

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Mauro de Lima Torres

**Regulação e Eficiência no Mercado de Capitais:
A informação como alvo central da atuação
regulatória da CVM.**

**Recife
2007**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Mauro de Lima Torres

**Regulação e Eficiência no Mercado de Capitais:
A informação como alvo central da atuação
regulatória da CVM.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco como requisito necessário à obtenção do título de Mestre em administração.

**Recife
2007**

Universidade Federal de Pernambuco
Centro de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Ciências Administrativas
Programa de Pós-Graduação em Administração - PROPAD

Regulação e Eficiência no Mercado de Capitais: A informação como alvo central da atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários

Mauro de Lima Torres

Dissertação submetida ao corpo docente do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco e aprovada em 26 de janeiro de 2007.

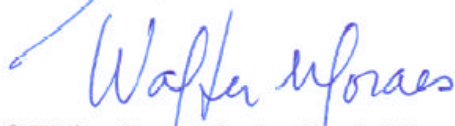
Banca examinadora:



Prof. David Ricardo Colaço Bezerra, Doutor, UFPE (orientador)



Prof. Alexandre Stamford da Silva, Doutor, FBV (examinador externo)



Prof. Walter Fernando Araújo de Moraes, Ph.D. UFPE (examinador interno)

Dedico esta pequena semente
a todos que regam o jardim
de minha vida...

Agradecimentos

A Deus.

Derrick R. Sweet comoveu-me com suas palavras numa tarde fria de fevereiro, na biblioteca pública de Toronto enquanto pesquisava “temas duros”. Por esta razão, gostaria de fazer uso de suas palavras para que outros possam ser, também, tocados pela força da gratidão sincera...

*Aos meus pais,
Por acreditarem em mim quando eu não acreditei...
Por estarem lá quando precisei...
E, por todo vosso amor e amizade,
É uma honra ser seu filho!*

Aos meus avós,
sem os quais o que é, não teria sido assim...

À Rainha da Esperança,
pelas fundamentais lições sobre companheirismo...

À minha família e amigos,
por todo o apoio...

Aos meus educadores,
pela bela caminhada...

Sumário

1	Introdução	12
1.1	Considerações preliminares	12
1.2	Pergunta de Pesquisa	14
1.3	Objetivos.....	15
1.4	Justificativa	16
2	Regulação.....	19
2.1	Perspectiva Política.....	19
2.2	Perspectiva sistêmica	22
2.3	Perspectiva filosófica.....	24
2.4	Perspectiva econômica.....	26
2.5	Perspectiva jurídica.....	30
2.6	As diferentes perspectivas e o Objeto de Pesquisa.....	35
3	Fundamentação Teórica.....	36
3.1	Teoria Institucional.....	36
3.2	Teoria econômica	45
3.2.2	Eficiência de Mercado	51
3.3	Integração dos fundamentos teóricos ao objeto de pesquisa.....	58
4	Metodologia	60
4.1	A escolha do método.....	61
4.2	Universo de dados analisados	63
4.3	Pesquisa documental.....	64
4.4	Etapas da pesquisa	65
5	Análise de atuação regulatória	67
5.1	Atuação e enquadramento institucional.....	67
5.2	Normas de atuação.....	78
5.3	Atuação e Informação Assimétrica.....	91
5.4	Atuação e Eficiência de Mercado	95
6	Conclusões.....	99
6.1	Considerações sobre o trabalho	99
6.2	Resultados mais relevantes	100
6.3	Proposta de estudo futuro.....	103
	Referências Bibliográficas	105
	APÊNDICE	112

Resumo

A presente dissertação é resultado de pesquisa que objetiva analisar, sob perspectiva multidisciplinar, o papel da CVM, Comissão de Valores Mobiliários, na promoção da eficiência no mercado de capitais brasileiro. Enquanto organismo responsável pela supervisão e regulação das operações no mercado de capitais, é assumida a abordagem institucional para verificação de seus principais caracteres e atuação. Adotando esta perspectiva teórica, procurou-se adequar os conceitos analíticos derivados da teoria institucional. Em geral, o trabalho apresentou várias perspectivas, com amplas possibilidades de abordagem. A análise leva à aceitação de que a CVM, como autoridade regulatória no Mercado de Capitais, tem trazido melhoria à simetria informacional e consequentemente, eficiência ao Mercado.

Palavras-chave: Regulação. Eficiência de mercado. Informação. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Moderna Teoria das Finanças.

Abstract

The present dissertation is the research's outcome, in which the objective is to analyze, under multi-disciplinary perspectives, the Comissão de Valores Mobiliários's (CVM) role as a promoter of Brazilian capital market's efficiency. In charge as the responsible organism for supervision and regulation on operations at capital market, it's considered the institutional approach on verifying the CVM's main characters and actions. Adopting this theoretical approach, it's looked to fit the analytical concepts derived from institutional theory. In general, the paper presented various perspectives, with wide possibilities of approaches. The analysis leads to concluding a strong acceptance that CVM, as regulatory authority on Capital Markets, had brought improvement to the information symmetries, and consequently, brought efficiency to the Market.

Key-words: Regulation. Market's Efficiency. Information. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Modern Financial Theory.

Lista de figuras

Figura 3.1

58

Lista de gráficos

Gráfico 1

17

Lista de tabelas

Tabela 5.1

94

1 Introdução

1.1 Considerações preliminares

Nesta seção se discorre, em primeiro lugar, sobre os principais argumentos e justificativas para uma das ações estatais de caráter público: a intervenção regulatória, que se manifesta sobre condutas particulares, ou melhor, sobre relações que se materializam na esfera privada das relações sociais.

A questão do Estado regular ou não a economia não é um problema monolítico, conforme assinala Bezerra (2001). É tipo de questão que não se adequa a manequeísmos simplórios, como o clássico: certo ou errado. A questão só pode ser convenientemente tratada mediante análises individualizadas e com fundamento no caso concreto. Araújo (1997), por exemplo, considera como necessária uma individualização e compartimentação de setores para que se estabeleça um consenso sobre quais atividades devem ser reguladas, além de dados essenciais como a adequabilidade do método e do momento regulatório, assim como a definição da intensidade regulatória apropriada.

Na presente dissertação, o foco de pesquisa é definido sobre a principal instituição regulatória do mercado de capitais brasileiro. A CVM, Comissão de Valores Mobiliários, vinculada ao Ministério da Fazenda e orientada pelas diretrizes do Conselho Monetário Nacional, foi instituída em 1976 e desde então desempenha papel fundamental na condução das atividades no mercado de capitais.

A sua jurisdição institucional abrange as bolsas de valores, as corretoras, os bancos de investimento, as sociedades distribuidoras, as companhias de capital aberto, as sociedades anônimas, os agentes autônomos de investimento que atuam no mercado, as carteiras de valores mobiliários, e os fundos e as sociedades de investimento em títulos e valores mobiliários. Assim como os profissionais que são fundamentais às operações e funcionamento dos mercados, caso dos auditores independentes, consultores e analistas de valores. Foi desta importância institucional que nasceu a percepção de que a Comissão permitiria um profícuo exame da regulação financeira associada à eficiência de mercado. Matéria do presente estudo.

