

Regulação de ofertas no mercado de capitais

João Accioly*

Diretor CVM; Mestre em Economia pelo IBMEC e bacharel em Direito pela PUC-Rio; membro da Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB; ex Secretário de Desenvolvimento da Indústria Comércio e Inovação no Ministério da Economia

Unie Caminha*

Pós doutora em direito pela USP com experiência em Mercado de Capitais; Professora, advogada e assessora; membro da comissão responsável pelo Novo Código Comercial

André Pitta*

Doutor em Direito pela Usp; tem experiência na área de Direito Comercial, com ênfase em Direito Societário e Direito do Mercado de Capitais; possui ampla base de dados sobre IPOs e Crowdfunding

**“Meço minhas palavras quando digo que em minha opinião a companhia aberta com limitação de responsabilidade é a maior descoberta dos tempos modernos, seja por seus efeitos sociais, éticos, industriais ou, no longo prazo – e desde que a entendamos e saibamos como usá-la –, por seus efeitos políticos. Mesmo o vapor e a eletricidade são bem menos importantes que a companhia aberta com limitação de responsabilidade, e eles seriam reduzidos, comparativamente, à impotência sem ela. E o que é essa companhia aberta com limitação de responsabilidade? É simplesmente um instrumento pelo qual um grande número de indivíduos pode compartilhar um empreendimento sem nele arriscar mais do que eles voluntária e individualmente assumem”*
Nicholas Murray Butler, Prêmio Nobel da Paz.

I. Introdução

A principal função econômica do mercado de valores mobiliários (*securities*) é facilitar o financiamento privado da atividade empresária por meio da transformação de poupança em investimento. Ele serve como uma conexão mais direta entre, de um lado, agentes econômicos com recursos poupados e de outro aqueles que necessitam de recursos para desenvolver determinada atividade de produção de bens ou serviços¹.

Dois exemplos ilustram essa função de uma forma bem simples. O primeiro é o de uma empresa que faz a abertura de seu capital (IPO, de *initial public offering*), vendendo suas ações ao público investidor, capta recursos diretamente de quem os tem poupados, que em contrapartida se torna “sócio” dos resultados da companhia: ou recebe a fração correspondente dos lucros, na forma de dividendos, ou vê as ações valorizarem por conta do sucesso de suas atividades e eventual reinvestimento dos lucros pela empresa (o que, claro, pode não acontecer se ela for mal nos negócios). O segundo é bem similar, mas ao invés de vender ações, a empresa vende títulos representativos de dívida, pelos quais ela se compromete a pagar juros aos investidores que os detêm, como, por exemplo, debêntures. São essas as duas formas básicas de investimento: participação no capital (“*equity*”), ou uma relação de credor de algo que é em essência um empréstimo (“*debt*” ou

dívida). Ações e debêntures são duas modalidades de *securities* – em português, *valores mobiliários*.

O funcionamento eficiente desse sistema depende de múltiplos fatores, como, por exemplo, o nível de poupança disponível no próprio país, a capacidade de atração de investimentos externos, a demanda interna por produtos e serviços que geram o retorno necessário para poder tornar os investimentos rentáveis. Entre tantos fatores, damos destaque neste *paper* à relevância da estrutura jurídica e regulatória que o conforma – especialmente porque esta fica ao alcance dos formuladores de políticas públicas, como legisladores e reguladores infralegais. Tem-se em foco fenômenos como a existência de regras que dificultam o acesso a mercados, impedindo investidores e empresas de estabelecerem relações privadas mutuamente vantajosas, e às vezes a falta de regras que deem segurança aos agentes de que seus direitos e obrigações serão respeitados em caso de litígio.

A relação entre o direito e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários vem sendo reconhecida cada vez mais pela literatura jurídica e econômica. Porém, o debate sobre o tema é tradicionalmente centrado na ideia de que a dita proteção dos investidores é o principal elemento de ordem legal-regulatória determinante para o seu

¹ Dizemos “mais direta” pois há outras formas indiretas de financiar a atividade econômica privada. Uma delas é o sistema bancário. Agentes emprestam recursos aos bancos, seja por depósitos em conta-corrente, seja por depósitos remunerados como poupança ou CDBs; e os bancos, por sua vez, emprestam esses recursos às empresas. Outra é o financiamento “público” – melhor dizendo, estatal. O governo absorve recursos da população, por meio de tributos ou poupança forçada (como o FGTS), e posteriormente os aloca na atividade privada de diferentes formas, como empréstimos do BNDES ou aquisições de participações em empresas pela BNDESPAR. Em última análise, são formas com mais agentes intermediários entre o que inicial e economicamente são recursos de agentes com sobras financeiras e os destinatários destes recursos, que os tornam atividade econômica produtiva.

² A esse respeito, ver LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Legal Determinants of External Finance. NBER Working Paper No. 5879, 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5879.pdf>>; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and Finance. Journal of Political Economy. Chicago: University of Chicago Press, v. 106, n. 6, 1998; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. Journal of Finance. New York: American Finance Association, v. 54, 1999; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and corporate governance. Journal of Financial Economics. Atlanta: Elsevier, v. 58, 2000; LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopez de; SHLEIFER, Andrei. What Works in Securities Laws?. Tuck School of Business Working Paper No. 03-22; AFA 2005 Philadelphia Meetings, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=425880>>; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. The Economic Consequences of Legal Origins, 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13608>>.

desenvolvimento². Porém, muitas vezes essa suposta “proteção” extrapola a função do estado numa economia de mercado, de proteger a propriedade privada e dar cumprimento aos contratos, para impedir indivíduos de estabelecerem relações mutuamente desejadas.

