECUNIÁRIA: R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais). GRUPO: III. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA: VI – exercício irregular de atividade de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários, escriturador e custodiante; [...] VIII – violações à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. VALOR MÁXIMO DA PENA-BASE PECUNIÁRIA: R\$3.000.000,00 (três milhões de reais). GRUPO: IV. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA: I – violações que constituam infrações graves à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. VALOR MÁXIMO DA PENA-BASE PECUNIÁRIA: R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). GRUPO: V. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA: [...] VIII – exercício irregular de atividade de administração de carteiras de valores mobiliários; [...] VALOR MÁXIMO DA PENA-BASE PECUNIÁRIA: R\$R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)” (BRASIL, CVM, 2021n)

classificação adotada pelos reguladores ou outros responsáveis, considerou a sistemática do Licenciamento 4.0, programa de governo lançado que visou conferir maior efetividade à maneira como a União, suas autarquias e fundações prestam esse serviço aos cidadãos e às pessoas empresárias (BRASIL, CVM, 2020d; LICENCIAMENTO..., 2019).

Apresentada a análise dos dispositivos constitucionais, legais e infralegais que freiam o livre exercício de atividades, conclui-se que a exigência de autorização prévia depende do nível de riscos e da gravidade que a atividade econômica pode proporcionar, de forma que, quanto maior o risco da atividade, maior a autorização normativa para o Estado impor limites ao seu exercício.

4.2 Justificativas para se exigir a prévia autorização estatal

O nível de risco de determinada atividade e a necessária proteção dos interesses públicos eleitos na Constituição Federal em detrimento dos interesses particulares são os principais fundamentos jurídicos para se exigir ou dispensar prévia autorização estatal, sendo imprescindível que, no primeiro caso, essa exigência esteja prevista em lei, um requisito formal à atuação regulatória do Estado para restringi-la.

No caso dos participantes analisados nesta dissertação, um aspecto relevante a ser considerado é que sua atuação influencia na decisão da população de realizar ou não investimento em valores mobiliários, o que, por sua vez, acaba tendo repercussão na movimentação da poupança popular no País, um interesse público relevante ao Estado.

Apesar de a palavra “risco” apresentar diversas acepções, seu sentido está sempre conectado ou associado à possibilidade de ocorrência de eventos incertos, indesejados e futuros. No contexto das finanças e do processo de tomada de decisão de investimento, o risco pode ser medido pela estatística³¹⁸ de modo a se mensurar o nível de possibilidade de acontecer uma perda, sendo a incerteza um dos mais significativos aspectos do cálculo para seu dimensionamento. Popularmente, diz-se que o investimento apresenta riscos quando ele é capaz de não obter a rentabilidade esperada³¹⁹, razão pela qual todos os produtos do mercado financeiro são considerados “arriscados”, o que muda é apenas o grau de incerteza a que estão

³¹⁸ Segundo Assaf Neto (2018, p. 373), o risco é, na grande parte das vezes, representado pela medida estatística do desvio padrão, o qual revela o risco da operação, ou seja, a dispersão dos resultados em relação a um valor médio esperado.

³¹⁹ Os riscos dos investimentos comportam diversas interpretações e classificações, como o risco de liquidez, que ocorre quando o titular do produto não consegue vendê-lo com facilidade, com queda no preço do produto ou impossibilidade de se desfazer do negócio por falta de compradores, e o risco de crédito, que deriva da possibilidade da parte que prometeu o pagamento não honrar com essa obrigação, resultando assim em atraso ou falta de pagamento, situação popularmente conhecida como “calote”.

sujeitos, e com isso a probabilidade de os eventos indesejados acontecerem no futuro. Sabe-se, por exemplo, que a alocação de recursos financeiros em ações cotadas na bolsa de valores é mais arriscada do que aplicar na poupança, o que não significa afirmar que a última opção é “isenta de riscos”, pois esse é inerente ao mercado financeiro.

No regime jurídico instituído pela CVM³²⁰, para regular as estruturas internas de gerenciamento de riscos dos profissionais que atuam no mercado de valores mobiliários, o risco foi conceituado como todo³²¹ evento ou série de eventos previamente identificado pela autarquia, cuja possível ocorrência representa uma ameaça ao cumprimento de seus mandatos legais, os quais são classificados conforme sua natureza³²² e avaliados em consonância com o grau de severidade³²³ da seguinte forma:

³²⁰ A norma sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da CVM, que consolida o regime aplicável às estruturas internas de gerenciamento de riscos, incluindo atividades de supervisão e fiscalização da autarquia é a Resolução CVM n. 53/2021 (BRASIL, CVM, 2021r). Essa norma segue as orientações fixadas pela Resolução CMN n. 3.427/2006, que trata da política a ser adotada na supervisão da estrutura e funcionamento do mercado de valores mobiliários pela CVM, bem como na orientação geral de suas atividades finalísticas (BCB/CMN, 2006).

³²¹ Resolução CVM n. 53/2021, art. 3º (BRASIL, CVM, 2021r).

³²² Resolução CVM n. 53/2021, art. 4º: “Os riscos tratados nesta Resolução possuem as seguintes naturezas: [...]” (BRASIL, CVM, 2021r).

³²³ Resolução CVM n. 53/2021, art. 7º: “Independentemente da natureza, os riscos devem ser avaliados conforme o seu grau de severidade, levando-se em consideração, conjuntamente, a probabilidade de sua materialização e o nível de impacto sobre o cumprimento dos mandatos legais da Autarquia, conforme representado na matriz de risco da CVM. Parágrafo único. O grau de severidade e a percepção de riscos previstos no *caput* devem determinar a urgência das ações necessárias ao seu adequado gerenciamento, resultando na seguinte avaliação: [...]” (BRASIL, CVM, 2021r).

Figura 7 – Risco para a CVM

Risco para a CVM		
Natureza	Risco econômico	aquele que se manifesta externamente à CVM, associado a eventos que possam afetar a estrutura e o funcionamento do mercado de valores mobiliários nos termos do art. 2º da Resolução CMN nº 3.427, de 21 de dezembro de 2006, incluindo atividades, processos, produtos, serviços, mercados e participantes por ela regulados
	Risco operacional	aquele que se manifesta internamente à CVM, decorrente de eventos relacionados a falhas de sistema, falhas de gerenciamento, falhas de controles e erros humanos associados a processos e recursos operacionais da autarquia
	Risco à integridade	aquele que decorre de eventos relacionados a corrupção, fraudes, irregularidades ou desvios éticos e de conduta, que possam comprometer os valores e padrões preconizados pela CVM e a realização de seus objetivos
Grau de severidade	Risco prioritário	apresentam elevado grau de severidade, acima do limite máximo de tolerância definido pelo CGR, com potencial de gerar danos substanciais ao cumprimento de ao menos um mandato legal, requerendo a adoção de ações de curto e médio prazos para mitigação ou eliminação do risco, a ser tratado no âmbito do Plano Bienal de Supervisão Baseado em Risco (“Plano Bienal de SBR”) e acompanhado diretamente pelo CGR
	Risco alto	dotado de alto grau de severidade, acima do limite máximo de tolerância definido pelo CGR e abaixo dos riscos classificados como prioritários, com potencial de afetar o cumprimento pela CVM de seus mandatos legais, requerendo a adoção de ações de tratamento de curto e médio prazos
	Risco médio	possui médio grau de severidade, com potencial de afetar o cumprimento pela CVM de seus mandatos legais, requerendo o seu monitoramento e a eventual adoção de ações de mitigação ou eliminação do risco, de seus efeitos ou causas
	Risco baixo	carrega baixo grau de severidade, com baixo potencial de afetar o cumprimento pela CVM de seus mandatos legais, não priorizado na eventual adoção de ações de tratamento de curto e médio prazos

Fonte: Elaborada pela autora nos exatos termos da Resolução CVM n. 53/2021 (BRASIL, CVM, 2021r).

A maior preocupação recai sobre os riscos classificados como prioritários, inseridos nos Planos Bienais de Supervisão Baseado em Risco (“Plano Bienal de SBR”)³²⁴ por apresentar potencial de gerar danos substanciais ao cumprimento de mais de um mandato legal da CVM.

No biênio 2017-2018, a CVM passou a classificar o exercício irregular de atividades econômicas no mercado de valores mobiliários como risco prioritário, por admitir que a

³²⁴ Resolução CVM n. 53/2021, art. 22: “Os riscos econômicos classificados como prioritário devem integrar o Plano Bienal de SBR, o Plano de Trabalho das Unidades e ser acompanhados diretamente pelo CGR. [...] Art. 26. O Plano Bienal de SBR deve definir as prioridades de supervisão e de fiscalização a serem observadas pela CVM no período de 2 (dois) anos contados do início de sua vigência. Art. 27. As atividades de supervisão e fiscalização do mercado de valores mobiliários devem ser executadas de acordo com o Plano Bienal de SBR e os Planos de Trabalho das Unidades, sem prejuízo dos deveres legais impostos à CVM” (BRASIL, CVM, 2021r).

atuação de qualquer participante no mercado de valores mobiliários sem a prévia autorização exigida por lei representa um risco à normalidade³²⁵ e à funcionalidade dos mercados fiscalizados pela autarquia (BRASIL, CVM, 2016, p. 75-78).

No biênio 2019-2020³²⁶, a CVM manteve referido ponto de vista, mas subdividiu a classificação em dois tipos de eventos:

- a) o risco prioritário decorrente da distribuição de contratos derivativos *Forex* sem a contratação de instituição intermediária e sem dispensa regulatória; e
- b) o risco prioritário derivado da intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei (BRASIL, CVM, 2020g, p. 79-82).

No Plano Bienal 2021-2022, a preocupação ganhou ainda mais realce³²⁷, pois a CVM passou a qualificar como “mercado marginal” a atuação irregular dos profissionais não

³²⁵ Plano Bienal CVM de Supervisão Baseada em Risco (SBR) 2017-2018, 6.4: “Supervisão sobre a Intermediação Irregular. O mercado de intermediação é altamente controlado por uma estrutura de gatekeepers (no caso, custodiantes, depositários centrais e especialmente escrituradores de valores mobiliários) que lhe garante certa higidez e oferece uma primeira barreira de proteção contra a atuação irregular na intermediação de valores mobiliários. Porém, a atuação de qualquer agente no mercado de valores mobiliários sem contar com uma prévia autorização, sempre que exigida pela lei, representa um risco na normalidade e funcionalidade dos mercados fiscalizados pela CVM. 6.4.1 Evento de Risco e Ações de Supervisão Evento de risco n. 7. Atuação, em mercados regulamentados de valores mobiliários, de pessoas não autorizadas a operar. Prioridade de supervisão: Criar rotinas de monitoramento para identificar e apurar indícios de intermediação irregular. Ações específicas de supervisão: 1. Analisar semestralmente, por amostragem, operações com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários que apresentem indícios de intermediação irregular. 2. No âmbito de denúncias, reclamações, consultas e outros tipos de demandas de investidores, verificar indícios da atuação de pessoas que estejam captando clientes brasileiros para a realização de investimentos no mercado *Forex* e assemelhados (como o de opções binárias). 3. Pesquisar semestralmente, na rede mundial de computadores, ofertas de investimentos no mercado *Forex* destinadas especificamente para investidores brasileiros” (BRASIL, 2016).

³²⁶ Plano Bienal CVM de Supervisão Baseada em Risco (SBR) 2019-2020, Risco n. 3: “Atuação, em mercados regulamentados de valores mobiliários, de pessoas não autorizadas a operar. Para o biênio 2019-2020, a supervisão sobre a intermediação irregular trabalhará com os eventos de riscos referentes ao Risco n. 3, conforme a seguir apresentados, com suas respectivas ações específicas de supervisão. Evento de Risco 3.1: Distribuição de contratos derivativos *Forex* sem contratação de instituição intermediária e sem dispensa regulatória. [...] Evento de Risco 3.2: Intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei. Ações Específicas de Supervisão. 1) Analisar as comunicações recebidas de escrituradores de valores mobiliários sobre operações com valores mobiliários com indícios de intermediação irregular. Meta: Verificar 100% (cem por cento) das comunicações recebidas a cada semestre, identificando as que contenham indícios de intermediação irregular e que estejam sob a jurisdição da CVM. 2) No âmbito de denúncias, reclamações, consultas e outros tipos de demandas de investidores, verificar indícios de oferta de serviços de intermediação de valores mobiliários por pessoas não autorizadas. Meta: Analisar 100% (cem por cento) das comunicações levadas ao conhecimento da área com indícios de oferta irregular de serviço de intermediação, identificando as ações a tomar em cada caso. Para os casos em que seja verificada a pertinência de edição de Stop Order, providenciar que seja emitido o competente Ato Declaratório” (BRASIL, 2018g).

³²⁷ Como relatado no Plano Bienal 2021-2022, o aumento do mercado marginal motivou a previsão do risco como prioritário novamente no Plano Bienal, o que foi associado ao: contexto de juros baixos no país; crescimento do mercado de valores mobiliários de forma significativa na última década (tanto em volumes negociados quanto em complexidade); sofisticação e difícil identificação e apuração das fraudes sob investigação da CVM e a insuficiência do pessoal e de recursos para o desenvolvimento de todas as atividades da autarquia (BRASIL, CVM, 2020k).

devidamente autorizados ao exercício de atividades privativas no mercado de valores mobiliários, tendo previsto em seu plano de supervisão de riscos grupo específico com essa nomenclatura: o Grupo n. 1 – mercado marginal, para o qual foram mapeados 3 (três) eventos de riscos (prioritários):

- a) Evento de Risco SIN 28: prestação de serviço de gestão de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários sem o devido registro para o exercício regular das atividades que são privativas desses profissionais;
- b) Evento de Risco SMI 17: intermediação de valores mobiliários por sujeitos não autorizados ao exercício regular e
- c) Evento de Risco SRE 8: agentes não registrados ou não dispensados de registro ou que realizem ofertas públicas de valores mobiliários sem o devido registro na CVM ou a dispensa do mesmo (BRASIL, CVM, 2020k, p. 1-17 e 59).