O trabalho é estruturado da seguinte maneira:

O primeiro capítulo traz as definições gerais do problema estudado e da pergunta de pesquisa, assim como os objetivos, e a justificativa de pesquisa.

O segundo capítulo apresenta as diversas, porém complementares, perspectivas da regulação: política, sistêmica, filosófica, econômica e jurídica. Embora sejam aparentemente independentes, é a reunião destas perspectivas que permite o adequado enquadramento da CVM e, fundamentalmente, da regulação enquanto fenômeno social e humano.

O terceiro capítulo trata dos fundamentos teóricos do trabalho e da aderência deles ao problema de pesquisa. Os fundamentos são de duas categorias: a primeira é relativa à “micro-análise” ou ao enfoque institucional da CVM, que enquanto organismo complexo se enquadra no esquema da Teoria Institucional. A segunda categoria relaciona-se à “macro-análise” de eficiência no mercado de capitais, cuja análise se baseia na Moderna Teoria Econômica.

O quarto capítulo descreve a metodologia utilizada na pesquisa. No quinto capítulo, se analisa, efetivamente, das Instruções Normativas da Comissão de Valores, enquanto

aspectos quantitativos e qualitativos, apresentando a consolidação da análise dos resultados da pesquisa, sendo destacados, também os principais pontos sobre a atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários e a promoção da eficiência no mercado de capitais. O sexto capítulo trata das conclusões e sugestões de estudos futuros.

1.2 Pergunta de Pesquisa

A proposta de estudo a ser desenvolvida tem como foco institucional a Comissão de Valores Mobiliários, esta por sua vez cumpre um papel destacado na condução das regras vigentes no mercado de valores mobiliários, vinculando-se o conceito legal atribuído ao termo, conforme a Lei 6.385/76 determina:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I – as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
II – os certificados de depósito de valores mobiliários;
III – outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.
Parágrafo único – Excluem-se no regime desta Lei:
I – os títulos da dívida pública federal, estadual e municipal;
II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

O trabalho, aqui apresentado, tem como proposta o estudo do fenômeno da regulação, no que diz respeito à análise das normas atinentes ao mercado de capitais. A justificativa preliminar de tal estudo é que a eficiência de mercado é função da quantidade e qualidade de informação disponível.

De modo amplo, a regulação afeta todos os setores empresariais, e pode ser analisada sob várias perspectivas complementares, destacando-se: a filosófica, na medida em que interessa a compreensão do fenômeno natural e humano, ou seja, do conhecimento associado à dinâmica dos processos e condutas humanas; jurídica, como estudo positivo das normas impostas aos indivíduos; econômica, na medida em que se preocupa com a

garantia das condições de eficiência para alocação de recursos, que ignorada conduziria a prevalência absoluta do interesse individual sobre o ‘bem-estar’ social; e política, como campo de estudo das relações estabelecidas entre agentes dispostos a acomodar interesses divergentes sem, contudo, haver possibilidade de imposição absoluta e unilateral de regras pela instituição reguladora. Cabe ainda uma abordagem sociológica, como campo de verificação e aplicação de teorias relacionadas às instituições sociais, que assumem o papel de regular a atividade do homem em sociedade. É no encontro destas disciplinas e abordagens que surge o interesse institucional. A estratégia de agentes que se relacionam à regulação não pode prescindir de um arcabouço analítico amplo que permita integrar as variadas manifestações e as múltiplas perspectivas envolvidas neste fenômeno social e humano.

Faz-se menção, ainda, a uma necessária análise mais detalhada sobre a regulação, que será abordada no capítulo que trata especificamente desse fenômeno.

Tendo em vista os aspectos aqui apresentados, procura-se desenvolver um estudo que permita compreender a regulação como uma lógica da mudança e as estratégias assumidas pelos agentes envolvidos no mercado de capitais brasileiro, o que visa promover uma resposta à seguinte questão:

“A CVM tem promovido eficiência de mercado?”

1.3 Objetivos

Tendo em vista definir o foco de estudo do problema de pesquisa proposto, alguns objetivos foram traçados como segue:

1.3.1 Objetivo geral

Avaliar se a atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários vem promovendo melhoria de eficiência no mercado de capitais brasileiro.

1.3.2 Objetivos específicos

- a) Apresentar as principais contribuições da teoria econômica relativa à associação entre eficiência de mercado e informação;
- b) Mostrar as múltiplas perspectivas do fenômeno da regulação;
- c) Apresentar a CVM, enquanto organismo social, aplicando-a o esquema teórico institucional;
- d) Analisar os atos administrativo-normativos da CVM, com base nas teorias analisadas e verificar a efetividade da conduta regulatória adotada pela CVM;
- e) Examinar a relação entre a disponibilidade de informações e a eficiência de mercado;

1.4 Justificativa

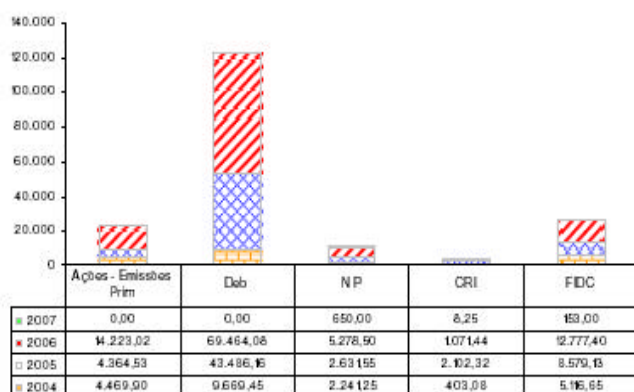
A justificativa do presente trabalho está associada às seguintes considerações: em primeiro lugar, todos os agentes econômicos estão submetidos, além de critérios estritos de mercado como competitividade, eficiência etc., às regras e normas exogenamente determinadas pelo Estado. Enfim, não há cenário em que não haja tal submissão, desconsideradas aqui as atividades informais, tomadas em sentido amplo.

Como segundo ponto, o mercado de capitais assume fundamental importância em qualquer economia conforme gráfico 1, os dados relativos volume de emissões, evolução

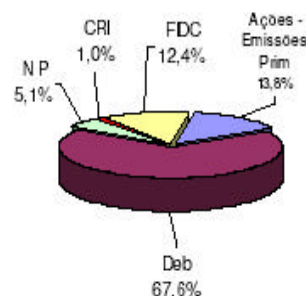
de mercado e configuração da participação de cada tipo de papel negociado, nos últimos anos. Enfim é evidente o crescimento dos negócios face ao quadro de estabilidade econômica, presenciado no Brasil, na última década.

Volume de Emissões dos Valores Mobiliários – R\$ milhões

Fonte: CVM



Participação por Tipo de Valor Mobiliário - Ano de 2006



No mercado de capitais, são imprescindíveis normas regulatórias nas quais se determinem as margens de atuação de cada agente, pois sua liquidez pode promover “efeitos-cascata” entre os demais agentes.

É interessante observar que, conforme assinala Benjó (1999), relações estabelecidas entre sociedade e Estado (via governo) cujas finalidades são interferências nas condutas particulares, materializam-se em níveis distintos. Fato este que vem se evidenciando ao longo da história, desde tempos remotos até o Estado Nacional propriamente considerado. Ou seja, há grande nível de aplicabilidade prática e interesse para os mais variados agentes privados e instituições públicas. Em Guitton (1959) já se podia constatar tal dinâmica entre políticas regulatórias e liberalizantes desde a Europa renascentista; em outras palavras, a regulação é temática pertinente a qualquer período da história das sociedades.