Por isso, é indispensável avaliar a questão também sob a perspectiva do tomador de recursos, ou seja, das empresas que buscam o financiamento perante o público investidor. Para que o mercado de valores mobiliários cumpra sua função alocativa, é necessário que sua utilização não esteja condicionada à submissão, pela empresa que pretende captar recursos, a um único regime regulatório, excessivamente rígido e custoso. Custos de captação e cumprimento de regras representam, em última análise, recursos que deixam de ser aplicados na geração de riqueza para todas as partes com quem a empresa se relaciona. Se esses custos são muito altos, investimentos até determinado porte não têm como serem realizados, mesmo que empresas e investidores estivessem de acordo sobre as condições do negócio, pois simplesmente não sobra dinheiro suficiente para ser efetivamente destinado a atividades produtivas.

Um dos grandes desafios nessa seara, portanto, é justamente harmonizar dois objetivos aparentemente paradoxais: a perseguição de mecanismos que favoreçam a captação de recursos e a eventual necessidade de alguma tutela dos investidores, tal como requisitos de informações mínimas que devam ser expostas para que eles possam tomar decisões conscientes sobre os investimentos. Tradicionalmente, porém, esses requisitos também vêm acompanhados por rígidos requisitos organizacionais aplicáveis à empresa (como a adoção de um determinado tipo societário e de determinadas estruturas de governança prescritas pela lei e pela regulamentação), e exigências informacionais que podem pecar por redundância ou mesmo ausência de valor decisório, sendo superadas as eventuais vantagens pelos

custos excessivos.

Nos últimos anos, a Comissão de Valores Mobiliários promoveu importantes iniciativas voltadas justamente a rever regras relevantes aplicáveis aos processos de captação de recursos por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente a reforma das normas aplicáveis às operações de *equity-crowdfunding*³ e as discussões, ainda em curso, sobre uma ampla reforma no regramento das ofertas públicas de valores mobiliários⁴.

Mas, não obstante o mérito daquelas iniciativas e da preocupação da CVM com o tema, os avanços na criação de efetivos mecanismos de facilitação do acesso das empresas ao mercado de valores mobiliários podem ser considerados bastante tímidos.

II. Facilitação do Acesso ao Mercado de Valores Mobiliários e Proteção dos Investidores

Conforme mencionado, o debate sobre a relevância do direito para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários está centrado especialmente no regime destinado a garantir a proteção dos investidores, seja sob a ótica dos direitos a eles conferidos, seja no que diz respeito à promoção do adequado *enforcement* desses direitos. O pressuposto inicial dessa abordagem é bastante intuitivo: na ausência de um regime adequado de tutela, os investidores não estariam dispostos a aplicar seus recursos em investimentos de longo prazo por meio dos instrumentos típicos do mercado de valores mobiliários, ou, pelo menos, não a um custo que viabilize tais operações.

Isso porque, nesse caso, correrão não apenas o risco inerente às atividades econômicas das empresas investidas, mas também o risco legal

³ Nos termos da recém editada Resolução CVM 88/22.

⁴ Conforme Edital de Audiência Pública SDM 02/21.

advindo da ausência ou ineficiência das regras sobre seu investimento. Assim, na falta de um regime jurídico claro e adequado, os investidores não sentiriam confiança suficiente para disponibilizar seus recursos ou o fariam mediante a aplicação de um desconto significativo, que se refere justamente à antecipação das perdas que poderão experimentar em função da ausência da proteção adequada, aumentando o custo de capital para os tomadores de recursos, e prejudicando, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Porém, apesar de intuitivo, muito da regulamentação existente – e não apenas no Brasil – acaba por ignorar essa mecânica. Se as pessoas não investem sem um nível de direitos, as empresas são forçadas a oferecer tais direitos espontaneamente em contrapartida aos investimentos. Do contrário, não conseguirão convencer pessoas a aplicarem seus recursos nelas. Isto vale para direitos como nível de informação e requisitos organizacionais. Porém, é frequente que a regulação torne obrigatório às empresas que utilizem mecanismos diversos sob o pretexto de que sem estes os investimentos não seriam feitos. A preocupação é legítima: assegurar que os investimentos ocorram. Mas a ótica é míope: ignora a dinâmica das negociações voluntárias no mercado, especialmente quanto envolvem exclusivamente agentes econômicos sofisticados. Se a ausência de certos direitos impedir os investimentos, os investidores os exigirão e as empresas serão forçadas a conferi-los, do contrário não captam os recursos desejados.

Por isso, há de se reconhecer que o papel e a influência da regulação nesse campo não se limitam a essa dimensão de dita proteção aos investidores. De nada adianta que o regime jurídico busque tutelar os poupadores-investidores, se o fizer de modo a tornar inviável para uma parcela significativa das empresas-tomadoras que cumpram as exigências legais ou regulamentares. Isto é economicamente equivalente à lei estabelecer um preço mínimo de

um produto acima daquele que o consumidor está disposto a pagar, ou um preço máximo abaixo do que a empresa está disposta a cobrar: transações situadas nos intervalos de contrapartidas recíprocas ilegais, apesar de que seriam mutuamente vantajosas, deixam de ocorrer e com isso se perde a riqueza delas decorrente.

A regulação do mercado de valores mobiliários tradicionalmente está associada ao estabelecimento de requisitos de acesso, permanência e saída do mercado, bem como de padrões de comportamento para os agentes que nele atuam⁵, incluídos, aqui, emissores de valores mobiliários, investidores, intermediários, administradores de recursos, infraestruturas de mercado e demais instituições que participam ou atuam no mercado de capitais.

Os principais requisitos são aqueles de natureza informacional, que impõem obrigações de divulgação de um amplo conjunto de informações como condição para a captação da poupança popular, bem como para a posterior negociabilidade dos valores mobiliários em mercados secundários (isto é, as negociações em que os investidores transferem entre si os direitos que no mercado dito *primário* foram adquiridos direto das empresas). Esses requisitos informacionais são tradicionalmente reputados como a principal ferramenta de proteção do investidor.