No Plano Bienal 2023-2024, a CVM manteve a sua preocupação em reduzir o denominado mercado marginal, direcionando seus esforços de fiscalização com o mapeamento de dois eventos:

- a) Evento de Risco SMI 17: prestação de serviços de gestão de valores mobiliários sem registro³²⁸ e
- b) Evento de Risco SMI 17: intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei, inclusive distribuição de contratos derivativos *Forex*³²⁹ (BRASIL, CVM, 2023d, p. 1-13 e 40).

³²⁸ Plano Bienal CVM de Supervisão Baseada em Risco (SBR) 2023-2024. Risco CVM n. 1: “MERCADO MARGINAL. SIN 17 – Prestação de serviços de gestão de valores mobiliários sem registro. REGULADOS SUPERVISIONADOS: Agentes não regulados que, por meios públicos, inclusive digitais (redes sociais, websites, plataformas, etc.) ofereçam serviços profissionais que demandem prévio credenciamento na CVM para o seu exercício (em especial, gestão, consultoria ou análise de valores mobiliários). FONTE DO RISCO: Assimetria informacional, Falha operacional, Conflito de interesse. MANDATOS LEGAIS IMPACTADOS: Eficiência e funcionamento do mercado, Proteção dos investidores, Acesso à informação adequada, Fiscalização e punição. ANÁLISE DO NÍVEL DE RISCO: 180. Meta: manter. FUNDAMENTAÇÃO SOBRE A CLASSIFICAÇÃO DE CADA GRUPO NA MATRIZ DE RISCO: Informação não obrigatória, nos termos do art. 22, *caput*, da Resolução CVM n. 53/2011. [...] DESCRIÇÃO DAS AÇÕES DE SUPERVISÃO PARA O EVENTO DE RISCO: Prioridade de Supervisão: Reclamações e denúncias trazidas por investidores sobre mercado marginal. Ação Específica: Priorização e tratamento de mercado marginal segundo critérios baseados em risco. Descrição da Ação Específica: Os casos recebidos na SIN são submetidos a um tratamento de priorização baseados na (1) relevância e repercussão, (2) verossimilhança e (3) gravidade da conduta. Com base na amostra selecionada, é realizado tratamento de intimação do participante, coleta de dados, informações e documentos adicionais e ações de *enforcement* cabíveis. Os casos de gestão irregular e captação efetiva de recursos têm sido priorizados nesse sentido. METAS DAS AÇÕES DE SUPERVISÃO PARA O EVENTO DE RISCO: Intensidade da Ação: Alta. Periodicidade de Apuração da Meta: Anual. Meta Quantitativa da Ação na Periodicidade Definida: x%. Peso da Ação (em %): 15%” (BRASIL, CVM, 2023d).

³²⁹ Plano Bienal CVM de Supervisão Baseada em Risco (SBR) 2023-2024: “RISCO CVM N. 1: MERCADO MARGINAL. SMI 17 – Intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei, inclusive distribuição de contratos derivativos *Forex*. REGULADOS SUPERVISIONADOS: Evento trata

E a preocupação com o mercado marginal não ficou restrita à simples menção nos Planos Bienais. Também se verificou esse tipo de atenção por parte da CVM em seus relatórios de gestão, documentos nos quais aparecem: notícias sobre o interesse em controlar o mercado marginal; dados sobre o atendimento da autarquia ao público; quantidade de denúncias recebidas pela CVM; adoção de iniciativas na esfera educacional para melhor orientar os investidores; referências ao aprimoramento quanto ao envio e acompanhamento dos alertas de suspensão, dentre outras informações.

Da mesma forma pode-se afirmar em relação aos relatórios de atividade sancionadora, eis que também evidenciam a preocupação da CVM com o mercado marginal. Tal conclusão pode ser extraída de dados interessantes, como o crescimento do número de comunicados da CVM ao Ministério Público Federal e Ministério Público Estadual em razão de indícios de cometimento de crimes tipificados pela Lei n. 6.385/1976³³⁰.

O mapeamento acima permitiu verificar que a CVM estabelece forte conexão entre os riscos do exercício de atividades irregulares no mercado e a necessidade de autorização prévia por parte do regulador, na tentativa de evitar que seus mandatos legais sejam impactados. É o mesmo que dizer que o mercado marginal pode impactar as atividades do regulador e, por isso, a diligência, na forma da regulação executiva e judicante, para coibir essas atividades ilícitas e estimular a obtenção da autorização prévia.

Percebeu-se que, quanto maior for o mercado marginal, maior a preocupação do regulador em relação a proteção de tais mandatos, com destaque para a proteção dos

da supervisão sobre atividades de pessoas não autorizadas pela CVM. FONTE DE RISCO: Conflito de Interesses Falha Operacional. MANDATOS LEGAIS IMPACTADOS: Eficiência e Funcionamento do Mercado, Fiscalização e Punição, Proteção dos Investidores, Acesso à Informação Adequada. ANÁLISE DO NÍVEL DE RISCO: 180. Meta: manter. FUNDAMENTAÇÃO SOBRE A CLASSIFICAÇÃO DE CADA GRUPO NA MATRIZ DE RISCO: Informação não obrigatória, nos termos do art. 22, *caput*, da Resolução CVM n. 53/2011. [...] DESCRIÇÃO DAS AÇÕES DE SUPERVISÃO PARA O EVENTO DE RISCO: Prioridade de Supervisão: 1. Ação Específica: Repressão a ofertas públicas de derivativos irregulares. Descrição da Ação Específica: Alertar o público sobre ofertas irregulares trazidas ao conhecimento da CVM, por meio de publicação de comunicado ou Ato Declaratório. Comunicar o Ministério Público dos indícios de crime verificados em até 15 dias do alerta ao público. Prioridade de Supervisão: 2. Ação Específica: Repressão a intermediação irregular de valores mobiliários. Descrição da atividade específica: Alertar o público sobre indícios de que pessoas não autorizadas estejam desempenhando a atividade de intermediário de valores mobiliários (inclusive como assessores de investimentos) sem autorização da CVM por meio de comunicado ou Ato Declaratório. Comunicar o Ministério Público dos indícios de crime verificados em até 15 dias do alerta ao público. METAS DAS AÇÕES DE SUPERVISÃO PARA O EVENTO DE RISCO: Intensidade da Ação: Alta. Periodicidade de Apuração da Meta: Anual. Meta Quantitativa da Ação na Periodicidade Definida: X% dos casos identificados pela CVM. Peso da Ação (em %): 30%” (BRASIL, CVM, 2023d).

³³⁰ Essas afirmativas podem ser verificadas na análise documental dos Relatórios de Gestão e Relatórios de Atividade Sancionadora entre 2017 e 2021 (BRASIL, CVM, 2018a, p. 83) (BRASIL, CVM, 2019b, p. 24) (BRASIL, CVM, 2020h, p. 24) (BRASIL, CVM, 2021e, p. 40-73) (BRASIL, CVM, 2022d, p. 87-89) (BRASIL, CVM, 2020e, p. 33) (BRASIL, CVM, 2020f, p. 24) (BRASIL, CVM, 2020g, p. 24) (BRASIL, CVM, 2021d, p. 2-35) (BRASIL, CVM, 2022b, p. 2-30).

investidores, cuja confiança deve ser mantida para que o mercado continue funcionando. Reforça esse entendimento o fato de o mercado marginal estar sendo mencionado pela CVM desde 2017 em seus documentos e relatórios.

Assim, para responder à pergunta que vem norteando a elaboração deste relatório de pesquisa, verificou-se que o Estado brasileiro justifica a exigência de autorização prévia para os analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e administradores de carteira de valores mobiliários, principalmente, em razão dos riscos que a inexistência desse controle pode trazer aos investidores e ao mercado financeiro.

Adotou-se essa terminologia em vez de “riscos para o investidor” pelo fato de o legislador da Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a) não se preocupar somente com uma classe específica de investidores em valores mobiliários, ou um único investidor, mas também com todos os futuros investidores, bem como com seu futuro e a contribuição que podem oferecer para a expansão do mercado supervisionado. Já a adoção da segunda terminologia, em detrimento de “riscos para o mercado de valores mobiliários”, justificou-se pelo fato de os mercados serem indissociáveis, dependentes e integrarem um único sistema: o Sistema Financeiro Nacional. Ou seja, quando existe impacto no mercado de valores mobiliários, há elevadas chances de haver impacto, também, nos mercados financeiros em geral, sendo, portanto, mais prudente tratar o assunto de forma mais ampla, apesar da competência da CVM para atuar somente no mercado de valores mobiliários.

Retomando, essa ideia considerou a doutrina selecionada neste trabalho que dividiu os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários em duas partes, a proteção aos investidores e ao mercado (KLÖHN, 2022, p. 20). Sabe-se, todavia, que não pode admitir plena separação e desconexão entre eles, eis que ao se pretender proteger os investidores, acaba-se protegendo o mercado, e vice-versa. Ou seja, se o risco para o investidor é eliminado, administrado ou mitigado, o mercado como um todo se beneficia.

Cumprido, portanto, trabalhar condutas e fatos que podem ensejar a configuração dos tais riscos para os investidores e para o mercado. É o que passa a fazer a seguir, com a ressalva de que o levantamento não exaure todas as possibilidades, nem analisa todas as possíveis consequências do alargamento das condutas indesejadas e crescimento do mercado marginal.

4.2.1 Riscos para os investidores

Como verificado no capítulo que tratou da descrição das atividades econômicas dos participantes, o procedimento administrativo para a obtenção de autorização prévia é diferente para cada uma delas. Todavia, a lógica dessa exigência é a mesma para todos os profissionais, pois para todos eles a CVM:

- a) verifica se os interessados estão qualificados para a prestação de serviços, por meio de certificação ou comprovação de experiência profissional;
- b) analisa se apresentam requisitos mínimos de idoneidade;
- c) colhe informações dos interessados.

É com base nessas três etapas que os riscos aos investidores³³¹ serão apresentados, com adoção de raciocínio em que se:

- a) se desenha um exemplo de situação hipotética, por meio da qual se demonstra alguma deficiência para o exercício de controle por parte da CVM diante da inexistência da exigência de autorização prévia;
- b) se levantam as possibilidades de consequências que decorreriam da atuação livre e irrestrita de cada um dos profissionais analisados e
- c) se apresentam as possíveis perdas que esse tipo de atuação pode causar aos investidores (possibilidades de riscos associados às situações hipotéticas).

A primeira situação hipotética diz respeito à ausência de verificação da qualificação técnica do interessado pela CVM, haja vista que não existiria procedimento administrativo anterior para a obtenção da autorização prévia:

Figura 8 – Riscos para os investidores: ausência de qualificação técnica do profissional

Riscos para os investidores: ausência de qualificação técnica do profissional		
Situação hipotética	Possibilidades	Riscos para os investidores
O regulador deixa de verificar se o profissional tem ou não qualificação técnica para atuar no mercado (certificação ou comprovação de experiência)	O profissional exerce suas atividades sem o conhecimento e traquejo necessários, atua despreparado para lidar com todas as situações negociais, não se atualiza sobre as matérias envolvendo o mercado de valores mobiliários e, em razão disso, presta serviços de maneira inadequada ou equivocada	Os investidores recebem informações parciais, erradas, não são devidamente amparados e orientados. Aumentam os casos de prejuízos financeiros (falência, dilapidação do patrimônio, perdas de oportunidade)

Fonte: Elaborada pela autora.

³³¹ Obviamente, na dissertação mapeiam-se cenários negativos, em que o profissional, dada a inexistência de controle prévio por parte da CVM e do livre exercício de atividade, passa a não observar o conteúdo das normas da CVM.

As certificações são baseadas no exame e na verificação quanto à obtenção de conhecimentos específicos sobre o mercado financeiro³³², é, portanto, uma avaliação da qualificação. O propósito é exigir a devida preparação dos profissionais interessados em atuar em tal segmento, de modo a fomentar sua qualificação por meio do aprendizado contínuo de conteúdos e temas que dizem respeito ao funcionamento do mercado de valores mobiliários e do SFN. A lógica da certificação é promover a elevação do nível de preparo dos profissionais e, conseqüentemente, incrementar a qualidade dos serviços prestados e trazer benefícios aos investidores.

Além disso, a exigência de padrões mínimos de qualificação para o exercício de atividades, antes do ingresso do interessado em atuar no mercado, tende a ser um meio eficaz de o regulador prezar³³³ pela presença de profissionais honestos³³⁴, capazes e experientes, bem como pelo desenvolvimento de um mercado sólido e confiável, podendo afetar, também, a confiança do público investidor no mercado de forma positiva (BRASIL, 1978, p. 20).

Por mais diligente que seja a CVM, entretanto, não há promessa ou garantia de que a prestação de serviços será boa, completa ou adequada. A qualificação técnica não consiste em exame de mérito da CVM a respeito do participante, de modo que ela não assume a responsabilidade pela má atuação do profissional ou pela equivocada aplicação do conhecimento obtido no exame. Antes, a exigência de certificação é apenas um modo de verificar que o interessado detém do conhecimento necessário ao exercício daquela atividade, um dos requisitos condicionais para que venha pedir a autorização prévia ao regulador.