Como consideração complementar, cabe citar o ressurgimento recente no panorama internacional da atuação do Estado como agente regulador. As reformas empreendidas nos países desenvolvidos, cujos pioneiros foram Margaret Thatcher e Ronald Reagan, respectivamente no Reino Unido e nos Estados Unidos, na década de 80 do século XX,

promoveram uma reforma institucional de proporções globais cujo centro de gravidade é a forma da qual se reveste o Estado na intervenção pública.

O Estado empresário cede lugar à agência cujo papel é de exclusivamente arbitrar relações entre agentes econômicos. Esta mudança é fundamental, na medida em que a atuação estatal passa a se correlacionar com as necessidades de regulação (intervensões indiretas e mediatas), e não mais com a intervenção direta imediata (empresas estatais).

Ademais, o presente trabalho se justifica também pelo relevo dado em nosso país, resultado da reforma institucional oriunda das economias centrais, à regulação em que o Estado intervém cada vez menos por vias diretas.

Em relação ao mercado de capitais brasileiro, identifica-se através das peculiaridades da Comissão de Valores Mobiliários, do mercado de capitais e dos agentes regulados uma contínua demanda por regulação eficaz. O que pode ser traduzido como a própria necessidade de informação e de segurança por parte dos agentes econômicos que atuam no mercado. Nesse sentido é viável o estudo das Instruções Normativas da Comissão como um produto de “demandas” por regulação, o que, de modo indireto, promove eficiência no mercado (mediante a melhoria da informação). Tudo isso, associado às garantias de disponibilidade informacional no mercado de valores mobiliários, papel desempenhado pela CVM, conforme previsão da Lei 6.385/76, que a instituiu.

2 Regulação

2.1 Perspectiva Política

2.1.1 A essência política da regulação

As nuances políticas e organizacionais da sociedade em que se está executando determinada política regulatória são, no mínimo, relevantes. Segundo Bezerra (2001) o poder de organização e, conseqüentemente, o poder de barganha do consumidor é, como via de regra, bastante fraco para fazer frente às suas reivindicações. Além disso, considera que:

é operacionalmente custoso o governo fazer um plebiscito para cada decisão a tomar, o que implica que as decisões tomadas não necessariamente refletem o desejo da sociedade e, portanto, podem estar caminhando em sentido contrário ao da maximização da função de bem estar social. (pág.11)

Daí tratarmos da regulação como uma espécie do gênero política, e portanto serem pertinentes as seguintes considerações de Arendt (1999, p. 24) que define seu conceito base sobre a política: “A política organiza, de antemão, as diversidades absolutas de acordo com uma igualdade *relativa* e em contrapartida às diferenças *relativas*”.

Daí é evidenciada a essência do processo político, a composição de interesses divergentes, através da identificação de pontos de congruência (igualdade) possíveis (relativa), no que se pode – sem constrangimentos – indicar a similaridade com a própria

condução moderna da regulação: um ato político, muito mais do que qualquer ato discricionário de poder.

Pensadores políticos, como Marx e Engels (1998, p.24), também percebem a clara definição da política como um meio de composição e sobreposição de interesses conflitantes:

Em geral, as colisões entre as classes da velha sociedade favorecem, de muitos modos, o curso do desenvolvimento do proletariado. A burguesia encontra-se envolvida em uma batalha constante, Primeiro, com a aristocracia; depois, com estas porções da própria burguesia, cujos interesses tornaram-se antagônicos aos progressos da indústria; em todas as épocas, com a burguesia de outros países.

Segundo os autores, nos conflitos, a classe dominante sempre tende a solicitar apoio político de outro grupo. Esta “ajuda” nasce da natureza e do objeto da política e dela se originam fatores que levam a novos conflitos. O conflito assume assim, o papel de “combustível” ou “promotor” da política.

Para Arendt (1999), destaca-se a natureza humana da manifestação política. Para a pensadora, tal evidência é demonstrada, tanto do ponto de vista conceitual teórico, nas principais referências históricas, quanto na abordagem ampla (filosófica, antropológica e social). Seja através da apresentação de processos de constituição de unidades de ação, nas quais os indivíduos se agrupam, mediante uma breve e simples resposta oferecida à pergunta: “o que é política?”, por meio da análise da natureza da política ou ainda a análise do sentido da política. Segundo a autora, “a política se baseia na pluralidade dos homens. Deus criou o homem, os homens são um produto humano mundano, e produto da natureza humana”. (p.21)

Em consequência, trata-se neste trabalho da regulação também como ato político, já que nos processos de regulação econômica, o que se percebe é uma composição entre técnica, exatidão, objetividade e negociação, imprecisão e subjetividade. Ou seja, se é ambicionada a compreensão da origem do processo regulatório em economia, não se pode

olvidar – sob nenhuma hipótese – das variáveis políticas inerentes a quaisquer processos de negociação (composição de divergências) e sistemas de comando normativos cujos objetivos principais sejam estabelecer critérios ou determinar regras de conduta para agentes econômicos.

2.1.2 O liberalismo político e a moderna regulação

Jonh Locke expôs, segundo Bobbio (1984), as linhas basilares do Estado liberal, através dos principais conceitos teóricos abordados pelo pensador: o “senso de justiça” precedente ao Estado Nacional, a concepção do Estado fundado no consenso, a subordinação e limitação dos poderes e fundamentalmente, a idéia do direito de resistência sobre a qual se apóia toda a superioridade do indivíduo diante do arbítrio estatal.

Em Mello (1991), é exposto o seguinte argumento: “(...) quando os poderes violam a lei estabelecida e atentam contra a propriedade, o governo deixa de cumprir o fim a que fora destinado, tornando-se ilegal e degenerando em tirania” (p.87).

A política liberal serve pois como contraponto aos “excessos” verificados no auge do mercantilismo, com todas suas regras e condutas rígidas, cujos caracteres intervencionistas e regulatórios avançavam com agressividade sobre esferas que não guardavam relacionamento direto com os objetivos maiores das diretrizes estatais. O ciclo histórico que se evidencia é, portanto, de contraponto ao passado imediato.

Cabendo ressaltar que não se advoga, aqui, por nenhuma concepção liberal de eficiência de mercados livres nem tampouco pelo planejamento centrado no Estado das atividades. O que se argumenta é que a existência de regras que restrinjam e estabeleçam a esfera delimitatória de ação de agentes é que promove a existência e sustentabilidade do espaço de ação dos próprios agentes econômicos, ou seja, é necessário localizar um ponto

ótimo entre ausência e presença da regulação. Pontos extremos nos quais predomine um dos dois apresentam baixa probabilidade de um arranjo ótimo. Ausência absoluta ou presença total tendem à promoção de ineficiências.

Enfim, podem ser aferidas proporções que servem ao entendimento do processo de regulação como um mecanismo de constante ajuste e tendência ao equilíbrio, já que excessos não se mostram compatíveis com a natureza básica do próprio processo: composição de interesses políticos.