Além das obrigações informacionais, as exigências regulatórias a título de proteção dos investidores incluem o estabelecimento de requisitos estruturais e organizativos aplicáveis às empresas que tomam os recursos. Por exemplo, exige-se a adoção de uma determinada forma societária, como a sociedade por ações, com limites à liberdade de associação como regras obrigatórias sobre direitos de voto ou de participação nos lucros, e estruturas administrativas, como existência e característica de conselho de administração, regras padrão sobre conselhos fiscais, competências privativas de órgãos societários, entre outras; exige-se também a

⁵ YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. 2a ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p 185.

atribuição de determinados direitos individuais ou coletivos ao investidor de mercado, em oposição, nesse caso, àqueles que estão à frente da condução das atividades da empresa investida (como é o caso, por exemplo, dos controladores das empresas).

Ocorre que esse conjunto de regras, apesar de destinadas a promover uma proteção dos investidores, muitas vezes representar restrições excessivas.

Os custos, diretos e indiretos, associados ao cumprimento desse conjunto de regras podem impactar negativamente (ou até mesmo inviabilizar) o acesso das empresas ao mercado de valores mobiliários.

Por essa razão, as medidas que tradicionalmente são associadas ao incentivo ao acesso ao mercado de valores mobiliários consistem em processos de flexibilização regulatória, ligados especialmente à concessão de dispensas ou instituição de regimes menos rigorosos para a captação de recursos, ainda que mediante certas contrapartidas ou limitações⁶.

Assim, os objetivos de proteção dos investidores e de incentivo à captação de recursos pelo mercado de valores mobiliários revelam um aparente conflito. Por um lado, as iniciativas regulatórias destinadas a fomentar o acesso das empresas ao mercado costumam embutir uma filosofia de liberdade, flexibilidade e dispensa de requisitos, que pode gerar, na ótica de certos críticos, uma percepção de menor nível de informação disponível no mercado ou de incremento do risco de fraudes, que poderiam passar ao largo do escrutínio da fiscalização estatal. Por outro lado, o rigor das regras impostas com o objetivo primário de fortalecer o grau de proteção dos investidores, pode, especialmente quando mal calibradas, impactar negativamente (ou mesmo inviabilizar) o acesso ao mercado de valores mobiliários, especialmente por parte das empresas que não conseguem, ou simplesmente não desejam

(porque não é justificável sob uma ótica de custos e benefícios) submeter-se àquele oneroso regime.

Essa percepção de conflito entre fomento ao acesso ao mercado e proteção aos investidores, por sua vez, deriva essencialmente de determinados conceitos e premissas arraigadas à cultura regulatória do mercado de valores mobiliários.

Não obstante a política regulatória do mercado de valores mobiliários seja frequentemente descrita como menos intervencionista por supostamente não limitar a liberdade de agir dos investidores, desde que criadas determinadas condições reputadas essenciais à sua tomada de decisão, a análise mais detida de certas limitações revela uma faceta bastante paternalista da regulação⁷.

Em diversas situações a liberdade de agir dos investidores é simplesmente retirada pela regulação do mercado de valores mobiliários, de maneira automática e por completo, por estarem supostamente ausentes certas condições “mínimas” para a correta tomada de decisão, ainda que o desejo do investidor fosse correr, deliberadamente, todos os riscos inerentes a essa situação (e.g., proceder com o investimento mesmo sabendo que as informações disponíveis são reduzidas). Ou seja, as condições são “mínimas” não para os indivíduos cujos patrimônios estão em jogo, mas na opinião do representante do Estado⁸. Por mais bem intencionada que seja esta opinião, ela não corresponderá à realidade de todos os agentes econômicos e representa perdas líquidas para a sociedade, relativas às transações que deixam de ocorrer e aos custos incorridos sem efetivo retorno.

Na ausência desses elementos, restam, sob a perspectiva de política regulatória, tradicionalmente

⁷ Sobre a natureza paternalista da regulação do mercado de valores mobiliários, ver KIM, Susanna. *Paternalism and Securities Regulation*. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Forthcoming; Chapman University, Fowler Law Research Paper No. 15-08, 2015, p. 11. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2593966>>.

⁸ Cf. KIM, Susanna. *Paternalism and Securities Regulation*. *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Forthcoming; Chapman University, Fowler Law Research Paper No. 15-08, 2015. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2593966>>, p. 3.

⁶ Por exemplo, limitações ou restrições em relação ao volume financeiro das operações, ao perfil ou quantidade dos investidores que delas participam, a maneira como o esforço de venda dos valores mobiliários é feito junto ao público investidor, ou em consideração ao porte ou estágio de desenvolvimento da respectiva empresa.

duas alternativas: (i) impede-se a utilização do mercado de valores mobiliários pelas empresas que não estão aptas ou dispostas a cumprir todas as exigências; ou (ii) impede-se o envolvimento de determinados tipos de investidores, considerados menos sofisticados, em função do suposto risco representado pelo fato de a empresa envolvida em determinado processo de captação de recursos utilizar regimes regulatórios mais flexíveis. Isso representa retirar desses investidores a alternativa de, conscientemente, aceitar riscos majorados para participar de determinados investimentos com enorme potencial de rentabilidade⁹.

Essa supervalorização da limitação à liberdade de agir enquanto ferramenta supostamente protetiva dos investidores pode acabar diminuindo a relevância daquele que deveria, ao menos em tese, constituir o elemento central de uma política regulatória eficiente: a existência de elementos capazes de viabilizar o adequado *enforcement* das regras que conformam o mercado de valores mobiliários, de modo a conferir concretude e tangibilidade a uma verdadeira proteção de direitos dos investidores *contra violações com que não concordaram*, e não tutela de suas decisões particulares sob o nome de “proteção”.

A efetiva proteção dos investidores é garantida não pela limitação da liberdade dos agentes econômicos, mas pela introdução de mecanismos aptos a permitir o *enforcement* das normas realmente necessárias, sejam legais, regulatórias ou contratuais, que são aquelas que permitem a punição de condutas fraudulentas e a adequada reparação de danos e restituição de propriedade alocada contra a vontade de seus titulares.

É sobre essa perspectiva que se deve, a nosso ver, analisar o regramento aplicável às ofertas de valores mobiliários.