Na hipótese formulada, em que a CVM deixa de verificar se o interessado tem ou não a qualificação técnica necessária, pressupõe-se que a ausência de avaliação sobre o conhecimento técnico causaria maiores chances de a prestação de serviços ser ruim, equivocada, confusa, deficiente ou contraditória, podendo resultar em aumento da

³³² Desde a década de 2000, os reguladores e as entidades autorreguladoras dos mercados financeiros têm adotado programas de certificação profissional como forma de medir o conhecimento e as habilidades dos candidatos para o desempenho de algumas atividades. Os programas favoreceram tanto o amadurecimento dos mercados e de seus profissionais que hoje a certificação não é somente um meio para obtenção da autorização prévia, mas uma importante distinção do profissional no mercado como um todo (NARDINI, 2018, p. 39). Destaque-se que os programas de certificação exigem, também, a atualização constante por meio da PEC, programa de educação continuada que permite que o profissional se mantenha em constante atualização sobre os assuntos envolvidos com o exercício de sua atividade, o que acaba tendo efeitos positivos nos serviços que são prestados para os investidores.

³³³ O verbo utilizado pela CVM no documento analisado é “assegurar”. Na dissertação, entretanto, utiliza-se o verbo “prezar” pelo fato de o regulador não ter como garantir, de forma infalível, que o interessado (que apresentou a certificação necessária) tenha conhecimento e capacidade técnica para tanto, sendo a certificação um atestado do profissional ao regulador para fins de preenchimento de um dos requisitos necessários ao deferimento do pedido de autorização prévia, e não uma garantia dada pelo regulador ao investidor.

³³⁴ Essa característica é explorada na hipótese seguinte.

possibilidade de ocorrência de riscos aos investidores, como: prejuízos financeiros, aumento de custos e taxas, perdas de oportunidade ou chances, dilapidação do patrimônio e quebra de confiança em razão das perdas e/ou a falência.

Na situação seguinte, analisa-se a hipótese em que a CVM deixa de verificar se o interessado tem ou não os requisitos de idoneidade exigidos pelas resoluções dos participantes, como a reputação ilibada:

Figura 9 – Riscos para os investidores – Inidoneidade do profissional

Riscos para os investidores – Inidoneidade do profissional		
Situação hipotética	Possibilidades	Riscos para os investidores
O regulador deixa de verificar se o profissional tem ou não requisitos de idoneidade, como a reputação ilibada	Profissionais sem reputação ilibada exercem atividades no mercado, como pessoas que foram condenadas por crimes contra o mercado de capitais e, em razão disso, prestam serviços de maneira duvidosa	Os investidores têm contato com profissionais inidôneos, envolvidos com outras infrações. Há tendência de aumento dos casos de infrações relacionadas à má fé dos profissionais, e, conseqüentemente, os casos de prejuízos financeiros. Os investidores se surpreendem ao descobrir a verdadeira identidade dos profissionais e, por isso, reduzem suas aplicações em valores mobiliários

Fonte: Elaborada pela autora.

A CVM não define o que é reputação ilibada em suas normas, mas em processos administrativos a elege *standards* (STANDARD, 2023) que representam arquétipos exemplares de conduta, independentemente de condenação ou não, penal, civil ou administrativa (BRASIL, CVM, 2002b).

Em outras palavras, a CVM, em sua atuação discricionária, considera reputação ilibada uma qualidade que se adquire ao longo da vida e que pode ser manchada por fraudes praticadas no mercado, impedindo que o interessado exerça determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, eis que elas pressupõem a absoluta confiança do investidor no prestador de serviços, como é o caso da relação entre o administrador de carteira de valores mobiliários que tem poderes para gerir os recursos do seu cliente investidor (BRASIL, CVM, 2005; BRASIL, CVM, 2013b).

No cenário hipotético, o regulador abriria espaço para o exercício das atividades por pessoas de conduta duvidosa, colocando o investidor em uma situação mais vulnerável se comparado com profissionais de conduta exemplares. Na prática, a CVM colocaria no mesmo patamar dois tipos de profissionais diferentes: aqueles que se apresentam como minimamente

confiáveis (ou extremamente confiáveis) e aqueles para os quais não há como averiguar seu nível de confiabilidade, pois nem sequer há registro de seus dados pessoais no sistema de controle da autarquia. Assim, pode-se estar diante de profissionais nada confiáveis, com antecedentes criminais por prática de ilícitos no mercado financeiro – por exemplo, gerando ameaça adicional à confiança dos investidores.

Qual seria, então, o elemento de distinção entre eles, sendo que ambos poderiam exercer atividades econômicas no País? Como o investidor poderia distinguir entre prestadores de serviços idôneos, de boa reputação, com nível ético equilibrado e comprometidos com a prática de suas atividades daqueles prestadores de serviços de investimento que atuam de forma totalmente fraudulenta, visando somente enganar o investidor? As perdas poderiam ser terríveis, ficando o investidor sujeito ao risco de perder tudo o que tem em razão de condutas como:

- a) ocultação de informações para obter vantagens para si, como é o caso do participante que não revela os rendimentos negativos dos investimentos para continuar recebendo do investidor;
- b) atuação em conflito de interesses, com priorização de seus interesses em vez de prestigiar os interesses do investidor, como é o caso do participante que faz esforços de vendas para negociar valores mobiliários inadequados ao perfil do investidor para receber maior remuneração;
- c) prática de estelionato³³⁵, com transferência de recursos do investidor ao participante.

Obviamente, o objetivo de exigir padrões mínimos de ética não está desassociado da situação anterior, referente à qualificação técnica. Ambas reforçam o apelo que o regulador faz para tentar promover pessoas com boa reputação e honestidade, sendo a exigência de autorização prévia medida importante para o Estado tentar proteger o investidor, não para garantir o sucesso da rentabilidade dos investimentos, mas para evitar³³⁶ que ele venha a ser enganado a ponto de perder todo o patrimônio.

Na terceira situação, analisa-se a hipótese em que a CVM deixa de ter uma base de dados necessários à identificação do participante:

³³⁵ Decreto-Lei n. 2.848/1940 (Código Penal), Estelionato, art. 171: “Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento: Pena – reclusão, de um a cinco anos, e multa, de quinhentos mil réis a dez contos de réis. § 1º – Se o criminoso é primário, e é de pequeno valor o prejuízo, o juiz pode aplicar a pena conforme o disposto no art. 155, § 2º. § 2º – Nas mesmas penas incorre quem: [...]” (BRASIL, 1940).

³³⁶ É dizer que “a regulação não foi concebida para privar o cidadão do direito de ser tolo, mas procurou prevenir que outros o façam de tolo” (LOSS, SELIGMAN, 1998, p. 177 *apud* RENTERIA, 2020).

Figura 10 – Riscos para os investidores – Aumento das infrações

Riscos para os investidores: aumento das infrações		
Situação hipotética	Possibilidades	Riscos para os investidores
O regulador deixa de colher informações básicas sobre o profissional, com nome completo, telefone, histórico, e-mail, endereço, site	O regulador não mantém um sistema de controle sobre os dados dos profissionais, não conhece quem integra o mercado de valores mobiliários como participante e, em razão disso, tem dificuldades de fiscalizá-lo e de entrar em contato quando necessário	Os profissionais descumprem as normas previstas na regulação, praticando infrações como: não observância ao <i>suitability</i> ; <i>churning</i> ; <i>front-running</i> . Aumentam os casos de prejuízos financeiros, com desconfiança do público investidor

Fonte: Elaborada pela autora.

Quando o interessado pede a autorização prévia, a CVM colhe informações importantes, como endereço, e-mail, telefone, site, nome completo, CPF, dentre outros dados que permitem verificar a identidade dele. Além disso, ao se tornar um participante do mercado, é necessário que o participante mantenha seu cadastro atualizado³³⁷, com a constante prestação de informações aos reguladores³³⁸, facilitando, assim, sua fiscalização, seu monitoramento e sua responsabilização.

Em uma situação em que a CVM não colhe esses dados, ela deixaria de saber quem e quantos são os participantes, onde estão e qual é o telefone de contato, o que poderia acarretar maior liberdade e disposição para o descumprimento das normas. Afinal, seria muito difícil investigar infrações de pessoas que o regulador nem sabe quem são, qual o seu contato de emergência³³⁹ ou CPF.

Os riscos aos investidores são, portanto, o aumento da probabilidade da prática das infrações que possam, de alguma forma, beneficiar o profissional e prejudicar o investidor, como:

- a) *churning*³⁴⁰: operação fraudulenta classificada como uma infração grave, que ocorre quando um profissional aproveita-se de sua posição em relação ao cliente,

³³⁷ Como detalhado no item 3.4 deste trabalho, que tratou da Resolução CVM n. 51/2021 (BRASIL, CVM, 2021p).

³³⁸ As resoluções dos participantes podem prever deveres adicionais, como o caso dos formulários de referência dos administradores de carteira de valores mobiliários e dos consultores de valores mobiliários.

³³⁹ O cenário piora quando observadas as estruturas dos mercados financeiros, em que um ilícito de grande impacto pode ocorrer em segundos, com perdas inestimáveis a cada minuto, dada a possibilidade de transações múltiplas e de forma simultânea pelos sistemas de negociação de valores mobiliários.

³⁴⁰ *Churning* é o nome popular em inglês da prática de “girar” a carteira do investidor excessivamente, com o objetivo de gerar maiores receitas e comissões para o profissional, na maioria das vezes praticado por gestores de recursos e assessores de investimento que têm acesso facilitado à conta do cliente e recebem remuneração atrelada às receitas geradas pela carteira do investidor (BRASIL, CVM, 2020a, p. 3). É uma modalidade de fraude que ocorre quando pessoas que exercem alguma forma de controle sobre recursos dos investidores passam a negociá-los de modo excessivo, visando gerar taxas e comissões para si ao invés de atender ao melhor interesse do investidor (BRASIL, CVM, 2019d).

com acesso facilitado à sua conta, para realizar múltiplas operações e gerar receitas de corretagem e ou comissões para si em razão do giro excessivo da carteira de investimentos do cliente, de forma não permitida e em desrespeito ao perfil do cliente (BRASIL, CVM, 2013d, p. 3-4);

- b) *front-running*: prática não equitativa³⁴¹ classificada como uma infração grave, que ocorre quando um profissional, de posse de informações sobre a realização de operações ainda a serem executadas³⁴² no mercado e que têm o potencial de influenciar a formação dos preços dos valores mobiliários, realiza as operações com esses produtos, buscando obter benefícios financeiros para si;
- c) inobservância do *suitability*: infração classificada como grave, que diz respeito ao descumprimento de regras relativas ao dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente³⁴³;
- d) infrações relacionadas à interferência no preço dos valores mobiliários, como a manipulação de preço³⁴⁴, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou

³⁴¹ Resolução CVM 62/2022, art. 2º: “Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições: [...] IV – prática não equitativa: aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação” (BRASIL, CVM, 2022g).

³⁴² Esse entendimento foi consolidado no Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002595/2017-13 (BRASIL, CVM, 2019f).

³⁴³ Resolução CVM n. 30/2021, art. 6º: “É vedado às pessoas referidas no art. 2º recomendar produtos ou serviços ao cliente quando: I – o produto ou serviço não seja adequado ao perfil do cliente; II – não sejam obtidas as informações que permitam a identificação do perfil do cliente; ou III – as informações relativas ao perfil do cliente não estejam atualizadas. Art. 7º Quando o cliente ordenar a realização de operações nas situações previstas nos incisos I a III do art. 6º, as pessoas referidas no art. 2º devem, antes da primeira operação com a categoria de valor mobiliário: I – alertar o cliente acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência; e II – obter declaração expressa do cliente de que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de perfil. Parágrafo único. As providências exigidas no *caput* são dispensadas quando o cliente estiver, comprovadamente, implementando recomendações fornecidas por consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM. [...] Art. 16. Constitui infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a inobservância das vedações e deveres estabelecidos nos arts. 6º e 7º” (BRASIL, CVM, 2021i).

³⁴⁴ Resolução CVM n. 62/2022, art. 2º: “Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições: I – condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários: aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; II – manipulação de preços: a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda; [...] Art. 3º É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. Art. 4º Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução. Art. 4º Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução” (BRASIL, CVM, 2022g).

preço de valores mobiliários, a manipulação de mercado³⁴⁵ e o uso indevido de informação privilegiada³⁴⁶).

Merece destaque, todavia, que essa correlação feita entre situações hipotéticas de não exigência de autorização prévia e agravamento de riscos para os investidores não é uma relação de causalidade, em que, se não houver o controle da autarquia sobre quem entra, permanece ou sai do mercado de valores mobiliários, os investidores não sofrem danos e prejuízos. Antes, a exigência de autorização prévia é uma das formas que o Estado tem de tentar evitar a ocorrência desses eventos indesejados, administrando melhor essas situações.

Analisadas essas situações hipotéticas de riscos para os investidores em decorrência da falta de controle prévio exercido pela CVM sobre a atuação dos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimento e administradores de carteiras de valores mobiliários, passa-se a discorrer sobre as hipóteses de riscos que tal situação pode acarretar para o mercado financeiro.

4.2.2 Riscos para o mercado financeiro

Adotando similar estratégia, neste tópico elegeram-se, também, situações hipotéticas de ausência de intervenção prévia da CVM para liberar o exercício das atividades dos participantes analisados, trabalhando as possibilidades de consequência e riscos daí decorrentes para o mercado financeiro.

A primeira situação hipotética relaciona-se à ausência de ciência sobre a quantidade de participantes do mercado de valores mobiliários, o que poderia impedir a CVM de, em decorrência de não saber quantos participantes estão aí atuando, fazer o mapeamento do crescimento de profissionais de forma correta³⁴⁷. Tal situação poderia levar à maior

³⁴⁵ Lei n. 6.385/1976, art. 27-C: “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime” (BRASIL, 1976a).

³⁴⁶ Lei n. 6.385/1976, art. 27-D: “Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. § 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor. § 2º A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no *caput* deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo” (BRASIL, 1976a).