2.2 Perspectiva sistêmica

Em Meadows et al (1972) são exemplificadas dinâmicas de sistemas que servem à explicação de fenômenos naturais e humanos. A teoria dos sistemas surge de um conceito proposto pelo biólogo alemão Ludwig von Bertalanffy, durante a década de 20 do século XX. A estrutura da abordagem sistêmica se fundamenta, segundo Sandroni (1999), na elaboração de princípios gerais e modelos de desenvolvimento gerais (totalizadores), seja no campo da física, da biologia ou das ciências sociais.

São observadas, nas mais variadas organizações, estruturas que sugerem a constituição de sistemas, com suas finalidades, objetivos mediatos e imediatos, agentes, variáveis de controle, processos estabilizadores ou desestabilizadores, conforme se depreende da leitura de Bohm (1978). Assim como um termostato, o sistema busca incessantemente a manutenção de um dado nível de atividade ou operacionalidade. Seria análogo à idéia de que para se conservar em dado nível, a temperatura de uma sala, objetivando 25 graus, por exemplo, é necessário dispor de uma informação precisa (o termômetro que indica a temperatura...), transmiti-la à caldeira e assim desencadear certos mecanismos de regulação.

A regulação engloba, de acordo com a metáfora acima, o acompanhamento dos objetivos efetivamente alcançados. Para isso, lança mão de informações que servem tanto ao estabelecimento daqueles objetivos, quanto à avaliação dos resultados. Constituindo-se, desta feita, num instrumento de controle. Promovendo a verificação de aproximação entre os objetivos e resultados que foram politicamente negociados. Para Maruyama (1963) é evidente a lógica dos processos sociais que demandam reguladores e estabilizadores que permitam, por seu turno, a própria preservação do sistema. Tais reguladores podem ser concebidos social e politicamente, como instituições reguladoras como as conhecemos.

Há em Bohm (1978) a estruturação de conceitos relativos aos processos de mudança. Referindo-se às ordens implícitas e explícitas dos processos de mudança, o autor demonstra que os processos não são evidentes, tampouco simples. Aspectos intrínsecos explicam a lógica das mudanças, inclusive as que se verificam em sistemas sociais. Para Bauer (1999), por exemplo, é a gestão da mudança que capacitaria organizações e instituições à superação de desafios, conforme suas próprias considerações, a organização à medida em que tem controle e compreensão dos processos de mudança logra a consecução de seus objetivos.

Quanto à teoria de sistemas baseada em *autopoiesis*, conceito proveniente da biologia, destaca-se a lógica de incorporação de sistemas dentro de outros sistemas. Etimologicamente, tal palavra indica a composição a partir de radicais gregos: algo gerado por si próprio. É uma teoria proposta pelos cientistas chilenos Humberto Maturana e Francisco Varela, que se fundamenta na autoreprodução baseada na autonomia, na circularidade e na auto-referência dos organismos e sistemas vivos, conforme Luhmann (1998).

É válida também a estrutura de análise presente na proposta contida na Dinâmica de Sistemas, fundada na lógica da causalidade múltipla, uma valiosa contribuição teórica de

Maruyama (1963) sobre o equilíbrio sistêmico derivado dos *feedbacks* positivos e negativos. Quando se verifica a lógica contida na “autoregulação” do sistema, promovida pelas tendências à mudança, nos primeiros, e à estabilidade sistêmica, nos segundos.

É importante fazer referência ao estudo desenvolvido pelo Clube de Roma, intitulado como Limites ao Crescimento, desenvolvido por Meadows et al. (1972), em que se ressaltam os riscos derivados da função de crescimento exponencial, dentro dos processos de *feedbacks* positivos. Na obra, tal risco é exposto através da tradicional metáfora entre o lago e as algas com taxa de reprodução igual a 100% ao dia.

Reside, neste último ponto, a imediata justificativa à necessidade de se regular comportamentos sistêmicos que não se mostrem capazes de promover o equilíbrio geral. Neste sentido é que a regulação se mostra como alternativa viável a problemas decorrentes da dinâmica de livre mercado, por exemplo. É este modelo promotor de uma visão mais rica sobre a complexidade de sistemas dinâmicos, como são os sistemas políticos nos quais se inserem instituições reguladoras como a Comissão de Valores Mobiliários.

2.3 Perspectiva filosófica

2.3.1 A contribuição pré-socrática de Heráclito

É significativa a contribuição que se pode obter, e também bastante útil identificar, no pensamento filosófico, a preocupação sobre a dinâmica dos sistemas. Essa preocupação se materializa no que consideramos como um típico ato político: a regulação.

Chauí (1999) aponta que Heráclito, filósofo pré-socrático cosmológico e fundador da Escola Jônica, percebe na realidade e na sua dinâmica, uma inesgotável tendência ao movimento perpétuo. Daí, a preocupação com o fenômeno da mudança no mundo. Pensando nessa dinâmica e na transformação constante, Heráclito estrutura seu pensamento: O devir (o vir a ser) nasce do eterno conflito dos contrários, da luta: o dia se torna noite, o quente frio e o frio calor, como indicado por Souza (2000).

Para o filósofo, a mudança apresenta-se permanente e gera-se em equilíbrio dinâmico. As contradições tendem a se anular, de modo que os opostos não cometem injustiça. Haveria dessa forma, uma harmonia e consonância suprema garantida pelo equilíbrio dinâmico do cosmos. O movimento assume, em seus termos, uma unidade reguladora, e esta seria a mais alta justiça.

2.3.2 A contribuição de Hegel

A dialética como síntese de opostos é formulada pelo idealismo romântico da filosofia alemã, em particular pelo filósofo Hegel. Segundo Abbagnano (2000) toda a realidade apresenta sua dinâmica intrinsecamente relacionada com a dialética. Deste modo a filosofia hegeliana enxerga “tríades de teses, antíteses e sínteses” (p.273).

Hegel viu os precedentes remotos da dialética em Heráclito, uma vez que nas idéias deste filósofo é verificada a concepção do absoluto como uma unidade dos opostos, inerente à matéria e fundamentalmente objetiva. Segundo as próprias considerações hegelianas em Abbagnano (2000):

Em Heráclito encontramos pela primeira vez a idéia filosófica em sua forma especulativa... Aqui finalmente vemos terra: não há proposição em Heráclito que eu não tenha acolhido na minha lógica. (p.273).

Segundo Durant (2000), de todas as relações, a mais universal é a de oposição ou contraste entre opostos. Toda idéia e todo conceito leva irresistivelmente ao seu oposto e depois se une a ele para formar um conceito mais complexo. Esse movimento dialético está inserido em toda a obra de Hegel. Segundo o autor, tal idéia não é original:

Trata-se de uma velha idéia, é claro, prenunciada por Empédocles e corporificada na média justa de Aristóteles, que escreveu que ‘o conhecimento dos opostos é uno’. A verdade é uma unidade orgânica de partes contrárias... a formação de nossas opiniões sobre grandes problemas é uma oscilação decrescente entre extremos; e em todas as questões discutíveis, *veritas in medio stat* (p.280)

A regulação, filosoficamente considerada, representa a dinâmica de construção e modificação, como já fora indicado por Aristóteles (1999) quando propõe a sua justa média. A tendência à composição entre antagonismos é a base do equilíbrio das coisas.