III. O Regramento das Ofertas de Valores Mobiliários

A disciplina das ofertas de valores mobiliários constitui um dos pontos nevrálgicos da regulação do mercado de capitais, desde que seus pressupostos foram cristalizados a partir da edição do *Securities Act* de 1933, nos Estados Unidos¹⁰.

Essa disciplina das ofertas parte de um pressuposto bastante claro: como o processo de oferta de qualquer bem, produto ou serviço destinado ao público envolve um esforço de venda por parte do próprio provedor daquilo que é ofertado, existem fortes incentivos para o vendedor (ou quem ele contrate para tanto) superestimar a qualidade e as virtudes daquilo que está vendendo, e subestimar (ou até mesmo omitir) os eventuais defeitos ou riscos¹¹.

Nesse sentido, a regulação tem por objetivos (i) reduzir a assimetria informacional, exigindo a divulgação de um conjunto de informações tidas como essenciais para a tomada da decisão de investimento; e (ii) regular de modo pormenorizado o processo de captação de recursos, a forma como é feita junto ao público investidor e a conduta daqueles que nela se engajam¹².

Há outros pressupostos cujo entendimento é essencial para a compreensão dos requisitos impostos (e, conseqüentemente, dos custos diretos e indiretos a elas associados). O principal deles é que, como os destinatários de tais operações são indeterminados ou em grande número, deteriam conhecimento insuficiente sobre o investimento

⁶ A esse respeito, ver LANDIS, James. The legislative history of the securities act of 1933. The George Washington Law Review. Washington: The George Washington University, v. 29, 1959-1960, p. 34.

¹¹ A esse respeito, L. Loss et al. afirmam: “Indeed, the problems at which modern securities regulation is directed are as old as the cupidity of sellers and the gullibility of buyers.” (LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel; PAREDES, Troy. Fundamentals of Securities Regulation. 6th ed. New York: Wolters Kluwer, 2011, p. 1.

⁶ Cf. RODRIGUES, Ushua. Securities Law’s Dirty Little Secret. Fordham Law Review. New York: Fordham University, v. 81, 2013, p. 3389–3427.

¹² Cf. STEINBERG, Marc I. Securities Regulation. 6th ed. San Francisco: Lexis Nexis, 2013, p. 189.

que lhes está sendo ofertado, eles não teriam condições de negociar efetivamente pela divulgação das informações necessárias para uma adequada tomada de decisão de investimento. A negociação por essas informações envolveria custos de transação excessivos, dada a dispersão e o grande número de envolvidos.

É daí que se impõe a divulgação obrigatória de um conteúdo informacional prescrito pelo próprio regulador e de observância de determinados procedimentos e regras de conduta como requisitos prévios à realização de tais operações, bem como do cumprimento, a partir de então, de uma série de obrigações subsequentes, associadas, em grande medida, à prestação de informações periódicas e eventuais. Evidente que o cumprimento dessas exigências significa custos. Quando mais exigências, maiores eles são. E os custos não são apenas “para as empresas”. O dinheiro é um só. Se o emissor do valor mobiliário tem custos, estes são subtraídos dos recursos que seriam devolvidos aos investidores, seja em lucros distribuídos, seja em reinvestimento na empresa.

Todavia, os pressupostos que são usados para justificar os requisitos tipicamente aplicáveis a tais operações nem sempre estarão presentes em toda e qualquer operação em que se busca a captação de recursos.

Aliás, a premissa central – de que os investidores não negociariam a inclusão de informações suficientes – é questionável como um todo, do ponto de vista do funcionamento efetivo de como se daria essa negociação. Uma coisa é supor que representantes de uma empresa negociaria individualmente com cada um das centenas ou milhares de investidores comuns a quem oferece valores mobiliários qual o grau de informação desejado. Claro que isto é inviável, ao menos no estágio tecnológico atual e certamente naquele de cerca de um século atrás quando o modelo foi concebido. Outra, porém, é notar que as informações têm seu valor apreciado pelos investidores, e quanto mais as informações a eles apresentadas forem úteis, mais sucesso a empresa tem na captação. Na prática, quem

oferece um investimento é forçado a informar o que está ofertando, não por imposição regulatória, mas pela necessidade de convencer o possível investidor, ainda que por meio de estabelecimento de condições gerais (como contratos de adesão).

Assim, há de se avaliar em que casos e em que medida se justifica a imposição de todos os ônus e custos decorrentes dos requisitos que tipicamente regem as ofertas de valores mobiliários.

Um regime regulatório balanceado exigirá o cumprimento dos procedimentos mais custosos – não necessariamente tão custosos como os que atualmente existem, mas apenas *os mais custosos* de um dado regramento – apenas quando houver uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* o valor efetivamente resultante das obrigações¹³.

A partir do reconhecimento dessa necessidade de flexibilização, surgem determinados regimes especiais. Esses regimes mais flexíveis para a realização de ofertas de valores mobiliários apresentam intensidade variada, incluindo desde uma isenção completa do regime tradicionalmente imposto (inclusive mediante dispensas, seja de seu registro perante o regulador, seja do cumprimento de obrigações informacionais). Eles são aplicáveis em função de alguns fatores, especialmente: (i) do porte e estágio de desenvolvimento do emissor, sobretudo para fomentar o engajamento de empresas de menor porte em operações dessa natureza¹⁴; (ii) do volume financeiro objeto da oferta; (iii) da dispersão dos investidores a que se destina oferta; (iv) do grau de intensidade do esforço de venda realizado; e (v) da especialização dos investidores envolvidos na oferta ou de sua relação prévia com a empresa.

¹³ Cf. CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, Adam. C. Securities Regulation. Foundation Press: New York, 2015, p. 550 e PALMITER, Alan R. Securities Regulation. 6th ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p. 199.

¹⁴ Cf. FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 13-14. Sobre as estratégias regulatórias recorrentemente utilizadas nessa seara, ver INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION. SME Financing Through Capital Markets – Final Report. The Growth and Emerging Markets Committee, 2015. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD493.pdf>>., p. 42-43.