³⁴⁷ Atualmente, a CVM disponibiliza informações quantitativas dos mercados regulados por meio de divulgação trimestral de boletins no site da autarquia (BRASIL, CVM, 2021b).

probabilidade de a autarquia se equivocar no direcionamento de suas estratégias regulatórias³⁴⁸, aumentando o risco de haver a ineficiência da regulação por não cumprir as finalidades e atribuições definidas pelo Estado.

A segunda situação trata da hipótese em que a CVM deixa de verificar, logo no início do exercício das atividades dos participantes, a montagem por parte deles de estrutura de *compliance*, por meio da qual há a adoção e a criação de regras, procedimentos e controles internos para tentar assegurar que a atuação profissional esteja em conformidade com os deveres e regras contidas nas normas³⁴⁹.

Diante desse cenário, o regulador conferiria maior liberdade para a prática de infrações que tal mecanismo visa evitar, como a de ilícitos envolvendo a lavagem de dinheiro, o financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa (LD/FTP). Nesse caso, o Brasil reduziria bastante, nacional e internacionalmente, o nível de compromisso do regulador com a PLD/FTP, uma vez que as normas do mercado financeiro estão diretamente interligadas à legislação federal que dispõe sobre esses ilícitos e outras recomendações de organismos internacionais que prezam pela integridade do SFN, como o Grupo de Ação Financeira (GAFI) (O QUE..., 2022, p. 3).

A terceira hipótese, não muito diferente da prevista na seção anterior, trata da situação em que a CVM deixa de colher e manter informações importantes dos participantes, dificultando o contato e favorecendo a prática de infrações em razão da fiscalização falha e tardia. Nessa hipótese, além dos já identificados riscos para os investidores, surgiriam também sérios riscos ao mercado, principalmente pelo fato de que os investidores poderiam desconfiar de todo o mercado financeiro em razão do aumento das infrações praticadas por um ou mais participantes do mercado de valores mobiliários.

Com a ausência de confiança por parte do investidor, o que iria interferir na reputação do mercado como um todo³⁵⁰, poderia ocorrer forte redução das aplicações em valores

³⁴⁸ O melhor exemplo é a crescente ascensão da classe dos assessores de investimento. Se a CVM não tivesse mapeado esses dados por meio da exigência de autorização prévia, ela poderia focar sua atuação em outro prestador de serviços que nem sequer apresenta relevância em razão do número de participantes. Além disso, se determinado prestador de serviços cresce de forma exponencial em relação a todos os outros, pode estar havendo algum detalhe que mereça atenção especial por parte da CVM.

³⁴⁹ Ofício-Circular CVM SMI n. 2/2021: “A atividade de *compliance* é bem conhecida do mercado de valores mobiliários e tem papel fundamental em assegurar que os participantes atuem não apenas em conformidade com as obrigações regulatórias, mas também com as normas internas da própria instituição” (BRASIL, CVM, 2021s).

³⁵⁰ A respeito desse assunto, o Ofício-Circular CVM SMI n. 4/2018, que tratou dos assessores de investimento, ressaltou que estes profissionais influenciam decisões que podem ter grande peso tanto para os investidores quanto para a reputação do mercado como um todo, exercendo atividades que tem uma responsabilidade muito maior do que a ordinariamente imposto a outros profissionais de venda de outras indústrias, eis que tem sob sua alçada parcela da poupança popular (BRASIL, CVM, 2018b). Em que pese a manifestação de entendimento não

mobiliários, como o afastamento desses investidores, que iam preferir recorrer a produtos de investimentos mais tradicionais ou, ainda, direcionar os recursos ao exterior pela desconfiança exacerbada no mercado financeiro brasileiro. Caso esse cenário ocorresse, os preços dos valores mobiliários poderiam despencar, interferindo na dinâmica de negociação e precificação dos valores mobiliários, além de desestimular outras companhias e pessoas a ingressar no mercado de valores mobiliários e nele celebrar negócios.

Em resumo, ocorreria exatamente o contrário do pretendido pela Lei n. 6.385/1976³⁵¹: o mercado deixaria de se expandir ou de funcionar de maneira regular, enquanto que os investidores, intimidados com a precária estrutura de proteção aos seus direitos, iam evitá-lo. Com isso, o SFN, estruturado para ser um sistema propício para o desenvolvimento equilibrado do país³⁵², com pronta servidão aos interesses da coletividade, se transformaria em um esquema ideal para prática de ilícitos dos mais variados tipos, afastando o público investidor e interferindo negativamente o crescimento econômico do Brasil.

4.3 Importância da regulação executiva

Como se viu no raciocínio hipotético apresentado no tópico anterior, a exigência de autorização prévia do regulador é extremamente importante para o mercado, para os interesses dos investidores e, conseqüentemente, ao Estado, a quem cabe promover o desenvolvimento econômico e social do País. Tal relevância pode ser reforçada quando se considera que o controle estatal à entrada dos participantes selecionados neste trabalho tem também como objetivos a tentativa de:

ter englobado os outros profissionais analisados nesta dissertação, a interpretação se estende a eles pelo fato de que também têm sob sua responsabilidade parcela da poupança popular.

³⁵¹ Lei n. 6.385/1976. art. 4º: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I – estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II – promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V – evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII – assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional” (BRASIL, 1976a).

³⁵² Constituição da República de 1988, art. 192: O” sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (BRASIL, 1988).

- a) evitar ou minimizar os riscos de prejuízos que a atuação desses profissionais pode promover para os investidores para o mercado financeiro;
- b) estabelecer um ambiente de concorrência adequado a todos os interessados que pretendem exercer as atividades econômicas sujeitas à regulação da CVM, com reserva de mercado profissional àqueles que se adequaram aos requisitos postos pelo regulador e obtiveram a autorização prévia³⁵³;
- c) criar condições para que a CVM possa controlar o exercício das atividades econômicas e o cumprimento de todas as normas aplicáveis ao participante e
- d) tornar o participante uma peça-chave na posição de aliado do regulador, na medida em que é eleito como *gatekeeper* – *guardião* (GATEKEEPER, 2023) – na fiscalização dos ilícitos ocorridos no mercado supervisionado, por meio da imposição de obrigatoriedade de divulgação e prestação de informações à CVM.

No Brasil, a característica dos analistas de valores mobiliários³⁵⁴ e assessores de investimento como *gatekeepers* já é reconhecida, com expressa citação dessa qualidade em editais de audiência pública³⁵⁵ e decisões proferidas pela CVM³⁵⁶ no exercício de sua função regulatória executiva e judicante³⁵⁷ (HAENSEL, 2014, p. 4. p. 79). Essa característica como

³⁵³ No caso, quando a CVM exclui determinado grupo de interessados e privilegia aqueles que se mostraram aptos ao exercício de atividade econômica, estabelecendo uma reserva de mercado profissional, o objetivo é formar um sistema de concorrência vantajoso ao investidor e ao mercado, eis que os requisitos impostos para o pedido de autorização prévia são considerados essenciais à manutenção dos interesses públicos da autarquia. Cumpre lembrar, também, que os princípios da livre iniciativa e da livre concorrência, como explicado no capítulo 2, embora sejam complementares, apresentam conceitos distintos, podendo o Estado adotar instrumentos para privilegiar o segundo em detrimento do primeiro.

³⁵⁴ Decerto, assim como o assessor de investimentos, o analista de valores mobiliários também é peça-chave para auxiliar a CVM em sua função fiscalizatória. O participante, no entanto, faz isso de maneira peculiar, pois sua atuação está mais relacionada à busca pela credibilidade das informações divulgadas pelos emissores de valores mobiliários do que ao impedimento da realização de uma infração pelo seu contato próximo com o investidor, o que seria o caso dos intermediários (HAENSEL, 2014, p. 79).

³⁵⁵ Edital de Audiência Pública SDM 3/2010: “Por fim, é importante lembrar que a regulação vigente já atribui aos intermediários, pela sua natureza de *gatekeepers*, determinadas atividades de acompanhamento das atividades de seus clientes, ficando aqueles obrigados a efetuar determinadas comunicações para os reguladores, sobretudo em caso de indícios de irregularidades” (BRASIL, CVM, 2010c).

³⁵⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM n. 2/2002: “132. Sem dúvida, a censura a essas operações, quando realizadas ou viabilizadas, como no caso concreto, por atuação direta e comissiva de um intermediário, é especialmente forte, uma vez que os intermediários existem, justamente, para dar confiança e solidez ao mercado. Os intermediários atuam como auxiliares do regulador. São, por isso, chamados na literatura de *gatekeepers*. Assim, se é apenas reprovável que os intermediários descumpram suas obrigações, quando se trata de questões de mercado, é inadmissível que eles sejam meios necessários para, conscientemente, realizar no mercado operações ilegítimas, com busca de um resultado extra-mercado” (BRASIL, CVM, 2002a).

³⁵⁷ Processo Administrativo RJ 2010/15204: “7. O art. 16 da Instrução CVM n. 476/09 estabelece que “Nas negociações realizadas nos mercados de balcão organizado e não-organizado, os intermediários das negociações são responsáveis pela verificação do cumprimento das regras previstas nos arts. 13 e 15”. Quando a CVM promulgou tal regra, o que ela fez foi justamente reconhecer que, por ser o intermediário aquele agente diretamente envolvido na realização das operações, nada mais razoável do que atribuir a ele a responsabilidade pelo acompanhamento do cumprimento de algumas obrigações daquele que o contrata. 8. E estratégias dessa

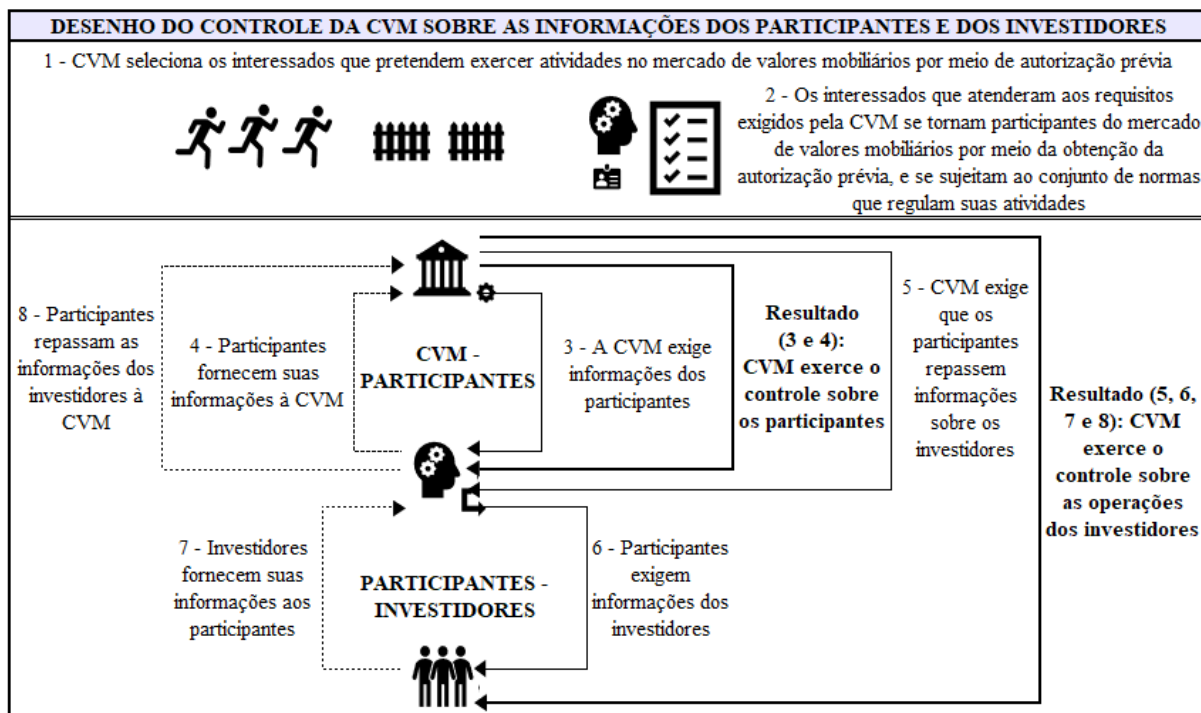
gatekeeper, entretanto, serve também para os consultores de valores mobiliários e administradores de carteira de valores mobiliários, haja vista que lidam diretamente com os investidores e se sujeitam aos deveres de prestação de informações à CVM.

Vale esclarecer, que essa qualidade atribuída aos participantes está interligada à elaboração de uma estratégia de regulação mais eficiente para o mercado de valores mobiliários, tanto para prevenir quanto para sancionar ilícitos praticados no mercado, o que reduz os custos para o regulador. Isso porque, quanto mais rígido for o controle nas etapas de relacionamento com o investidor, menor é a chance de utilização de um dos sistemas – por exemplo, a bolsa de valores, para a prática de condutas ilegais (CALABRÓ, 2010, p. 38; HAENSEL, 2014, p. 10-40).

Outra maneira de visualizar todas essas afirmativas é por meio da figura abaixo, que ilustra esse ambiente de fornecimento de informações ao regulador por parte dos participantes quanto à sua própria atuação como também em relação aos atos praticados pelos investidores:

natureza, com a criação dos chamados "gatekeepers", são cada vez mais comuns na regulação de atividades de mercado. Porém, com a mudança das práticas e das estruturas de mercado, pode ser que surjam desconexões entre a atuação operacional que, na origem, justificava o estabelecimento de uma obrigação de supervisão para um dado agente e tal obrigação. Em outras palavras, pode ser que aquele intermediário deixe de atuar como antes atuava e, ainda assim, persistam as obrigações para ele estabelecidas na regulamentação. [...] 10. Ocorre, porém, que um dos elementos definidores de bolsa, não apenas na regulamentação brasileira (onde ele se encontra refletido no art. 5º, III, da Instrução CVM n. 461/07), mas também no contexto internacional, é a tradicional obrigatoriedade do uso de intermediários na realização de operações. Além disso, seja em razão das estruturas organizacionais adotadas pelas bolsas e pelos seus sistemas de custódia e liquidação, seja em razão da regulamentação, o intermediário tem uma série de obrigações em relação aos clientes e às operações destes, atuando também como verdadeiro fiscal em determinados pontos (controle de lavagem de dinheiro e mesmo aspectos ligados à administração de riscos)" (BRASIL, CVM, 2011c).