Para filosofia, a regulação é compreendida como um mecanismo de constante ajuste e reversão ao equilíbrio (já que a estabilidade é um objetivo geral de normas regulatórias). Uma vez sendo verificados excessos, é o fenômeno de regulação que promove a reversão das condições originais.

2.4 Perspectiva econômica

Segundo Hunt (1982), verifica-se ao longo do século XX, nas economias centrais, uma consistente disputa teórico-ideológica entre os partidários da escola clássica e os keynesianos, assim denominados por razão do nome do fundador das modernas concepções intervencionistas estatais na economia, o economista britânico John Maynard Keynes.

Os clássicos enxergam na livre iniciativa, ou seja, na ausência de mecanismos externos aos próprios mercados, capazes de influenciá-los, a origem de uma tendência

fundamental ao equilíbrio. Os defensores da regulação centrada no Estado enfatizam as imperfeições do sistema livre concorrencial, atribuem ao ente estatal o poder regulador, como mecanismo de manutenção de instituições com a finalidade de regular atividades e relações entre agentes. Não obstante tal simplificação ideológica, tal sinopse de idéias constitui-se num proveitoso auxílio na identificação das duas principais correntes do pensamento econômico dominante na história contemporânea do sistema capitalista ocidental, uma vez que a maioria das escolas hegemônicas no referido período derivam destas duas concepções teóricas básicas.

Em Guesnerie (1997), percebe-se uma curiosa constatação acerca dos fundamentos que possibilitam a própria existência de mercados – idealmente concebidos. Para o autor há instituições sociais que promovem a manutenção e estabilidade dos mesmos, que não existem por si próprios, sendo suas existências dependentes de normas e regras, enfim, da regulação entendida, aqui em sentido amplo. Um processo de evolução histórica que favoreça a constituição de instituições – criadas como decorrência de composição de interesses, resolução de conflitos e desenvolvimento social - seria promotor de eficiência. Cabe aqui uma definição clara do que se indica por eficiência: não se trata de critério quantitativo, mas de qualidade. O sistema, ao permitir a composição de tendências, poderá perder campo na esfera do crescimento material, todavia, poderá alocar de modo mais racional aquele resultado minorado, trazendo assim mais benefícios para sociedade.

Torna-se relevante destacar que a presente seção deve muito de sua clareza ao trabalho de Bezerra (2001). Ao se estudar os principais trabalhos sobre economia do setor público, é que se identifica o fundamento material da intervenção estatal sobre as atividades privadas e particulares dos indivíduos. São as externalidades decorrentes de atividades econômicas, que originam em muitos casos, a necessária presença de regulamentação. Segundo o já referido autor tem-se, nestes casos: “(...) a ocorrência de

condutas de determinados agentes afetando as de outros que, dessa forma, devem arcar com os efeitos mediatos de suas ações.” (pág.7)

Exemplo evidente do que trata o último parágrafo pode ser apresentado na oferta de bens públicos numa sociedade. Fazendo surgir, daí, a figura do carona, ou seja, um indivíduo que não sente incentivos para revelar suas preferências por certo bem e aproveita para usufruir dele, já que o consumo de um bem público não é exclusivo, conforme explicitam Mas-Colell e Whinston (1995).

A regulação é conforme já se tratou, uma nuance política da ação econômica. Em variadas situações a intervenção é a melhor forma de se garantir eficiência e razoáveis níveis de operacionalidade. Um caso interessante, tratado por Noll (1989) no âmbito da regulação é o referente à competição destrutiva. Compreendida como a situação em que uma indústria não é um monopólio natural, nem chega a um equilíbrio competitivo se é deixada à livre operação. A lógica da regulação em muitos casos passa a ser a consideração de que na ausência da atuação regulatória, a instabilidade natural dos mercados expõe – desnecessariamente - agentes econômicos a altos riscos.

Outro ponto fundamental relativo à regulação é o exposto por Laffont & Tirole (1993): assimetria e incompletude informacional, ou seja, falhas de informação. Segundo os autores, trata-se de fundamento da economia. A questão da assimetria de informação coloca certos atores em posições mais confortáveis que outros, e isso distancia a dinâmica econômica de um funcionamento eficiente.

Todas estas questões levantadas podem ser denominadas como falhas de mercado, e têm em comum o fato de contribuírem para uma alocação ineficiente dos recursos, de forma a não maximizarem a função de bem-estar social, como entendem Joskow & Rose (1989), e assim, corroboram a presença da regulação estatal. Desse modo, podemos afirmar

que a existência de falhas de mercado em determinada atividade econômica respalda um estudo sobre a necessidade de regulação dessa atividade; e se tais estudos nos indicam que a regulação efetiva remediará essas falhas, então a mesma é uma consequência necessária, conforme conclui Bezerra (2001)

O mesmo autor considera que:

(...) quando se pensa efetivamente na concretização da regulação confrontamo-nos com o mundo real, e então é praticamente impossível descartarmos a presença de custos de transação e de imperfeição informacional. Economicamente temos o seguinte argumento: tem-se que considerar a magnitude dos custos de transação mais a perda de eficiência decorrente da deficiência de informações e confronta-los com os custos do governo em coletar informações e implementar a regulação. Ou seja, é extremamente sugestivo que se compare o custo social de continuar com as falhas de mercado e o custo social de extingui-la, antes de se mergulhar em preconizações de outras ordens. (p.9)

Um ponto essencial a ser destacado é que apesar da teoria sugerir como consequência a resolução de problemas relacionados às falhas de mercado, quando se analisa na prática, na implementação de uma política regulatória podem permanecer falhas. De tal sorte que a regulação não garante a máxima eficiência ao funcionamento dos mecanismos de mercado, percebendo-se que estes mecanismos passam a operar com uma ineficiência de menor grau.

Conforme considerações de Bezerra (2001) a implementação de determinada política regulatória econômica deve atender ao seguinte critério: a resolução do problema pressupõe a existência dele. Isso parece óbvio, mas nem sempre é tão claro quando se trata de detectar a existência de falhas de mercado, qual a falha específica e qual a magnitude dessa falha. Essa falta de clareza pode trazer custos desnecessários para a sociedade quando se implementa a regulação sem a certeza de que existe uma falha de mercado genuína, e mesmo existindo é importante perguntar se é válido o esforço da efetivação da regulação, para que não se incorra em custos desnecessários em virtude de um falso problema.

2.5 Perspectiva jurídica

2.5.1 Enquadramento jurídico da CVM

A regulação é ramo do direito público. Em regra geral é estudado pelo direito administrativo que se ocupa da materialização das condutas estatais, que devem seguir diretrizes constitucionais. O direito administrativo trata do modo como o ente estatal atua. Enquanto outros ramos indicam a estruturação de normas principiológicas, exemplo é o direito constitucional, o direito administrativo ocupa-se da maneira pela qual o Estado age. Pode ser considerado um estudo da ação do estado. Daí o relacionamento entre a perspectiva jurídica da regulação e o direito administrativo. A regulação é apenas uma das manifestações do ente estatal na sociedade.

A Comissão de Valores Mobiliários é no mercado de capitais, dentro da terminologia do direito administrativo, uma entidade autárquica. Embora, sua justificativa e fundamentação concreta sejam explicadas pela economia e pelas relações sociais, é o direito administrativo que a formaliza e confere-lhe legitimidade. Enquanto autarquia, a Comissão tem autonomia funcional-administrativa para desempenhar suas funções legalmente estabelecidas.