Uma das estratégias regulatórias utilizadas na conformação de regimes especiais aplicáveis a determinados tipos de ofertas de valores mobiliários diz respeito à imposição de limitações qualitativas quando ao público-alvo da oferta. A premissa é de que na hipótese de o processo de captação de recursos envolver apenas investidores altamente especializados, ou apenas aqueles que já têm prévia relação com a empresa, há menor necessidade de ingerência regulatória, inclusive em decorrência da real possibilidade de negociação e um efetivo processo de barganha com relação às condições da oferta e às informações consideradas importantes à realização do investimento¹⁵.

Opera-se, portanto, para esse efeito, uma presunção de que esses investidores conseguiriam, autonomamente, obter o mesmo grau de proteção que derivaria daqueles requisitos dispensados¹⁶. Mais que isso, porém, pode-se considerar que algum grau de “proteção” que deixa de existir nem mesmo tinha valor suficiente para compensar seus custos. Os regimes especiais dão maior espaço para os investidores decidirem por si próprios se e quanto querem pagar, em última análise, por determinadas contrapartidas.

Adicionalmente, alguns desses regimes especiais costumam embutir uma outra importante contrapartida: a imposição de algum grau de restrição à negociação em mercados secundários dos valores mobiliários ofertados por meio desses mecanismos. Tal tipo de restrição está associado, normalmente, às operações em que há limitações, qualitativas ou quantitativas, em relação ao público-alvo da oferta.

Isso, porque a possibilidade de livre negociação de tais valores mobiliários em mercado secundário poderia frustrar por completo as restrições

(qualitativas e quantitativas) impostas quando da realização da operação em mercado primário, inclusive em consideração ao fato de que o respectivo emissor pode não estar sujeito a um amplo regime informacional subsequente.

Todavia, também nessa seara os regimes regulatórios têm evoluído de modo a permitir que tais valores mobiliários possam também dispor de alguns mecanismos de liquidez em mercados secundários – essencial para a atratividade no mercado primário, viabilizando mecanismos de monetização do investimento independentemente da ação do emissor dos títulos negociados –, desde que tal negociação ocorra entre investidores que, em tese, seriam dotados de qualificação suficiente para participar de tais ofertas, e observado, em alguns casos, um período inicial de vedação à transferência de tais valores mobiliários¹⁷.

IV. A Regulação Brasileira das Ofertas Públicas de Valores Mobiliários

A legislação brasileira busca contemplar uma definição dos elementos que configuram uma oferta pública de valores mobiliários. Tal noção – centrada essencialmente nos meios empregados pelo ofertante e pelos intermediários que atuam em tais operações para efetivar a distribuição dos valores mobiliários ofertados – já se fazia desde a Lei nº 4.728/65¹⁸, e foi mantida e ampliada pela Lei nº 6.385/76¹⁹.

Todavia, no tratamento da matéria, atualmente previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76, evitou-se proceder a uma definição genérica daquilo que seria uma oferta pública²⁰. Em abordagem substancialmente diferente do tratamento visto

¹⁵ Cf. FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Promoting access to primary equity markets. A legal and regulatory approach. The World Bank Policy Research Working Paper 3.892/2, 2006, p. 23.

¹⁶ Cf. PIENFRANCOSTA, Alain. “The ‘Public Offering of Securities’ Concept in the New Prospectus Directive”. In: FERRARINI, Guido; WYMEERSCH, Eddy. Investor Protection in Europe – Corporate Law Making, the MiFID and Beyond. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 354.

¹⁷ Cf. FRIEDMAN, Felice B.; GROSE, Claire. Op. cit., p. 27.

¹⁸ Cf. artigo 16 da Lei nº 4.728/65.

¹⁹ Cf. artigo 19 da Lei nº 6.385/76.

²⁰ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 147.

no regime americano ou europeu, o legislador, por aqui, tratou de simplesmente elencar certos atos ou elementos que caracterizam determinadas operações como ofertas públicas.

Dessa forma, a Lei nº 6.385/76 trata, inicialmente, de estabelecer a obrigatoriedade de registro, perante a CVM, de qualquer “emissão pública” que venha a ser “distribuída no mercado”²¹, definindo como “atos de distribuição” a “venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”²² e listando determinados meios de distribuição que, uma vez empregados, caracterizam a emissão pública²³.

Por fim, o dispositivo atribui à CVM competência para regular a matéria, podendo, inclusive, “definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor” e “fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido”²⁴.

Sob essa perspectiva, a opção do legislador brasileiro parece acertada, uma vez que permite a fixação de regimes especiais para a realização de determinadas operações em relação às quais os procedimentos típicos associados às ofertas públicas, inclusive seu registro perante o regulador, não se demonstram justificáveis – inclusive sem imposições de amarras quantitativas em sede legal, que pode se demonstrar um grande inconveniente em vista da própria evolução natural do mercado ao longo do tempo –, e esquivando-se, também, da pantanosa distinção entre ofertas reputadas públicas e as privadas.

Não obstante a competência conferida pela lei, não havia, por aqui, até o final dos anos 2000, um regime especial efetivo para a realização de ofertas

que não envolvesse uma complexa e custosa oferta pública de valores mobiliários, registrada perante a CVM.

Tal panorama foi alterado apenas em 2009, com o advento da Instrução CVM nº 476/09, que instituiu um regime especial para a realização das chamadas “ofertas públicas com esforços restritos”. O regime foi adotado com o propósito de criar um mecanismo facilitado para a realização de determinadas ofertas que contassem, simultaneamente, com limitação quantitativa e qualitativa em relação a seus destinatários²⁵.

Todavia, muito embora a CVM tenha declaradamente buscado inspiração no regramento americano quando da elaboração de tal norma²⁶, a análise detida do conteúdo da Instrução CVM nº 476/09 revela significativas diferenças em comparação com a sistemática vigente naquele mercado, bem como no âmbito do mercado de valores mobiliários europeu.

A primeira grande diferença diz respeito às espécies de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos desse regime.