Figura 11 – Desenho do controle da CVM sobre as informações dos participantes e dos investidores



Fonte: Elaborada pela autora.

Como a figura sugere, ocorre dupla participação: os profissionais passam a auxiliar o regulador tanto no controle dos atos praticados pelos clientes quanto no controle de suas próprias atuações, haja vista os deveres de documentação dos negócios jurídicos celebrados com os investidores e da rotina do *compliance*³⁵⁸ que devem observar.

A autorização prévia é, portanto, crucial para o mercado financeiro, para os investidores e para o Estado, eis que serve também como um meio para a conexão das funções regulatórias normativas, executivas e judicantes exercidas pela CVM para o cumprimento de seus mandatos legais relacionados ao escopo de atuação dos 4 (quatro) participantes.

É de se observar que, apesar de a exigência de autorização prévia advir de previsão normativa da CVM, decorrente, portanto, do exercício de função regulatória normativa, sua

³⁵⁸ O controle que os participantes do mercado de valores mobiliários realizam dos negócios que celebram, incluindo lançamentos detalhados das operações, é essencial para seu bom funcionamento e fiscalização eficiente de suas atividades, devendo ser registrados todos os atos que, direta ou indiretamente, afetem os interesses ou representem movimentações dos recursos e valores dos investidores (BRASIL, CVM, 1978, p. 24). Juntamente com os documentos exigidos em virtude da ação das regras de *compliance*, como os manuais e relatórios anuais, o regulador procura manter sistema eficiente de monitoramento das atividades dos participantes, tanto em relação à conduta que pratica perante o investidor quanto ao modo de sua organização interna das atividades.

concessão consiste em ato público de liberação abrangida pela função regulatória executiva³⁵⁹, cujo instrumento é a autorização, registro, reconhecimento ou credenciamento, a depender do participante. Ou seja, ao realizar a verificação dos requisitos do interessado, avaliando se está apto ou não ao exercício da atividade mediante procedimento especificado na resolução de cada um dos regulados, a CVM está, na realidade, inserida na seara da função regulatória executiva, exercendo atividades de supervisão.

5 CONCLUSÃO

Após o estudo realizado sobre a regulação do analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e do administrador de carteira de valores mobiliários, foi possível confirmar a hipótese segundo a qual a exigência de prévia autorização pela CVM para o exercício das atividades desses profissionais está em conformidade com os objetivos constitucionais postos para a regulação do mercado de valores mobiliários, eis que lidam com a poupança dos investidores, aspecto que contribui tanto para o crescimento do mercado de valores mobiliários, quanto para a promoção do equilibrado desenvolvimento do País e para a manutenção dos interesses da coletividade, assim como prevê o artigo que trata do Sistema Financeiro Nacional na Constituição Federal.

Além de também ter sido confirmada a hipótese em que se admitiu que a atuação regulatória da CVM está em conformidade com o texto constitucional, apurou-se sua congruência com outras normas do ordenamento jurídico brasileiro – por exemplo, com a Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976a), a Lei n. 4.595/1964 (BRASIL, 1964), as Resoluções que regem os participantes estudados, a Lei n. 13.874/2019 (BRASIL, 2019h), o Decreto n. 10.178/2019 (BRASIL, 2019h) e a Portaria CVM n. 104/2020 (BRASIL, CVM, 2020l). A análise dessas normas possibilitou concluir que os entraves à entrada dos profissionais analisados neste trabalho estão dispostos em observância aos níveis de risco da atividade econômica tratado pela Lei de Liberdade Econômica, o Decreto n. 10.178/2019 (BRASIL, 2019h) e a Portaria CVM n. 104/2020 (BRASIL/CVM, 2020l), que classificou as atividades do analista e do consultor de valores mobiliários em nível de risco moderado e as do assessor

³⁵⁹ Na dinâmica dos registros das companhias abertas das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, existem autores brasileiros que consideram que esses registros são instrumentos normativos, porquanto são instruções baixadas pela CVM que os instituem, estabelecendo às companhias deveres jurídicos de prestação de informações (*disclosure*) (DUBEAUX, 2009, p. 45). Na presente dissertação, em contraposição a esse posicionamento, admite-se que a autorização prévia é instrumento de regulação executiva, mesmo que sejam exigidas em razão de disposição normativa, oriunda da função regulatória normativa.

de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários em nível de risco alto. Desse modo, como nenhuma das quatro atividades foram classificadas em nível de risco leve, irrelevante ou inexistente, elas não podem ser exercidas de forma totalmente desimpedida, o que explica a necessidade de autorização prévia para a liberação do exercício de tais atividades.

A lógica dessa sistemática foi no sentido de considerar o nível de risco da atividade econômica, nos termos do Decreto n. 10.178 de 2019³⁶⁰, ou grau do “perigo” que o exercício da atividade profissional oferece, de forma que, quanto maior sua gravidade, mais rígido o nível de controle realizado pelo Estado para permitir seu regular exercício no mercado. Tal fato fornece amparo ainda maior à previsão constitucional que assegura a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Cumpra ressaltar que a gradação dos riscos que podem decorrer do exercício das atividades profissionais foi observada para fundamentar a ordem de apresentação dos participantes do mercado de valores mobiliários selecionados neste trabalho. Nesse sentido, considerou-se também que, quanto maior o nível de proximidade que o profissional tem em relação à conta do cliente, maiores serão as chances de exercer influência sobre o processo de tomada de decisão do investidor e, conseqüentemente, maior a rigidez da regulação da CVM sobre a atividade, o que segue a lógica de Lucas 12: 48, b de que “a quem muito foi dado, muito será exigido; e a quem muito foi confiado, muito mais será pedido” (BÍBLIA..., 2021a).

Tal raciocínio levou a que o analista de valores mobiliários fosse o primeiro a ser tratado no trabalho, pois ele nem sequer tem contato próximo e individualizado com os investidores, enquanto o consultor de valores mobiliários, embora exerça influência significativa sobre o processo de tomada de decisão de investimento de seus clientes, não tem nenhum tipo de facilidade de acesso às contas dos investidores, o que explica ter sido apresentado em segundo lugar. Por sua vez, o assessor de investimentos exerce influência um pouco semelhante à do consultor de valores mobiliários, mas com proximidade à conta dos clientes que aquele não tem, razão pela qual foi apresentado em terceiro lugar. O administrador de carteira de valores mobiliários foi analisado em último lugar porque recebe poderes para, em nome de seus clientes, celebrar negócios jurídicos. Como ele é o próprio tomador de decisões e gestor da conta do cliente, sua posição ultrapassa os critérios de proximidade e influência e o submete a

³⁶⁰ Conforme explicado no capítulo 4, a aferição do nível de risco da atividade econômica deve considerar, no mínimo, a probabilidade de ocorrência de eventos danosos e a extensão, gravidade ou grau de irreparabilidade do impacto causado à sociedade na hipótese de ocorrência do evento danoso (BRASIL, 2019h).

um regime jurídico de responsabilidade muito superior quando comparado com os outros três profissionais.

Concluiu-se, também, que a atuação regulatória da CVM para se exigir autorização prévia para a liberação do exercício de tais atividades se justifica, principalmente, em razão dos riscos que a inexistência desse controle pode trazer aos investidores e ao mercado financeiro.

Nesse sentido, vale lembrar, que a atividade registrária não é o único meio de promover o bom e regular funcionamento do mercado e evitar as situações indesejadas pelos investidores e pelo mercado. Para resguardar os interesses públicos do Estado, é necessário todo o aparato da regulação (normativa, executiva e judicante), sendo imprescindível a utilização dos instrumentos regulatórios de forma conjunta.

Continuando, uma das finalidades do regulador com essa exigência é tentar evitar ou minimizar os riscos de prejuízos que a atuação desses profissionais pode promover para os investidores não somente de valores mobiliários, mas de todo o mercado financeiro. Isso porque, antes da obtenção da autorização prévia, o interessado passa por um procedimento específico em que se analisa se ele está ou não apto ao exercício de tais atividades, o que depende do preenchimento de requisitos mínimos de idoneidade e de qualificação técnica, como a comprovação de que tem a certificação do mercado admitida pela regulação da CVM. Outro objetivo da CVM com essa atuação é tentar manter o funcionamento regular do mercado, conforme prevê a Lei n. 6.385 de 1976, dadas as extensas regras de conduta, organização, informação e documentação às quais se sujeitam os analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e os administradores de carteira de valores mobiliários.

Assim, claro que os profissionais regulados se beneficiam com o controle prévio de entrada no mercado de valores mobiliários, pois passam a ter certa reserva de mercado profissional ao receberem o bônus da autorização prévia para ofertar serviços importantes à sociedade brasileira e, com isso, ter a oportunidade de auxiliar o Estado brasileiro na busca pelo desenvolvimento econômico do país. Em contrapartida, os profissionais regulados assumem o ônus de atuar sob o poder de polícia da CVM, sendo obrigados a recolher a taxa de fiscalização e atuar como *gatekeepers*, documentando e fiscalizando a própria atuação diária e a dos investidores com os quais se relacionam. Por meio dessa imposição de deveres, o Estado brasileiro cria condições de fiscalizar não somente os profissionais regulados, mas também os demais agentes econômicos que com eles celebram negócios.

Além disso, concluiu-se que cada um dos participantes analisados exerce uma atividade diferente no mercado de valores mobiliários, atendendo a demandas específicas dos mais diversos investidores, sendo de extrema relevância o estímulo ao seu crescimento e à constante supervisão pelo regulador. É essa pluralidade de atividades que permite aos analistas de valores mobiliários, consultores de valores mobiliários, assessores de investimentos e administradores de carteira de valores mobiliários, juntos, aquecer o mercado de valores mobiliários, estimular o bem-estar da sociedade e, conseqüentemente, contribuir para o desenvolvimento econômico do País.

Espera-se, assim, que quanto mais cresça o número de profissionais e a qualidade da prestação de seus serviços, mais expansão tenha o mercado, a economia e a educação financeira da sociedade brasileira, que se beneficia da boa atuação desses profissionais e da responsável influência sobre o processo de tomada de decisão dos investidores. Essa lógica, todavia, pressupõe que esse crescimento seja ordenado, sob pena de que a má atuação de um único participante possa comprometer a confiança de todos os investidores, fazendo-os se afastarem do mercado, em vez de se aproximarem dele, um risco para a reputação e imagem do mercado considerado relevante.

Com recorte bem delimitado, não foi possível enfrentar aspectos envolvendo a temática estudada que foram localizados durante o desenvolvimento da pesquisa – por exemplo, as nuances das escolas envolvidas com as teorias da regulação econômica que buscam explicar a razões da necessidade de o Estado atuar em determinado segmento da economia. Abre-se espaço para novas frentes para investigação científica a respeito da aplicação do Direito Administrativo e a atuação regulatória da CVM, em especial no que se refere à regulação judicante, que abrange a responsabilização administrativa decorrente da instauração de processos administrativos sancionadores.

Podem ser analisados, também: os processos administrativos sancionadores instaurados contra os profissionais e as pessoas que exercem as atividades econômicas de forma irregular; a posição da CVM em relação à sua atuação; os mecanismos que o ordenamento jurídico brasileiro põe à disposição do investidor para que possa reclamar da atuação desses profissionais que exercem atividades irregulares; o bem jurídico penal na tipificação do crime de exercício irregular dessas atividades econômicas e o estudo comparado do assunto com outros países, como a Alemanha e os Estados Unidos da América, que aparentaram adotar estratégia regulatória similar à do regulador brasileiro para tentar administrar os riscos oriundos do exercício irregular de atividades econômicas relevantes no país.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Renovar, 1999.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). *A regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 1

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Os impactos positivos do mercado de capitais na economia brasileira*. 14 fev. 2023a. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/F1/A5/CA/92/5DC46810D74C1468B82BA2A8/PAPER%20MERCADO%20FINANCEIRO%20E%20DE%20CAPITAIS%20DIGITAL_final.ppt>. Acesso em: 19 fev. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Estudo sobre o impacto do crescimento do mercado de capitais para a economia brasileira é encaminhado ao governo*. 14 fev. 2023b. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/estudo-sobre-o-impacto-do-crescimento-do-mercado-de-capitais-para-a-economia-brasileira-e-encaminhado-ao-governo.htm>. Acesso em: 19 fev. 2023.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Manual de Credenciamento da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais para Autorregulação – APIMEC Autorregulação*. 2 jan. 2023a. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3928&id_materia=37133#:~:text=Para%20iniciar%20o%20processo%20de,INTEGRANTES%20DO%20SISTEMA%20DE%20DISTRIBUI%C3%87%C3%83O%E2%80%9D>. Acesso em: 17 jul. 2022.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Relação dos analistas de valores mobiliários: pessoa jurídica*. 2023b. Disponível em: <https://www.apimec.com.br/Apimec/show.aspx?id_canal=3930&id_materia=37153>. Acesso em: 20 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS (APIMEC). *Processo Administrativo n. RJ-2010-1108* (Reg. n. 7108-2010). Autorização de entidade credenciadora de analista de valores mobiliários. Rio de Janeiro, 6 jul. 2010. Disponível em: <<http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/3650a6a4b92ddcf33b23748a3eacdbb0.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Estatuto social da ANCORD*. São Paulo: ANCORD, 2021. Disponível em: <<https://www.ancord.org.br/wp->

content/uploads/2022/01/Estatuto-Social-ANCORD_v.registrada-2.pdf>. Acesso em: 24 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Código de autorregulação da ANCORD*. São Paulo. ANCORD, 2012a. Disponível em: <http://autorregulacao.ancord.org.br/Ancord/agente_autonomo/codigo_autorregulacao.pdf>. Acesso em: 24 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Código de conduta profissional dos agentes autônomos de investimento*. São Paulo. ANCORD, 2 ago. 2012b. Disponível em: <<https://docplayer.com.br/6339886-Codigo-de-conduta-profissional-dos-agentes-autonomos-de-investimento.html>>. Acesso em: 24 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Regulamento do programa de educação continuada e renovação do credenciamento dos agentes autônomos de investimento*. Disponível em: <<https://www.ancord.org.br/wp-content/uploads/2021/02/Regulamento-de-Processos-PEC-Atual.pdf>>. Acesso em: 24 set. 2022a.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). Regulamento do exame de certificação para agentes autônomos de investimento e empregados de instituições financeiras. Disponível em: <<https://certpessoas.fgv.br/ancord/FreeAccess/LeituraObrigatoria.aspx>>. Acesso em: 30 out. 2022b.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS, CÂMBIO E MERCADORIAS (ANCORD). *Programa de educação continuada para agentes autônomos de investimento*. Disponível em: <<https://www.ancord.org.br/certificacao-e-credenciamento/pec-programa-de-educacao-continuada-e-renovacao-do-credenciamento-dos-agentes-autonomos-de-investimento/>>. Acesso em: 30 out. 2022c.