Como já se assinalou, a regulação é ato político enquanto origem, todavia, é ato administrativo enquanto forma e destino. Ou seja, embora a decisão de regular seja ato de governo, decorrente da soberania estatal, a sua manifestação material é vinculada à lei. E é

desta vinculação que se origina a necessidade de identificação de três entes que não se podem confundir: Estado, Governo e Administração.

2.5.2 Conceitos Fundamentais:

A discussão sobre Estado, Governo e Administração é razão de muitas confusões conceituais. O que se poderia sinalizar é que o estreito relacionamento, das três coisas, com o poder é razão de certas incorreções. Enquanto o Estado vincula-se à categoria de espaço, Governo e Administração são categorias de ação. O que as distingue, no entanto, é a natureza desta mesma ação. O Governo é essencialmente discricionário, político. Já a Administração é majoritariamente vinculada, técnica.

Cabe aqui um enquadramento mais rigoroso destas três espécies. A distinção entre elas é substancialmente facilitada pela definição de suas identidades. A partir disso, a consideração sobre as diferenças se torna mais clara. Ou seja, quando se destaca as identidades é que se possibilita o entendimento das diferenças.

O **Estado** apresenta múltiplas óticas analíticas, conforme assinala Meirelles (2002). De uma perspectiva sociológica, pode ser considerado como uma corporação territorial dotada de um poder de mando originário. Politicamente, como uma comunidade de homens, fixada sobre um território, com potestade superior de ação, de mando e de coerção. Da ótica constitucional, é uma pessoa jurídica territorial soberana, conforme consideração de Ruffia (1965).

Partindo de uma conceituação análoga, pode-se dizer que o **Governo**, por seu turno, é o exercício (manifestação prática) de soberania. Para Berthélemy (1933) e Duez (1927), este ente pode ser definido como a direção suprema dos negócios públicos, o que sugere de modo flagrante o caráter político do mesmo.

Já a **Administração**, espécie na qual se inclui a atuação regulatória da CVM, é atividade material do Estado com finalidade de satisfação de necessidades coletivas em forma direta e imediata, segundo Alessio (1932). Para Rivero (1975), a Administração se define como atividade pela qual as autoridades satisfazem necessidades de interesse público utilizando prerrogativas de poder. De concepção semelhante é Duez (1927), que a considera como atividade funcional concreta do Estado que satisfaz as necessidades coletivas em forma direta, contínua e permanente, e com sujeição ao ordenamento jurídico vigente.

De acordo com Meirelles (2002): “Governo e Administração são termos que andam juntos e muitas vezes confundidos, embora expressem conceitos diversos nos vários aspectos em que se apresentam.” (p.62)

Segundo o referido autor, o Governo – em sentido formal, é o conjunto de Poderes e órgãos constitucionais; em sentido material, é o complexo de funções estatais básicas; em sentido operacional, é a condução política dos negócios públicos. De fato, observa-se na realidade, que há ocasiões em que o Governo se identifica com os Poderes e órgãos supremos do Estado, assim como em outras, se apresenta nas funções originárias desses Poderes e órgãos como manifestação da Soberania.

O que não sofre alterações, no entanto é que o Governo mantém íntegra e constante a sua expressão política de comando, de iniciativa, de fixação de objetivos do Estado e de manutenção da ordem jurídica vigente. Daí se perceber que o governo atua mediante atos de soberania ou, pelo menos, de autonomia política na condução dos negócios públicos.

Na análise da **Administração Pública**, constata-se que é o conjunto de órgãos instituídos para consecução dos objetivos do Governo; em termos práticos é o conjunto das funções necessárias aos serviços públicos em geral; em acepção operacional, é o desempenho perene e sistemático, legal e técnico, dos serviços próprios do Estado ou por

ele assumidos em benefício da coletividade. Numa visão global, a Administração é, pois, todo o aparelhamento do Estado preordenado à realização de serviços, visando à satisfação das necessidades coletivas, o que de acordo com Meirelles (2002) poderia ser exposto nos seguintes termos:

A Administração não pratica atos de governo; pratica, tão somente, atos de execução, com maior ou menor autonomia funcional, segundo a competência do órgão e de seus agentes, são os chamados atos administrativos (p.63).

Traçando algumas comparações simples, poder-se-ia dizer que:

- Governo é atividade política e discricionária; administração é atividade neutra, normalmente vinculada à lei ou à norma técnica.
- Governo é conduta independente; administração é conduta hierarquizada.
- O governo comanda com responsabilidade constitucional e política, mas sem responsabilidade profissional pela execução; a Administração é o instrumental de que dispõe o Estado para pôr em prática as opções políticas do Governo.

Tudo isso não quer dizer, entretanto, que a Administração (aqui considerada como Instituição reguladora) não tenha poder de decisão. De fato, ela o tem, todavia, apenas na área de suas atribuições e nos limites legais de sua competência executiva.

Conclusivamente, a divisão de competências é base do regime político democrático. A República Presidencialista apresenta-se fundada na adequada distinção entre as esferas técnica (Administração propriamente dita) e política (Orientação governamental). É a inexistência entre estas duas esferas, a da coisa técnica e da coisa política, que muitas vezes desqualifica o sistema de gestão da coisa pública (*res publica*).

Fazendo uma analogia entre a Administração de Empresas e a presente análise, poderíamos, indicar que da mesma forma como existem matérias de competências particulares do nível estratégico e do nível tático e operacional da organização, existem

também as competências de Governo e de Administração. A confusão entre ambas, da mesma maneira como trazem prejuízo às organizações, assim o fazem em relação ao Estado.

2.5.3 Entidades políticas e administrativas

Conforme expressa previsão legal, a Lei 9.784/99 define entidade como sendo a unidade de atuação dotada de personalidade jurídica enquanto órgão é unidade de atuação integrante da estrutura da Administração direta e da indireta.

Meirelles (2002), define doutrinariamente entidade como sendo pessoa jurídica, pública ou privada. Para o mesmo jurista, órgão se configura como elemento despersonalizado incubido da realização das atividades da entidade a que pertence.

Na organização política e administrativa brasileira as entidades classificam-se em estatais, autárquicas, fundacionais, empresariais e paraestatais. O que, para os fins do presente trabalho, será apresenta com detalhamento os conceitos relativos à espécie em que se enquadra a Comissão de Valores Mobiliários, no caso, entidades autárquicas.

2.5.4 Entidades Autárquicas

Segundo Meirelles (2002), entidades autárquicas são pessoas jurídicas de Direito Público, de natureza meramente administrativa, criadas por lei específica, para a realização de atividades, obras ou serviços descentralizados da entidade estatal que as criou. Tendo seu funcionamento e operação na forma estabelecida na lei instituidora e nos termos de seu regulamento, as autarquias podem desempenhar atividades educacionais, previdenciárias e

quaisquer outras outorgadas pela entidade estatal-matriz, mas sem subordinação hierárquica.