Não obstante a Lei nº 6.385/76 tenha, desde 2001, adotado uma noção genérica de valor mobiliário (com uma cláusula *catch-all* no inciso IX do artigo 2º), a Instrução CVM nº 476/09 trata de limitar sua aplicação a um rol restrito desses títulos, excluindo, por exemplo, as operações envolvendo valores mobiliários que se enquadrem apenas na definição geral. Isto não se verifica nos regimes estrangeiros, que tradicionalmente se estendem para ofertas envolvendo quaisquer tipos de valores mobiliários.

Com tais restrições, a regra não contemplava, até 2014, as ações ou valores mobiliários nela lastreados, conversíveis ou permutáveis em ações, que passaram a integrar o rol apenas por meio da reforma promovida pela Instrução CVM nº 551/14.

A partir de então, a norma passou a contemplar

²¹ Cf. artigo 19, caput, da Lei nº 6.385/76.

²² Cf. artigo 19, §1º, da Lei nº 6.385/76.

²³ Cf. artigo 19, §3º, da Lei nº 6.385/76.

²⁴ Cf. artigo 19, §5º da Lei nº 6.385/76.

²⁵ Cf. Artigo 1º, §1º da Instrução CVM nº 476/09.

²⁶ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 05/2008, p. 1. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

dois regimentos distintos para realização de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos: um deles aplicável quando envolvidos valores representativos de dívida (desde que não conversíveis)²⁷ e outro aplicável às ofertas envolvendo ações e valores mobiliários nelas lastreados, conversíveis ou permutáveis (incluindo, também, certificados de depósito, debêntures conversíveis e bônus de subscrição)²⁸.

A diferença entre tais regimes é substancial: enquanto as ofertas de valores mobiliários representativos de dívida podem ser realizadas por emissores dispensados de registro perante a CVM, aquelas envolvendo ações valores mobiliários nelas conversíveis apenas podem ser realizadas por companhias abertas devidamente registradas nos termos da Resolução CVM nº 80, sujeitas, portanto, a todas as obrigações, inclusive de natureza informacional, ali prescritas²⁹.

A despeito dos propósitos declarados quando da inclusão de tais valores mobiliários no âmbito do regime especial prescrito pela Instrução CVM nº 476/09, inseridos no contexto de uma política regulatória voltada a facilitar a utilização do mercado primário de valores mobiliários por empresas de menor porte (isto é: permitir que empresas menores se financiem diretamente pelo mercado de capitais)³⁰, tais propósitos poderiam ser bem mais amplamente perseguidos. O fato de a utilização de tal mecanismo estar restrito às companhias abertas registradas retira, evidentemente, grande parte de sua utilidade enquanto um efetivo mecanismo apto a auxiliar a capitalização de empresas em estágios menos desenvolvidos, justamente por não contemplar qualquer tipo de customização em relação ao regime regulatório ao qual tais emissores estão sujeitos.

Dessa forma, os benefícios decorrentes do regime especial se limitam, basicamente, à celeridade, uma vez que não sujeita a prévio registro perante o regulador. Mesmo a dispensa da obrigatoriedade de elaborar um prospecto (documento que reúne todas as informações exigidas pela regulamentação como requisito para realização de uma oferta pública) – elemento central dos regimes especiais existentes nos Estados Unidos da América e na Europa – por aqui não significa muito em termos de desoneração regulatória.

Isso porque, dentro da sistemática atualmente em vigor na Instrução CVM nº 400/03, a parte mais relevante e de custosa elaboração do prospecto, relativa às informações sobre o emissor dos valores mobiliários, é formada exclusivamente a partir das informações constantes do formulário de referência (documento que reúne todas as informações exigidas pela regulamentação sobre as empresas que acessam o mercado de valores mobiliários e que no âmbito das ofertas públicas é anexado ao prospecto)³¹ cuja elaboração é obrigatória para todas as companhias registradas perante a CVM³².

Assim, os emissores que realizam ofertas de ações nos termos da Instrução CVM nº 476/09 estão materialmente sujeitos às mesmas obrigações, inclusive informacionais, aplicáveis àqueles que realizam ofertas públicas registradas nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Ademais, ao insistir em prescrever um rol taxativo de valores mobiliários que podem ser ofertados nos termos da Instrução CVM nº 476/09, a norma restringe significativamente a possibilidade de utilização desses mecanismos por emissores organizados sob tipos societários diversos das sociedades por ações, que ficam impedidos, por exemplo, de realizar ofertas de valores mobiliários atípicos (o que também representa uma grande distinção em relação aos regimes norte-americano e europeu, que permitem tal alternativa).

²⁷ Cf. artigo 1º, §1º, I a X da Instrução CVM nº 476/09.

²⁸ Cf. artigo 1º, §1º, XI a XIV da Instrução CVM nº 476/09.

²⁹ Cf. Artigo 1º, §1º, XI da Instrução CVM nº 476/09.

³⁰ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública nº 01/2014, p. 1. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

³¹ Cf. item 5 do Anexo III à Instrução CVM nº 400/03.

³² Cf. artigo 25 da Resolução CVM nº 80/22.

Em relação ao público-alvo de tais ofertas, a Instrução CVM nº 476/09 igualmente se afasta dos regimes estrangeiros, ao estabelecer a imposição simultânea e cumulativa de limitações quantitativas e qualitativas.

De acordo com a Instrução CVM nº 476/09³³, as ofertas realizadas nos termos de seu regramento devem ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definição atualmente constante da Resolução CVM nº 30/21, que encampa: (i) instituições financeiras e entidades equiparadas; (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (viii) investidores não residentes³⁴.

Não obstante a restrição em relação aos destinatários dessas ofertas, sob a ótica de sua sofisticação, a CVM nº 476/09 impõe, simultaneamente, uma limitação quantitativa: nessas operações, é a procura de, no máximo, setenta e cinco investidores profissionais, dos quais apenas cinquenta podem subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados³⁵.