ATUALIZAÇÃO de informações relativas a fatos recentes no âmbito da companhia aberta Americanas S.A. 8 fev. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/atualizacao-de-informacoes-relativas-a-fatos-recentes-no-ambito-da-companhia-aberta-americanas-s-a>>. Acesso em: 21 fev. 2023.

AUGUSTO, Thaís; MOTTA, Ana. *Americanas*: lista de credores tem dívida de 41 bi e quase 8 mil nomes. 25 jan. 2023. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2023/01/25/americanas-lista-de-credores-tem-divida-de-r-41-bi-e-quase-8-mil-nomes.htm>>. Acesso em: 22 fev. 2023.

B3. *Guia por dentro da B3*. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos#:~:text=A%20BSM%20Supervis%C3%A3o%20de%20Mercados,do%20mercado%20de%20capitais%20brasileiro>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

B3. *Manual de acesso da B3*. São Paulo, 23 de dezembro de 2022a. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/1D/D4/A3/1E/0EE35810F534EB48AC094EA8/Manual%20de%20Acesso%20da%20B3_20221223.pdf>. Acesso em: 23 jan. 2023.

B3. *Regulamento da Câmara B3*. Estabelece as diretrizes de organização e funcionamento da B3. 2022b. Versão 04. São Paulo, 1 de agosto de 2022b. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/FC/81/2F/A5/D59528103A654428AC094EA8/Regulamento%20da%20Camara%20B3%20-%2020220801%20-%20Com%20marcas.pdf>>. Acesso em: 23 jan, 2023.

B3. *Regulamento de Acesso da B3*. Estabelece as diretrizes para acesso a B3. Versão 07. São Paulo, 5 de dezembro de 2022c. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/D8/E4/D3/06/942E4810F534EB48AC094EA8/Regulamento%20de%20Acesso%20da%20B3_20221205.pdf>. Acesso em: 23jan. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). *Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional*. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1>>. Acesso em: 25 fev. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB); Conselho Monetário Nacional (CMN). Circular n. 102, de 22 de novembro de 1967. Aprova normas e formulários a fim de orientar as entidades interessadas na constituição de sociedades distribuidoras e para acelerar o andamento dos respectivos processos de autorização e registro no Banco Central. *Diário Oficial da União*, Brasília: BCB, 23 nov. 1967a. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=10>>. Acesso em: 26 mar. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 76, de 22 de novembro de 1967b. Sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=7>>. Acesso em: 26 mar. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 238, de 24 de novembro de 1972. Condições para credenciamento de agentes autônomos de investimentos. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 nov. 1972. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=238>> Acesso em: 26 mar. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 961, de 12 de setembro de 1984. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 set. 1984. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=238>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 2.838, de 30 de maio de 2001. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 maio 2001. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2838>>. Acesso em: 22 fev. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 3.427, de 21 de dezembro de 2006. Estabelece, como política a ser observada no mercado de valores mobiliários, e como orientação geral das atividades finalísticas da CVM, a adoção de um modelo de regulação e supervisão baseado em risco, com a implantação de um Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários – SBR. *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 dez. 2006. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48158/Res_3427_v2_P.pdf> Acesso em: 25 ago. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução CMN n. 4.557, de 23 de fevereiro de 2017. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º mar. 2017. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de gerenciamento de capital. Disponível em: <https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50344/Res_4557_v1_O.pdf>. Acesso em: 1º abr. 2023.

BÍBLIA SAGRADA. N. T. *Lucas*. Rio de Janeiro: Thomas Nelson Brasil, 2021. 2021a.

BÍBLIA SAGRADA. N. T. *Mateus*. Rio de Janeiro: Thomas Nelson Brasil, 2021. 2021b.

BONFADINI, Paulo André Espírito Santo. *O poder normativo autônomo das agências reguladoras*. Critérios e controles. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. *Análise de impacto regulatório*: requisito de exclusividade nas atividades de agentes autônomos de investimento, 2020a. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/analise-de-impacto-regulatorio-air-requisito-de-exclusividade-nas-atividades-de-agentes-autonomos-de-investimento-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-da-cvm-novembro-2020/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos. *Análise de impacto regulatório*: investidores no mercado de capitais brasileiro: uma análise dos critérios regulatórios para investimento em valores mobiliários, 2021a. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/air_investidores-no-mercado-de-capitais-brasileiro_2021-07-19.pdf/view>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Boletim Econômico*. 29 jul. 2021b. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico>>. Acesso em: 18 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Boletim econômico*. Edição 7. 30 jan. 2023a. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_96.pdf/view>. Acesso em: 18 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Deliberação CVM n. 869, de 15 de dezembro de 2020. Atuação irregular no mercado de valores mobiliários por parte de pessoas não autorizadas pela CVM, nos termos dos artigos 23 e 27-E da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e art. 2º da Instrução CVM n. 558/15. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 dez. 2020b. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli869.html>>. Acesso em: 21 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 40, de 7 de novembro de 1984 (revogada). Dispõe sobre a Constituição de funcionamento de Clubes de Investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 nov. 1984. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst040consolid.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 558, de 25 de março de 2015 (revogada). *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 mar. 2015. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html>>. Acesso em: 20 mar. 2023. Acesso em: 21 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Instrução CVM n. 43*, de 5 de março de 1985. Fixa normas para o exercício das atividades de consultor de valores mobiliários e de administrador de carteira de valores mobiliários previstos, respectivamente no § 1º do artigo 6º "in fine" da Resolução CVM 961/84 e § 2º do artigo 15 da Instrução CVM 40/84. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst043.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Manifestação técnica da Portaria CVM n. 104*, de 2020. Superintendência de Desenvolvimento de mercado. SEI CVM 1184094. 27 jan. 2021c. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/prazos-de-concessao-de-registros/portaria-cvm-pte-104-2020-manifestacao-tecnica.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Nota explicativa à Instrução CVM n. 617*, de 5 de dezembro de 2019a. Dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – PLDFT no âmbito do mercado de valores mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota617.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plano de integridade CVM*. 8 out. 2020. Brasília: CVM, 2020c. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-integridade-cvm>>. Acesso em: 20 fev. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Portaria CVM/PTE n. 91, de 6 de julho de 2022. Aprova a Política de Educação Financeira da Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 8 jul. 2022a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/portarias/portaria2022_091.html>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Prazos de concessão de registros*. 8 out. 2020d. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/prazos-concessao-registros/prazos-concessao-registros.html>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Recurso n. 11.495. Processo CVM RJ-2006-5863. EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIO – Mercado de valores mobiliários – Atuação como analista de valores mobiliários sem prévio registro na autoridade supervisora –

Irregularidade caracterizada – Apelo a que se nega provimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2010a. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/orgaos-colegiados/conselho-de-recursos-do-sistema-financeiro-nacional/servicos/busca-de-ata-pautas-e-decisoes/acordaos-e-decisoes-monocraticas/2010/308a-sessao-de-julgamento/recurso-11495>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de análise*: Audiência Pública SDM n. 6/2017 – Processo CVM SEI n. 19957.000432/2017-4. Altera a Instrução CVM n. 497, de 3 de junho de 2011, que dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. 5 ago. 2017a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0617Relatorio_de_analise.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de análise*: Audiência Pública CVM SDM n. 11/2016 – Processo CVM n. RJ/2006-5754. Regulamentação da atividade de consultoria de valores mobiliários. Rio de Janeiro, 17 nov. 2017b. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/10/sdm1116Relatorio_de_analise.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de atividade sancionadora 2021*. 28 mar. 2022b. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-4o-trimestre-e-anual-integra/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora 2017*, de 2018, modificado em de 11 de novembro de 2020e. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2017-janeiro-a-dezembro/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora 2018, de 2019*, modificado em 11 de novembro de 2020f. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2018-4o-trimestre-e-anual/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora 2019*. 12 nov. 2020g. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2019-4o-trimestre-e-anual/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora 2020*. 31 mar. 2021d. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2020-4o-trimestre-e-anual-integra/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora 2021*, 28 mar. 2022c. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2021-4o-trimestre-e-anual-integra/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de Audiência Pública SDM n. 11/16*: Processo CVM n. RJ/2006-5754. 17 nov. 2017c. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm1116Relatorio_de_analise.pdf>. Acesso em: 8 fev. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de gestão do exercício de 2017*, 29 mar. 2018a. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/anual>> Acesso em: 27 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de gestão do exercício de 2018*, 1º abr. 2019b. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2018/view>> Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de gestão CVM 2019*. 30 out. 2020h. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-da-cvm-2019/view>> Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de gestão CVM 2020*. 31 mar. 2021e. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/Relatorio_Gestao_CVM_2020.pdf/view> Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Relatório de gestão CVM 2021*, 30 mar. 2022d. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-gestao-da-cvm/relatorio-de-gestao-2021.pdf/view>> Acesso em: 1º de abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM 50, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa – PLD/FTP no âmbito do mercado de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 617, de 5 de dezembro de 2019 e a Nota Explicativa à Instrução CVM n. 617, de 5 de dezembro de 2019. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 set. 2021f. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol050.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 135, de 13 de junho de 2022. Dispõe sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários; a constituição, organização, funcionamento e extinção das entidades administradoras de mercado organizado; a prestação dos serviços referidos no § 4º do art. 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 28 da Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013; e revoga a Instrução CVM n. 168, 23 de dezembro de 1991, a Instrução CVM n. 283, de 10 de julho de 1998, a Instrução CVM n. 312, de 13 de agosto de 1999, a Instrução CVM n. 330, de 17 de março de 2000, a Instrução CVM n. 461, de 23 de outubro de 2007, a Instrução CVM n. 467, de 10 de abril de 2008, a Instrução CVM n. 468, de 18 de abril de 2008, a Instrução CVM n. 499, de 13 de julho de 2011, a Instrução CVM n. 508, de 19 de outubro de 2011, a Instrução CVM n. 544, de 20 de dezembro de 2013, e a Nota Explicativa CVM n. 24, de 27 de novembro de 1981. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13 jun. 2022e.

Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol135.html>>. Acesso em: 1º abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 178, de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM n. 16, de 9 de fevereiro de 2021. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 fev. 2023b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html>>. Acesso em: 1º abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 179, de 15 de fevereiro de 2023. Altera a Resolução CVM n. 35, de 26 de maio de 2021 e atualiza a denominação dos assessores de investimento em diversas resoluções. *Diário Oficial da União*, Brasília, 15 fev. 2023c. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol179.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 1, de 6 de agosto de 2020. Estabelece a nomenclatura de atos a serem expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 7 ago. 2020i. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/revisao-e-consolidacao-de-normas/resolucao-cvm-01-20>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 16, de 9 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga a Instrução CVM n. 497, de 3 de junho de 2011, a Instrução CVM n. 515, de 29 de dezembro de 2011, e a Instrução CVM n. 610, de 5 de agosto de 2019. *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 fev. 2021g. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol016.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 19, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM n. 619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM n. 783, de 17 de novembro de 2017. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2021h. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 20, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM n. 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM n. 598, de 3 de maio de 2018. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 fev. 2021i. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 21, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 426, de 28 de dezembro de 2005, a Instrução CVM n. 557, de 27 de janeiro de 2015, a Instrução CVM n. 558, de 26 de março de 2015, a Instrução CVM n. 597, de 26 de abril de 2018, a Deliberação CVM n. 51, de 25 de junho de 1987, a Deliberação CVM n. 740, de 11 de novembro de 2015 e a Deliberação CVM n. 764, de 4 de abril de 2017. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 de fevereiro de 2021j. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 24, de 5 de março de 2021. Aprova o Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 8 mar. 2021k. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-24-de-5-de-marco-de-2021-307034051>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM n. 539, de 13 de novembro de 2013. *Diário Oficial da União*, Brasília, 12 maio 2021l. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 35, de 26 de maio de 2021. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM n. 105, de 22 de janeiro de 1991, e as Instruções CVM n. 51, de 9 de junho de 1986, CVM n. 333, de 6 de abril de 2000, CVM n. 505, de 27 de setembro de 2011, Instrução CVM n. 526, de 21 de setembro de 2012; Instrução CVM n. 581, de 29 de setembro de 2016; Instrução CVM n. 612, de 21 de agosto de 2019; e Instrução CVM n. 618, de 28 de janeiro de 2020. *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 maio 2021m. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html#:~:text=Estabelece%20normas%20e%20procedimentos%20a,abril%20de%202000%2C%20CVM%20n%C2%BA>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 45, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, e revoga as Instruções CVM n. 607, de 17 de junho de 2019, n. 613, de 30 de agosto de 2019, n. 624, de 13 de maio de 2020, e as Deliberações CVM n. 501, de 3 de março de 2006, n. 855, de 30 de abril de 2020, e n. 861, de 23 de julho de 2020. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 set. 2021n. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html>> Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 47, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre multas cominatórias aplicadas pela CVM e revoga a Instrução CVM n. 608, de 25 de junho de 2019. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 set. 2021o. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol047.html>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 51, de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários na Comissão de Valores Mobiliários e revoga a Instrução CVM n. 510, de 5 de dezembro de 2011. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 set. 2021p. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol051.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20o%20cadastro%20de,5%20de%20dezembro%20de%202011>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 52. Institui o Sistema de Governança e Gestão da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. *Diário Oficial da União*, Brasília, 2 set. 2021q. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol053.html>> Acesso em: 22. FEV. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 53, de 15 de outubro de 2021. Dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários e revoga a Deliberação CVM n. 757, de 24 de novembro de 2016. *Diário Oficial da União*, Brasília, 18 out. 2021r. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol053.html>> Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 67, de 10 de março de 2022. Dispõe sobre o processo de normatização da Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 10 mar. 2022f. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-cvm-n-67-de-10-de-marco-de-2022-385153012>>. Acesso em: 26 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n. 62, de 19 de janeiro de 2022. Veda as práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas, e revoga a Instrução CVM n. 8, de 8 de outubro de 1979, e a Deliberação CVM n. 14, de 23 de dezembro de 1983. *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 jan. 2022g. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol062.html>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários. Ofício-Circular n. 4, de 28 de setembro de 2012. Entidade Credenciadora de Agentes Autônomos de Investimento. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0412.html>>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular n. 10*, de 13 de outubro de 2013a. Orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1013.html>>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários. *Ofício-Circular n. 4*, de 14 de dezembro de 2018b. Orienta os agentes autônomos de investimentos e os intermediários que os contratam sobre as normas relacionadas à atividade. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0418.html>>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais *Ofício-Circular n. 2*, de 1º de março de 2019c. Esclarecimentos sobre a atividade de analista de valores mobiliários e dispositivos da Instrução CVM n. 598. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0219.html>>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários. *Ofício-Circular n. 5*, de 11 de outubro de 2019d. Melhores práticas para acompanhamento de operações com custos excessivos para os investidores. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0519.html>>. Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular n. 13*, de 11 de novembro de 2020j. Esclarecimentos sobre a atividade profissional de analista de valores mobiliários nos termos da Instrução CVM n. 598/18. Disponível em <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1320.html>>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular n. 2*, de 23 de fevereiro de 2021s. Orientações quanto aos elementos mínimos que devem compor as atividades de compliance e o Relatório de Conformidade previstos nos arts. 19 a 22 da Instrução CVM n. 558. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0221.html>>. Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular n. 4*, de 7 de abril de 2021t. Alteração no regime de credenciamento de consultores de valores mobiliários – Resolução CVM n. 19. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0421.html>>. Acesso em: 1º abr. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular n. 7*, de 9 de setembro de 2022h. Entrada em vigor do Sistema de Registro de Consultores de Valores Mobiliários (“REGCON”). Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0722.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais. *Ofício-Circular CVM SIN n. 9 de 28 de agosto de 2018c*. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0918.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com Investidores Institucionais. *Decisão do Colegiado. Reg. n. 1148/18*. Pedido de autorização para atuar como entidade credenciadora de analistas de valores mobiliários – APIMEC - Associação dos analistas e profissionais de investimento do mercado de capitais – Proc. SEI 19957.006589/2018-16. 4 set. 2018d. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180904_R1/20180904_D1148.html>. Acesso em: 14 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com Investidores Institucionais. *Decisão do Colegiado. Reg. n. 7108/2010*. Autorização de entidade credenciadora de analista de valores mobiliários – APIMEC – Processo RJ2010/1108. 6 jul. 2010b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100706_R1/20100706_D08.html>. Acesso em: 28 jun. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência de Relações com Investidores Institucionais. *Memorando n. 15/2018-CVM/SIN/GAIN*. Rio de Janeiro, 28 ago. 2018e. Assunto: Autorização de Entidade Credenciadora de Analista de Valores Mobiliários - APIMEC – Processo CVM n. 19957.006589/2018-16. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2018/20180904/1148-18.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Voto CMN n. 426/78*, aprovado em 21 dez. 1978. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Disponível em: <<https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas1/arquivos/regulacaodomercadodevaloresmobiliarios.pdf>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Edital de Audiência Pública SDM 03/2010*: minuta de instrução que regulamenta a atividade de agente autônomo de investimento, revogando a Instrução CVM n. 434, de 22 de junho de 2006, e a Deliberação CVM n. 524, de 3 de agosto de 2007. Brasília: CVM, 22 abr. 2010c. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2010/sdm0310.html>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Edital de Audiência Pública SDM n. 15, de 13 de dezembro de 2011*. Objeto: dever de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente. Brasília: CVM, 2011a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1511.html>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Edital de Audiência Pública SDM n. 5, de 12 de agosto de 2021*. Alterações das regras aplicáveis a agentes autônomos de investimento e à divulgação da remuneração na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários. Brasília: CVM, 2021u. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 355, de 1º de agosto de 2001. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 1º ago. 2001a. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst355.html>>. Acesso em: 25 ago. 2021

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 388, de 30 de abril de 2003. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício. *Diário Oficial da União*, Brasília, 6 maio 2003. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst388.html>>. Acesso em: 22 fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 434, 22 de junho de 2006. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento e revoga as Instruções CVM n. 355, de 1º de agosto de 2001, e 366, de 29 de maio de 2002. *Diário Oficial da União*, Brasília, 22 jun. 2006. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst434.html>>. Acesso em: 25 ago. 2021

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 483, de 6 de julho de 2010. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. Revoga as Instruções 388/03; 412/04; 430/06. *Diário Oficial da União*, Brasília, 12 dez. 2010d. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst483.html>>. Acesso em: 25 ago. 2021

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 497, de 3 de junho de 2011. *Diário Oficial da União*, Brasília, 6 jun. 2011b. Dispõe sobre a atividade de agente

autônomo de investimento. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst497.html>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 592, de 17 de novembro de 2017. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 nov. 2017d. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst592.html>>. Acesso em: 22. fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n. 598, de 3 de maio de 2018. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 4 maio 2018f. Disponível em:

<<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst598.html>>. Acesso em: 22 fev. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2017-2018*, de 30 de novembro de 2016. Brasília: CVM, 2016. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/sbr/bienio_2017_2018.html> Acesso em: 27 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2019-2020*, de 11 de dezembro de 2018. Brasília: CVM, 2018g. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/sbr/bienio_2019_2020.html> Acesso em: 27 mar. 2022

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2021-2022*, de 9 de novembro de 2020. Brasília: CVM, 2020k. Disponível em:

<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2021-2022/plano-bienal-cvm-sbr-2021-2022>> Acesso em: 27 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2023-2024*, de 8 de fevereiro de 2023d. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-](https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024/view)

[2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024/view](https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024/view)> Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Política de divulgação de informações*.

22 fev. 2022i. em: <[https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-](https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/politicasdedivulgacaodeinformacoes.pdf)

[1/arquivos/politicasdedivulgacaodeinformacoes.pdf](https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/fundamentos-principios-e-politicas-1/arquivos/politicasdedivulgacaodeinformacoes.pdf)>. Acesso em: 10 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Portaria CVM n. 104, de 14 de setembro de 2020. *Diário Oficial da União*, Brasília, 17 set. 2020l. Disponível em:

<<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-cvm/pte/n-104-de-14-de-setembro-de-2020-277903280>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002637/2016-35*. Processo SP n. 2014/465. Relator: Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo, 15 fev. 2019e. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP20140465__COMPLETO.pdf>. Acesso em: 24. mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo CVM n. RJ 2013/8744. Reg. Col. n. 8840/2013*. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 26 nov. 2013b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8840-0.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002595/2017-13*. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. Relator: Presidente Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro, 20 ago. 2019f. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190820/1286.pdf>>. Acesso em: 18 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 2/2002*. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Voto proferido pela diretora Maria Helena de Santana Diretora. Rio de Janeiro, 17 jan. 2002a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_0202.pdf>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo CVM RJ 2010/15204*. Ata de Reunião do Colegiado n. 7278/2010. Diretor: Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 10 maio 2011c. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7278-1.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo Administrativo Sancionador CVM n. 19957.002653/2016-28*. Processo RJ n. 2016/5179. Rel. Henrique Machado. Rio de Janeiro, 29 de janeiro de 2019g. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20165179_Henry_Lourenci.pdf>. Acesso em: 24. mar. 2022

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo CVM n. RJ 2002/5845 (RC n. 3856/2002)*. Rel. Diretora Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, 12 nov. 2002b. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3856-0.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). *Processo CVM n. RJ 2002-4677. Reg. Col. n. 4198/2003*. Relator: Diretor Sergio Weguelin. Rio de Janeiro, 24 maio 2005. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4198-1.pdf>>. Acesso em: 4 dez. 2022.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil, 1988. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Constituição (1988). Emenda Constitucional n. 32, de 11 de setembro de 2001. Altera dispositivos dos arts. 48, 57, 61, 62, 64, 66, 84, 88 e 246 da Constituição Federal, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 12 set. 2001b. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc32.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Decreto n. 10.178, de 18 de dezembro de 2019. Regulamenta dispositivos da Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019, para dispor sobre os critérios e os procedimentos para a classificação de risco de atividade econômica e para fixar o prazo para aprovação tácita e altera o Decreto n. 9.094, de 17 de julho de 2017, para incluir elementos na Carta de Serviços ao Usuário. *Diário Oficial da União*, Brasília, 19 dez. 2019h. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/D10178.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Decreto-Lei n. 2.848/1940. 7 de dezembro de 1940. Código Penal. *Diário Oficial da União*, Brasília, 31 dez. 1940. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Decreto-Lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967. Dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 fev. 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Lei Complementar n. 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*, Brasília, 25 fev. 2021v. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, 11 jan. 2002c. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Lei n. 12.813, de 16 de maio de 2013. Dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego; e revoga dispositivos da Lei n. 9.986, de 18 de julho de 2000, e das Medidas Provisórias n. 2.216-37, de 31 de agosto de 2001, e 2.225-45, de 4 de setembro de 2001. *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 maio 2013c. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112813.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei n. 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei n. 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei n. 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei n. 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei n. 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei n. 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei n. 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei n. 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei n. 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto n. 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei n. 9.025, de 27 de fevereiro de 1946, e a Medida Provisória n. 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei n. 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei n. 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei n. 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei n. 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 13

nov. 2017e. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n. 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n. 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n. 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 20 set. 2019h. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 14.137, de 29 de março de 2022. Altera a Lei n. 7.940, de 20 de dezembro de 1989, para modificar a forma de cálculo da Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976; e revoga dispositivos das Leis n. 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 9.457, de 5 de maio de 1997, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 11.908, de 3 de março de 2009, e 12.249, de 11 de junho de 2010. *Diário Oficial da União*, Brasília. 30 mar. 2022j. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=429470>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 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 União*, Brasília, 31 dez. 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, 16 jul. 1965. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966. Código Tributário Nacional. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. *Diário Oficial da União*, Brasília, 27 out. 1966. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disciplina o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, 9 dez. 1976a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial União*, Brasília, DF, 17 dez. 1976b. Disponível em: <<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6404&ano=1976&ato=a97UTUq50MnRVTa8d>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Lei n. 7.940, de 20 de dezembro de 1989. Institui a Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*,

Brasília, 21 dez. 1989. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7940.htm> Acesso em: 25 ago. de 2021.

BRASIL. Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 12 set. 1990. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078compilado.htm>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Assessoria de Análise e Pesquisa. *Estudo: indicadores de churning*, 2013d. Disponível em:

<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/indicadores-de-churning-assessoria-de-analise-e-pesquisa-da-cvm-junho-2013/view>>. Acesso em: 2 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Transparência e Controladoria-Geral da União. Portaria n. 1.089, de 25 de abril de 2018. Estabelece orientações para que os órgãos e as entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional adotem procedimentos para a estruturação, a execução e o monitoramento de seus programas de integridade e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 26 abr. 2018h. Disponível em:

<<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=DEC&numero=11102&ano=2022&data=23/06/2022&ato=ec4UTSE5kMZpWT6d6>>. Acesso em: 25 ago. 2021.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS (BSM). *Quem somos*. Disponível em:

<<https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos#:~:text=A%20BSM%20Supervis%C3%A3o%20de%20Mercados,do%20mercado%20de%20capitais%20brasileiro.%20~>>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Teoria palco-plateia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa. 2010. 182 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, Departamento de Direito Comercial. São Paulo, 2010. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/publico/Tese_de_doutorado_Luiz_Felipe_Calabro.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2022.

CASEY, John. *Ética no mercado financeiro*. São Paulo: BMF, 1998.

CGA: o que é e como funciona essa certificação? Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/educar/certificacoes/cga.htm>. Acesso em: 25 out. 2022.

CONVÊNIO com a CVM completa um ano com 169 habilitações de administradores de carteiras: Análise prévia dos pedidos feita pela ANBIMA otimiza processos e gera economia de tempo e recursos para o mercado. 19 nov. 2019. Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/convenio-com-a-cvm-completa-um-ano-com-169-habilitacoes-de-administradores-de-carteiras.htm>. Acesso em: 22 out. 2022.