2.6 As diferentes perspectivas e o Objeto de Pesquisa

A potencial convergência entre as perspectivas apresentadas é viabilizada pela escola institucional, e é desta maneira que a Teoria Institucional contribui com a pesquisa. Um estudo que trata, simultaneamente, de vários aspectos sociais: a regulação, a interferência estatal, bem-estar social, enfim são múltiplos os aspectos. Tudo o que foi até agora exposto serve à consideração de que trabalhos sobre teoria econômica não conseguem explicar grande parcela de problemas econômicos sem uma adequada consideração de outras perspectivas teóricas. Estudos mais latos permitem a inserção definitiva das diferentes perspectivas sobre o fenômeno da regulação.

A regulação pode ser percebida por meio de uma materialidade que ultrapassa quaisquer estruturas estatais, ela se localiza na conduta política das instituições e agentes envolvidos no processo, que é eminentemente social. Quanto mais variados os interesses associados e complexos os cenários de composição e negociação, maior a probabilidade de se recair numa estrutura regulatória. É necessário destacar que a regulação se materializa independentemente de estruturas formais estatais.

A temática da regulação econômica é uma região de penumbra na qual não se logra uma conveniente conciliação de interesses sem a devida composição entre presença e ausência de regulação, ou seja, é necessário localizar um ponto ótimo entre extremos. A “arte” reside na “inexata definição” de pontos dentro de um contínuo compreendido entre pontos extremos, o que dependerá dos atores envolvidos, do contexto, de alianças entre esses mesmos atores, enfim de inúmeros aspectos a serem considerados.

3 Fundamentação Teórica

3.1 Teoria Institucional

A origem da escola institucionalista tem forte correlação com as mudanças estruturais verificadas na sociedade, que ocorreram nos séculos XIX e XX. As bases eram as mesmas: respeito à propriedade privada, sociedade estratificada em classes e a tradicional alocação e distribuição do produto. O que será ponto de diferenciação é uma mudança significativa: a acumulação de capital mostrar-se-á cada vez mais associada à grande empresa, conforme assinala Hunt (1982). Nesta dissertação, será verificada uma sistemática institucionalização de ritos, procedimentos e costumes.

É interessante observar uma das percepções do pensamento econômico acerca do que representou a atmosfera de transformações na qual surgiu o institucionalismo. Em Hunt (1982) há esclarecedora descrição deste fenômeno:

O final do século XIX testemunhou a racionalização do processo de acumulação, sua regularização e institucionalização sob forma de grande sociedade anônima. O taylorismo e a administração científica substituíram o modo mais antigo e mais individualista de acumulação de capital... Entre as conseqüências desta transformação institucional, podemos citar duas mudanças de particular importância. A primeira foi a internacionalização do capital... E a segunda foi uma mudança na classe capitalista... a institucionalização do processo de acumulação permitiu que a maioria dos capitalistas perpetuasse seu status apenas com uma propriedade passiva e ausente. (p. 345)

As conseqüências destas mudanças, na configuração da economia, podem ser traduzidas por múltiplos impactos sobre a teoria econômica tradicional. O surgimento da escola institucionalista, como corrente do pensamento econômico, será observado nos anos

20 do século XX, nos Estados Unidos, e se constituirá numa resposta teórica às mudanças reais que se faziam observar na sociedade. O fundador da escola foi Thorstein Veblen, que para Hunt (1982) assume destacada importância, na medida em que são trabalhos que refletem e descrevem de modo mais completo a transformação institucional e cultural deste período.

Partindo de uma análise econômica que se baseia em considerações sobre o papel das estruturas, normas e conduta das instituições, e estas aqui são tomadas em sentido lato, podendo ser entendidas tanto como organizações de modo geral: empresas, grupos de empresas, associações, sindicatos e o setor público em todas as suas instâncias quanto como hábitos, costumes e modelos mentais difundidos pela sociedade. A concepção apresentada por Veblen (1965), a seguir descrita, é composta de matizes antropológicos, sociológicos e psicológicos:

(...) hábitos mentais prevaletentes no tocante a relações e funções particulares do indivíduo e da comunidade; e o esquema da vida, feito de um agregado de instituições em vigor em determinada época ou em um determinado ponto do desenvolvimento de qualquer sociedade, podem, do lado psicológico, ser largamente caracterizados como uma atitude espiritual ou teoria de vida, é em última análise, redutível a termos de um tipo prevaletente de caráter. (p.73)

Para Veblen (1965), as instituições não devem ser tomadas como simples molduras da realidade, que não influem sobre o comportamento (racionalidade) dos indivíduos, mas, sobretudo como ingrediente conceitual da própria teoria econômica e das definições dos seus pressupostos e hipóteses que fundamentam seu edifício teórico. Conforme bem esclarece Zajdsznajder (1980):

(...) a teoria econômica convencional não leva em conta tais instituições senão como realidade que em nada afeta o comportamento dos agentes econômicos. A teoria econômica torna-se efetivamente institucional quando integra, nos seus conceitos e nas suas proposições, enfim, na descrição que faz dos movimentos do sistema econômico e do comportamento dos seus agentes. (p.79)

Havendo evidente destaque para as variáveis extra-econômicas sobre os processos institucionais, a nova idéia (a Teoria Institucional) lançou mão de fatores que até então eram desconsiderados por correntes mais tradicionais da economia, fato que gerou críticas e polêmicas.

Théret (2003) assume que a teoria da regulação e a economia das instituições mantêm convergências em relação à economia institucional, o que pode ser claramente percebido através de suas próprias palavras em relação ao caráter multidisciplinar da teoria da regulação, que segundo o próprio autor:

Um outro elemento a aproximá-las é 'a permanente abertura em relação às outras ciências sociais, postura que não faz sentido para a economia dominante'. Mas na atitude pluridisciplinar, a teoria da regulação dá mais atenção à História e à Ciência Política, ao passo que a economia das convenções procura privilegiar os fundamentos sociológicos. (p.235)

A crítica institucionalista em relação aos economistas ortodoxos residia na aplicação indiscriminada de modelos teóricos, técnicas e ferramentas analíticas excessivamente matemáticas, o que inviabilizava a apreciação de fenômenos mais amplos e que continham elementos adicionais à pura racionalidade maximizadora: os costumes sócio-culturais e instintos humanos.

Ao desconsiderarem variáveis sociais, políticas e de comportamento, os teóricos ortodoxos, segundo a ótica dos institucionalistas, perdiam considerável horizonte de respostas. Por isso, a escola institucionalista enxerga na aproximação entre a economia e as ciências sociais e humanas, um bom meio de se resolver vários problemas econômicos.

Guittou (1959) considera que a crítica da Teoria Institucional à corrente ortodoxa é semelhante a da escola histórica alemã: a economia tradicional esquecera das molduras sociais nas quais são visualizadas as relações econômicas:

Talvez não seja possível, sob pretexto de cálculo à margem, explicar com precisão toda a realidade por meio de puras relações particulares de indivíduos, sempre considerados fazendo abstração do meio no qual se inserem. A escola histórica tinha já tentado uma reação neste sentido... Aquilo, todavia a que se dá o nome mais próprio de corrente

institucionalista é especificamente americano e tem como iniciador um aluno de Schmoller, um dos chefes da escola histórica alemã: Ely, mestre de Commons e Veblen. (p.104)

É interessante ressaltar que os institucionalistas prestam a devida atenção à importância das ciências sociais, sendo seus beneficiários e, em certa medida, promotores do seu enriquecimento (evolução qualitativa) das abordagens que servirão à sua base analítica, de acordo com Guitton (1959):

Quanto ao mais, os institucionalistas renovaram as explorações psicológicas. A psicologia que anima as ações econômicas contemporâneas não é tão simplificada como a dos clássicos, ou mesmo dos austríacos. O interesse não conduz, só ele, o mundo: mistura-se a sentimentos mais complexos, instintos e reflexos. A simples lógica não basta para compreender as reações humanas (...). (p.105)

Para a Teoria Institucional, a expressão eloqüente de sua discordância em relação à escola ortodoxa (que preconizava um “descolamento” entre a economia e o resto das ciências sociais) se manifesta através da própria explicação de problemas tradicionalmente insolúveis pela consideração de abordagens diversas à própria economia.