Essa também não é a tendência da regulação estrangeira, que lança mão de limites quantitativos apenas em relação à participação de investidores comuns, não impondo qualquer tipo de limitação dessa natureza em relação à participação de investidores sofisticados. Parece fazer mais sentido

que a regulação brasileira. Se há o entendimento que investidores sofisticados têm *individualmente* condições de prescindir das “proteções” regulatórias, por suas condições subjetivas, tais condições não deixariam de existir pela coexistência de outros investidores igualmente capacitados. Pelo contrário: a existência de mais investidores até faz com que exigências negociais de alguns possam ser conhecidas e estendidas aos demais, em influência recíproca.

Por fim, destacamos outra diferença substancial em relação aos regimes estrangeiros, também com importante potencial de impacto em relação a custos, qual seja, a obrigatoriedade de as ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476/09 serem intermediadas por integrantes do sistema de distribuição³⁶ sujeitos às mesmas obrigações e responsabilidades que se impõem nas ofertas públicas de distribuição realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

Não obstante a Lei nº 6.385/76 preveja a possibilidade de a CVM dispensar a atuação de intermediários em ofertas públicas³⁷, a autarquia nunca fez essa dispensa de forma ampla e sistemática. Mesmo na Instrução 476/09, num contexto de simplificação por dispensa de requisitos, o regulador optou por exigir tal mecanismo nas ofertas, alçando tais instituições a condições de *gatekeepers* em tais processos, o que não se verifica nos regimes americano e europeu.

A despeito do importante auxílio de tais intermediários no processo de seleção dos potenciais participantes da oferta, a obrigatoriedade de sua contratação e a imposição a tais instituições de diversas obrigações semelhantes àquelas existentes no contexto de ofertas públicas tradicionais implicam em custos significativos.

Nos termos da Instrução CVM nº 476/09, os intermediários são responsáveis não apenas pelo

³³ Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 476/09.

³⁴ Cf. artigo 11 da Resolução CVM nº 30/21.

³⁵ Cf. artigo 3º da Instrução CVM nº 476/09.

³⁶ Cf. artigo 2º da Instrução CVM nº 476/09.

³⁷ Cf. artigo 19, §5º da Lei nº 6.385/76. Tal dispensa pode ser, inclusive, em determinadas circunstâncias, solicitada em ofertas públicas sujeitas à Instrução CVM nº 400/03, conforme artigo 3º, §2º de tal diploma.

envio de determinadas informações a respeito da oferta ao regulador³⁸, pela manutenção dos controles relativos aos investidores acessados³⁹, pela verificação da qualificação dos investidores ofertados⁴⁰ e pela verificação da adequação do investimento ao seu perfil⁴¹, mas também pelas informações prestadas pelos ofertantes aos investidores, respondendo inclusive por falta de diligência e omissão nessa verificação⁴² (da mesma forma como ocorre nas ofertas públicas registradas)⁴³, o que, na prática, impõe a tais instituições a necessidade de conduzirem processos de auditoria (*due diligence*), ainda que com escopo reduzido em função de sua natureza⁴⁴.

Evidente que toda a proteção e segurança derivada de tal opção – e que nem sempre seria justificável, em função da participação restrita a investidores profissionais prescrita pela norma – significa em incremento do custo associado a tais operações para os respectivos ofertantes, decorrente da participação obrigatória de intermediários e, sobretudo, em das responsabilidades a eles atribuídas. Hoje, ademais, tal exigência poderia ser questionada à luz da Lei de Liberdade Econômica, que trata como abuso do poder regulatório a imposição infralegal de demanda compulsória por serviço (art. 4º, inciso VI).

Em suma, verifica-se que, no Brasil, os regimes especiais destinados a promover o acesso facilitado ao mercado de valores mobiliários ainda podem ser considerados demasiadamente restritos, impondo relevantes (e, em certa medida, injustificados)

custos diretos e indiretos às empresas que deles pretendem se beneficiar.

V. Sugestões para um Regramento de Ofertas Eficiente

Em linha com as considerações feitas ao longo deste trabalho, algumas modificações regulatórias trariam grandes benefícios ao desenvolvimento econômico do País, permitindo que o mercado de capitais cumpra melhor sua função de conduzir os recursos poupados na sociedade brasileira ao investimento privado.

- *Não aplicação das imposições regulatórias a investidores sofisticados.*

Ofertas destinadas exclusivamente a investidores de reconhecida capacidade de discernir ou negociar as informações relevantes sobre os investimentos não deveriam estar sujeitas às exigências regulatórias que visam à sua dita “proteção”. Isto, independentemente da quantidade de investidores acessados, ou dos meios empregados para divulgar a oferta.

Mesmo sob a premissa de que investidores do público em geral não têm condições de avaliar ofertas que lhes sejam feitas sem um conjunto mínimo de requisitos imposto por regulação, é um *non sequitur* dispor que ofertas destinadas apenas a quem, demonstradamente, tem plenas condições de decidir racionalmente tenham de se sujeitar a regras que lhes impeçam de decidir por si mesmos.

- *Ampliação dos limites do equity crowdfunding*

No Brasil, não é possível fazer IPOs de pequena monta. É gigantesco o intervalo entre o que empresas de porte pequeno a médio conseguem captar por *equity crowdfunding* e o que é possível captar por meio das ofertas tradicionais. Enquanto o limite para captações de *crowdfunding* era de R\$ 5 milhões até bem pouco tempo atrás, tendo

³⁸ Cf. artigo 7º-A, 8º e 11, VII da Instrução CVM nº 476/09.

³⁹ Cf. artigo 7º-A, §2º da Instrução CVM nº 476/09.

⁴⁰ Cf. artigo 11, III da Instrução CVM nº 476/09.

⁴¹ Cf. artigo 11, IV da Instrução CVM nº 476/09.

⁴² Cf. artigo 11, I da Instrução CVM nº 476/09.

⁴³ Cf. artigo 56, §1º da Instrução CVM nº 400/03.