CRETELLA JÚNIOR, J. Do ilícito administrativo. *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, [S. l.], v. 68, n. 1, p. 135-159, 1973. Disponível em:

<<https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66693>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

CVM edita marco regulatório para a atividade de assessor de investimento. 14 fev. 2023.

Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-edita-marco-regulatorio-para-atividade-de-assessor-de-investimento>>. Acesso em: 1 abr. 2023.

CVM implementa alterações na Instrução 497. 5 ago. 2019. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-implementa-alteracoes-na-instrucao-497-699865ce81dd472eb6c092dbdad32dae>>. Acesso em: 2 abr. 2023.

DATZ, Marcelo Davi Xavier da Silveira. *Risco Sistêmico e Regulação Bancária no Brasil*. 2002. 110 p. Dissertação (Mestrado) - Fundação Getúlio Vargas – EPGE/FGV, Escola de Pós Graduação em Economia, Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/250/1446.pdf?%20sequence=1#:~:text=O%20Comit%C3%AA%20de%20Bancos%20da,grande%20parte%20do%20sistema%20financeiro.>>. Acesso em: 2 abr. 2023.

DECCAX, Ronaldo Andrade. *Proposição de uma nova API (análise de perfil do investidor) para verificação de “suitability” por exigência regulatória e para fins comerciais*. 2020. 353 f. Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto Coppead de Administração, Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.coppead.ufrj.br/publicacao/proposicao-de-uma-nova-api-analise-de-perfil-do-investidor-para-verificacao-de-suitability-por-exigencia-regulatoria-e-para-fins-comerciais/>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

DEUTSCHLAND. Bundesministerium der Justiz. Bundesamt für Justiz. *Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG)*. 5 dez. 1934. Disponível em: <https://www.gesetze-im-internet.de/kredwgf/_1.html>. Acesso em: 24 fev. 2022.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Pós-Graduação em Teoria do Estado e Direito Constitucional do Departamento de Direito da PUC Rio, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <<http://dominiopublico.mec.gov.br/download/teste/arqs/cp077207.pdf>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: um estudo de caso*. Tese de doutorado. Universidade de São Paulo. 2012. 288 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Departamento de Filosofia e Teoria geral do Direito. São Paulo, 2012. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2139/tde-02102012-161336/publico/tese_de_doutorado_camila_duran_nUSP3330612.pdf>. Acesso em: 10 de janeiro de 2023.

EIZIRIK, Nelson. Poder de polícia da CVM frente aos auditores independentes (Parecer). *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 193, p. 384-392, jul./set. 1993. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/download/45887/47107&ved=2ahUKEwjWsvLpg6f9AhXIKrkGHVb0BpsQFnoECAQQA&usq=AOvVaw2uG9_cbzxW90EOx28FthVM>. Acesso em: 21 de fevereiro de 2023.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercados de capitais: regime jurídico*. 4. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2020.

FERRARI, Hamilton. *Número de investidores na- B3 sobe para 58 milhões em 2022*. 8 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.poder360.com.br/economia/numero-de-investidores-na-b3-sobe-para-58-milhoes-em-2022>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

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) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS-8XNLXN/1/_disserta__o_mestrado._v._final._.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2022.

FERREIRA, Vera Rita de Mello. *Decisões econômicas: você já parou pra pensar?* São Paulo: Évora, 2011.

FINANZDIENSTLEISTUNG. Bafin.de. 7 de outubro de 2021. 2021a. Disponível em: <https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Finanzdienstleistungen/finanzdienstleistungen_node.html>. Acesso em: 20 abr. 2023.

GATEKEEPER. In: DICTIONARY Cambridge.org.br. Disponível em: <<https://dictionary.cambridge.org/pt/dicionario/ingles/gatekeeper>>. Acesso em: 18 mar. 2023.

GATEKEEPER. In: LINGUEE: dicionário inglês português. Disponível em: <<https://www.linguee.com.br/ingles-portugues/traducao/gatekeeper.html>>. Acesso em: 10 mar. 2023.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)*. 14. ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2010.

GUIDE to broker-dealer registration. Disponível em: <<https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/divisionsmarketregbdguidehtm.html>>. Acesso em: 17 set. 2022.

HACHUL, Daphne Noronha. *Proteção jurídica do investidor-consumidor*. 2018. 147 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2018. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2131/tde-22102020-172219/pt-br.php>>. Acesso em: 21. abr. 2023.

HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro*. 2014. 214 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, São Paulo, 2014. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-04032015-083153/pt-br.php>>. Acesso em: 24 fev. 2022.

HAYASHI, Francisco Yukio. *Manipulação do mercado de capitais baseada em informações: análise do art. 27-C da Lei n. 6.385/1976 sob a perspectiva da tutela constitucional da liberdade de expressão*. 2021. 198 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-Graduação em Direito, Florianópolis, 2021. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/226871>>. Acesso em: 24 fev. 2022.

INFLUÊNCIA. In: DICIONÁRIO Michaelis online. 23 jun. 2022. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/influencia>>. Acesso em: 23 jun. 2022.

INVESTMENT adviser registration. *Investor.Gov*. Disponível em: <<https://www.investor.gov/introduction-investing/getting-started/working-investment-professional/investment-advisers-0>>. Acesso em: 17 set. 2022.

KLÖHN, Lars. Textausgabe mit Sachverzeichnis und einer Einführung von Prof. Dr. Lars Klöhn. *In: Kapitalmarktrecht*. 9. ed. Munique: Verlag, 2022.

KRUGMAN, Paul., OBSTFELD, Maurice; MELITZ, Marc J. Tradução Ana Julia. *Economia internacional*. 10. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2015. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5719121/mod_resource/content/1/ECONOMIA_INTERNACIONAL_ECONOMIA_INTERNAC.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2023.

LEMOS, Flávio. *Análise técnica clássica: com as mais recentes estratégias da Expo Trader Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2010.

LENENBACH, Markus. *Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht*. 2. Auflage. Offenburg, 2010.

LICENCIAMENTO 4.0 libera licenças para atividades de baixo risco. *Decreto regulamenta classificação de risco de atividade econômica e aprovação tácita, de 19 de dezembro de 2019, atualizado em 31 de outubro de 2022*. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2019/12/licenciamento-4-0-libera-licencas-para-atividades-de-baixo-risco>>. Acesso em: 5 mar. 2023.

LOSS Louis; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*, 1998, 3. ed. *Fundamentals of securities regulation*, 3. ed. 1998.

MAEDA, Daniel Walter; BENADERET, Bernardo Guilherme; JUNIOR, José Orlando dos Santos; SOUSA, Lucy Aparecida Sousa; SORRENTINO, Priscilla Roncy. SÁ, Vinícius Corrêa. A autorregulação dos mercados financeiro e de capitais e seu impacto no dia a dia do investidor. *In: SOUSA, Almir Ferreira de; TORRALVO, Caio Fragata; KRAUTER, Elizabeth; ROCHA, Ricardo Humberto. Planejamento financeiro pessoal: fundamentos e práticas*. 2. ed. São Paulo: Manole, 2018.

MARQUES, Mafalda Gouveia; FREIRE, Mário. A informação no mercado de capitais. *Caderno de Valores Mobiliários*, Brasília, n. 3, p. 11-123, 1998.

MARQUES, Vivian Costa. Os limites da educação financeira no brasil: pontos de (des)encontro entre serviços educacionais e a análise de valores mobiliários. *In: NEVES, Rubia Carneiro (Org.). Novas fronteiras do Sistema Financeiro Nacional*. Belo Horizonte: Expert, 2022. v. 1. Disponível em: <<https://experteditora.com.br/wp-content/uploads/2023/01/Novas-fronteiras-do-sistema-financeiro-nacional.pdf>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

MARRANGHELLO, Cláudia. *O que se sabe sobre o rombo das Lojas Americanas*. 18 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/fato-relevante-americanas-11-jan-23/>>. Acesso em: 20 fev. 2023.

MEDAUAR, Odete. Regulação e auto-regulação. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 228, abr./jun., p. 123-128, 2002.

NARDINI, Ricardo. Certificação profissional: uma iniciativa de sucesso. *In*: SOUSA, Almir Ferreira de; TORRALVO, Caio Fragata; KRAUTER, Elizabeth; ROCHA, Ricardo Humberto. *Planejamento financeiro pessoal: fundamentos e práticas*. 2. ed. São Paulo: Manole, 2018.

NASSER, Salem; RACHMAN, Nora; PRADO, Viviane Muller. Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e *accountability*. *Revista de Direito Internacional*, Brasília, v. 13, n. 1, 2016, p. 267-283.

NOVA CGA: modelo de certificação para gestores de recursos de terceiros é reformulado. *Ambima*. 15 out. 2020. Disponível em: <https://www.ambima.com.br/pt_br/noticias/nova-cga-modelo-de-certificacao-para-gestores-de-recursos-de-terceiros-e-reformulado.htm>. Acesso em: 25 out. 2022>. Acesso em: 20 mar. 2023.

NUNES, Ana Carolina. *Americanas acha rombo de R\$ 20 bilhões e presidente da empresa renuncia*. 11 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/fato-relevante-americanas-11-jan-23/>>. Acesso em: 22 fev. 2023.

O QUE faz o COAF? 25 jan. 2022. *COAF*. Disponível em: <<https://www.gov.br/coaf/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/publicacoes-do-coaf-1/o-que-faz-o-coaf-2022-01-24-publicado.pdf>>. Acesso em: 19 mar. 2023.

PEAKE, Ricardo. Os agentes autônomos de investimento. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, São Paulo, ano 11, n. 21, p. 226-240, jan./jun. 2008.

PERGUNTAS frequentes. *Ambima*. 26 out. 2020. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/taxa-de-fiscalizacao/perguntas-frequentes#P1>>. Acesso em: 2 abr. 2023.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres *A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário*. 2017. 196 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Belo Horizonte, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS-ASXFT5/1/disserta_ao_final___revisada.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2023.

REALE, Miguel. Inconstitucionalidade de congelamentos. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. A-3, 19 out. 1988.

RENTERIA, Pablo. O mercado de valores mobiliários e o princípio do *full and fair disclosure*. *Revista Ibdcont*, São Paulo, 17 fev. 2020. Disponível em: <<http://ibdcont.org.br/2020/02/17/o-mercado-de-valores-mobiliarios-e-o-principio-do-full-and-fair-disclosure/>>. Acesso em: 18 fev. 2023.

REZENDE, Tiago Antunes; PERONDI JÚNIOR, Lucilo. A livre iniciativa e a livre concorrência como princípios norteadores da ordem econômica brasileira prevista na Constituição Federal de 1988. *In*: OPUSZKA, Paulo Ricardo; CLARK, Giovani; BARROSO FILHO, José (Coord.). Transformações na ordem social e econômica e regulação. *Anais do Congresso NACIONAL do CONPEDI, 25: CIDADANIA E DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL: o papel dos atores sociais no Estado*. Curitiba, Florianópolis/SC 2016. p. 22-42. Disponível em:

<<http://site.conpedi.org.br/publicacoes/02q8agmu/5qz06943/SkLL5RnBIA0COV5U.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2023.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; FREITAS, Cinthia Obladen de Almendra; NEVES, Rubia Carneiro. Direitos autorais e música: tecnologia, direito e regulação. *Revista Brasileira de Políticas Públicas*, Brasília, v. 7, n. 3, p. 511-537, 2017.

ROCHA, Daniel Favoretto. *Servindo a dois soberanos no mercado de capitais: conflito de interesses e os regimes jurídicos de assessores de investimento*. Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP). São Paulo, 2022. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/32030>>. Acesso em: 24 set. 2022.

RODRIGUES, Patrícia Ribeiro Penaforte. *O capital de risco e o conflito de interesses*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Lisboa, 2012. Disponível em: <<https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/8951/1/Tese%20-%20Conflito%20de%20interesses%20no%20CR.pdf>>. Acesso em: 24 set. 2022.

SADDY, André. *Formas de atuação e intervenção do estado brasileiro na economia*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2008.

SIGNIFICADO de justificativa. *Significados*. Disponível em: <<https://www.significados.com.br/justificativa/>>. Acesso em: 20 mar. 2023.

SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 25. ed. rev. ampl. São Paulo: Malheiros, 2005.

SIMONSEN, Mário Henrique. *Mensagem n. 203 – Exposição de motivos da Lei n. 6.385/1976*. 24 jun. 1976. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM197Lei6385.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2023.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Função regulatória. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)*, Salvador, n. 13, mar/abr., 2008. Disponível em: <<https://direitoepoliticaeconomica.files.wordpress.com/2012/03/a-func3a7c3a3o-regulatac3b3ria.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2022.

STANDARD. In: LINGUEE: *dicionário inglês português*. Disponível em: <<https://www.linguee.com.br/ingles-portugues/traducao/standard.html>>. Acesso em: 20 fev. 2023b

TEIXEIRA, Felipe Canabarro. *Da corretagem on-line: os deveres de informação e educação das corretoras em relação aos investidores: o caso especial do Brasil*. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2009. Disponível em: <<https://repositorio.ul.pt/handle/10451/3428?locale=en>>. Acesso em: 20 fev. 2023.

VERFOLGUNG unerlaubter Geschäfte. *Bafin.de*. 2018. Disponível em:
<https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Uebergreifend/UnerlaubteGeschaefte/unerlaubtegeschaefte_node.html>. Acesso em: 17 set. 2022.

WERTPAPIERDIENSTLEISTUNG. *Bafin.de*. 22 de novembro de 2021. 2021b. Disponível em:
<https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BankenFinanzdienstleister/Markteintritt/Wertpapierdienstleistungen/wertpapierdienstleistungen_node.html>. Acesso em: 20 abr. 2023.