⁴⁴ Cf. JANSON, Nair; MALUF, Rafael Vargas; STIRNBERG, Tobias; CÂMARA, Felipe. Nova 476. In: Revista RI. São Paulo: The Media Group, v. 181, 2005, p. 39.

sido aumentado para R\$ 15 milhões com a edição da Resolução CVM nº 88/2022, o limite mínimo em que é viável fazer uma oferta pública nos moldes tradicional é de cerca de R\$ 300 milhões⁴⁵, ou seja, cerca de vinte vezes o novo limite. Em termos de valores médios, onde os *equity crowdfundings* situam-se pouco acima de R\$ 1,2 milhão, a média de uma oferta tradicional em 2021 foi de cerca de R\$1,8 bilhão. “Apenas” mil e quinhentas vezes maior.

Empresas que desejem captar recursos no intervalo entre o limite máximo do *crowdfunding* e os valores mínimos praticados nas ofertas tradicional ficam praticamente excluídas do mercado de capitais. Trata-se de perdas líquidas para a economia brasileira. Produtos e serviços que deixam de existir. Menor crescimento, menos empregos, menos tributos e daí por diante.

Uma recomendação bem simples de política regulatória, portanto, é o aumento do limite superior para se fazer captação por meio do *equity crowdfunding*. Para que não haja o enorme gap entre o que se pode captar por meio dessas plataformas inovadoras e o que é possível captar por ofertas tradicionais, pode-se estabelecer um teto móvel para o *equity crowdfunding*, definido a determinada periodicidade, como sendo, por exemplo um percentual do valor mínimo de uma oferta pública realizado num intervalo de tempo anterior.

- Criação de regimes regulatórios intermediários

Uma forma de reduzir o tiquete mínimo em que se torna viável fazer uma oferta tradicional é modular exigências para portes menores. Ao invés de um modelo binário, de extrema simplicidade para *equity crowdfunding* e complexidade máxima para ofertas tradicionais, pode-se pensar na formulação de regimes mais brandos.

Regimes intermediários e mais flexíveis –

comuns em diversas jurisdições – podem significar menos informações obrigatórias; exclusão de requisitos organizacionais, como estruturas de governança internas das empresas para poderem fazer as ofertas; ausência de obrigações de alguns participantes, como a imposição de certos deveres aos intermediários das ofertas, entre outros.

- Não obrigatoriedade da atuação de intermediários

Os intermediários desempenham papéis muito importantes nas ofertas públicas de valores mobiliários. Eles têm incumbências como conseguir interessados, assegurar que a oferta seja exitosa, responder pela veracidade das informações prestadas pelos ofertantes.

Porém, não é necessário que eles atuem ou tenham sempre todas as atribuições que lhes podem ser dadas numa oferta. É *possível* fazer ofertas sem eles, ou sem que eles cumpram todas as atribuições que hoje lhes são impostas pelas regras obrigatórias, especialmente no caso de ofertas destinadas exclusivamente a investidores sofisticados. Se é *possível* fazer sem, não poderia ser obrigatório fazer com. Em termos de consequências econômicas, os negócios que poderiam dispensar a participação ou o papel de certos agentes, quando os incluem apenas por exigência legal (e não por necessidade efetiva pelas características da operação) representam menos recursos sendo investidos em atividades produtivas do que seria possível; e essa perda de crescimento, a riqueza que deixa de ser gerada, é muito maior no que se refere às operações que nem mesmo chegam a ser realizadas por conta de se tornar proibitivo o custo da participação de intermediários – com a prestação de todos os serviços e assunção de todas as obrigações que a regulamentação exige, como, especialmente, a de realizar *due diligence* do ofertante.

Uma recomendação de política pública, nesse sentido, é tornar facultativas a participação de intermediários, a realização por eles de *due*

⁴⁵ Julgando-se pela menor oferta pública de abertura de capital realizada em 2021, de R\$ 320 milhões, da companhia Get Ninjas.

diligence, a obrigação deles de responder por falhas dos emissores e daí por diante⁴⁶.

VI. Conclusões

Ofertas de valores mobiliários são importantíssimas para o bom funcionamento de uma economia de mercado. Decisões privadas sobre os investimentos, feitas de maneira descentralizada, com base na informação dispersa na sociedade, reduzem as perdas por ineficiência alocativa decorrente de decisões de investimento feitas com desalinhamento de interesses, tais como as de financiamento estatal, e são componente essencial para um maior aproveitamento dos recursos poupados numa economia na atividade produtiva.

Hoje, apesar da revolução tecnológica em que a comunicação e o estabelecimento de relações humanas de diferentes naturezas, nunca foram tão magnificamente velozes e simples, muitas vezes é mais difícil estabelecer relações de investimento do que já foi há mais de um século. A regulação estatal, quando equivocada, é capaz de criar mais obstáculos do que a tecnologia é capaz de remover.

Muito se pode avançar no sentido de aumentar o alcance do mercado de capitais, com mudanças regulatórias simples. Seja para atingir maior eficiência econômica em projetos de maior porte, seja para abrir o mercado para empresas de menor porte ou em estágios menos avançados de desenvolvimento, hoje praticamente excluídas

desses formidáveis instrumentos de captação, os formuladores de políticas públicas têm excelentes oportunidades de aprimorar, muitas vezes com medidas bem simples, o arcabouço regulatório em favor de maior liberdade decisória, certamente gerando o efeito desejável de maior crescimento econômico.

⁴⁶ Neste caso, apenas se estaria dando cumprimento ao previsto na Lei de Liberdade Econômica quanto à ilegalidade das disposições infralegais que tornam compulsória a prestação de serviços (art. 4º, VI). Como a Lei nº 6.385/76 autoriza a CVM a dispensar a participação de intermediários (art. 15), é razoável interpretar que, em conjunto com a proibição geral de tornar compulsórios certos serviços, a autarquia passa na verdade a ser obrigada a fazer tal dispensa na edição de novos normativos, em situações em que a proteção advinda da atuação dos intermediários não se justifica. A regulamentação poderia fazer recomendações, estabelecer condições para a prestação de serviços, mas não os impor de forma indiscriminada.