Carlos von Doellinger trata do papel das instituições no desenvolvimento econômico e apresenta uma explicação fundamental para que se compreenda a relevância da teoria institucional e de sua proposta de estudo. Tratando das causas de prosperidade, o autor apresenta a importância das instituições no sucesso material verificado na economia e na sociedade, segundo Doellinger (1980):

O exemplo mais típico, sempre citado, é o da Espanha no século XVI. A causa dessa falência histórica é, amiúde, atribuída à incapacidade de desenvolvimento e aplicação da tecnologia às atividades produtivas. Fica claro, no entanto, que o fator inibidor desse processo, por excelência, foi o rígido e antidesenvolvimentista complexo institucional político-religioso então vigente. (p.63)

Há em Doellinger (1980) uma substancial justificativa e relevância para as análises das instituições. Para o autor, o argumento pode ser adequadamente visualizado através da análise da Curva de Possibilidades de Produção, CPP. A ampliação da Curva, ou seja, o

distanciamento dela em relação à origem do plano cartesiano representa uma melhoria objetiva das condições materiais de uma determinada sociedade, pois reflete a capacidade que tem a sociedade de produzir mais com a mesma quantidade de recursos, e esta é a grande resposta do sistema econômico à incompatibilidade insolúvel da economia: recursos escassos frente a necessidades ilimitadas, o que reflete de outro modo, argumento análogo ao apresentado por Guesnerie (1997). Enfim, para Doellinger (1980) as instituições são responsáveis pelo distanciamento da CPP (ampliação da capacidade produtiva da sociedade): “Supõe-se aqui que instituições efetivas são o veículo mais adequado ao contínuo **deslocamento à direita** dessa curva. Esse deslocamento facilita a solução dos conflitos (...)” (p.73)

Os referidos conflitos são tipicamente econômicos e relacionam-se à: i) alocação dos recursos escassos no processo produtivo; ii) distribuição do produto decorrente do processo produtivo e iii) viabilização do aumento da capacidade produtiva no sistema econômico (deslocamento à direita da CPP ou distanciamento dela em relação à origem do plano cartesiano).

Assim, portanto, é importante estudar as instituições por um fator fundamental: as instituições são responsáveis pelo adequado funcionamento do próprio sistema. É através delas que se possibilita a gestão dos conflitos relativos ao processo de produção de riquezas na sociedade, ou ainda de outro modo, elas são agentes econômicos fundamentais no processo e respondem pela solução de variados problemas econômicos. Não restando dúvidas, portanto, quanto à relevância da “teoria institucional” e de suas análises.

3.1.1 O fenômeno social de institucionalização

Para Tolbert e Zucker (1998), a tradição filosófica da fenomenologia e principalmente os trabalhos de Berger e Luckman (2004) apresentam a institucionalização como um processo central na criação e perpetuação de grupos sociais duradouros:

A institucionalização ocorre sempre que há uma tipificação recíproca de ações habituais por tipos de atores. Dito de maneira diferente, qualquer uma dessas tipificações é uma instituição. O que deve ser acentuado é a reciprocidade das tipificações institucionais e o caráter típico não somente das ações mas também dos atores nas instituições. As tipificações das ações habituais que constituem as instituições são sempre partilhadas. São acessíveis a todos os membros do grupo social particular em questão, e a própria instituição tipifica os atores individuais assim como as ações individuais. (p.79)

Segundo os autores, as condutas tornadas habituais fazem referência a comportamentos desenvolvidos na prática e adotadas por indivíduos que demandam respostas e soluções para problemas com os quais se defrontam. Assim sendo, a análise institucional indica basicamente dois processos – em seqüência – envolvidos na formação inicial das instituições e em seu desenvolvimento: a *habitualização* e *objetificação*.

Tolber e Zucker (1998) também argumentam que a habitualização verifica-se no desenvolvimento de comportamentos padronizados para a solução de problemas e a conseqüente associação de tais comportamentos a estímulos particulares. A objetificação equivaleria ao desenvolvimento de significados gerais socialmente compartilhados ligados a esses comportamentos, um desenvolvimento necessário para a transposição de ações para contextos além de seu ponto de origem.

Nesta segunda fase do processo de institucionalização, elas se cristalizam, sedimentando-se. Neste ponto, Berger e Luckmann (2004) sugerem um aspecto adicional da institucionalização – a exterioridade, significando que as instituições se cristalizam e são percebidas e “experimentadas” como existindo sobre os indivíduos, e além destes. De outro modo, segundo os autores, as instituições são “experimentadas” como se possuíssem

realidade própria, realidade com a qual os indivíduos se defrontam na condição de fato exterior e coercitivo.

3.1.2 A importância social das instituições

É fundamental perceber em autores como Powell e DiMaggio (1991) a percepção acerca da análise institucional nas questões organizacionais, e essa perspectiva termina reverberando sobre sistemas amplos. Por exemplo, para McGill (1995) a importância das instituições é inequívoca em processos de desenvolvimento econômico-social. De acordo com o autor, o quadro geral de instituições e o panorama geral de desenvolvimento de regiões no planeta é bastante conexo. Segundo Jepperson (1991), uma instituição representa uma ordem social ou padrão que atinge um determinado nível de estabilidade, denotando – a institucionalização – um processo pelo qual se verifica a reprodução de padrões sociais. A inexistência das instituições está, segundo Jepperson (1991) vinculada a certas circunstâncias sociais, que podem ser indicadas como: ausência de ordem e autoreprodução, de interações sociais repetidas e persistentes e de uma redução na participação e intervenção dos agentes na construção de consensos sobre padrões sociais aceitos.

O autor trata ainda das formas e graus de institucionalização, que segundo sua análise, variam de acordo com a vulnerabilidade da “organização” frente a influências externas. Deste modo, consideradas tais definições associadas à importância dos processos de institucionalização, é fundamental destacar o relacionamento traçado por McGill (1995) entre as instituições e o desenvolvimento. Em sua opinião, a fraqueza institucional constitui uma séria restrição ao desenvolvimento dos países em desenvolvimento – com destaque ao caso da África subsaariana.

Na consideração de McGill (1995), as instituições são a base de sustentação do crescimento econômico, na promoção de políticas públicas e gestão de recursos de maneira eficiente. A oferta de serviços por parte das instituições assume destacado papel nas ações de combate à pobreza e redução de concentração de poder e riqueza. Para o autor, o impacto dos programas de desenvolvimento urbano, oferta de serviços e de infra-estrutura dependem da qualidade das instituições responsáveis pela concepção, controle e execução de políticas. No que é plenamente viável traçar um raciocínio análogo em relação ao papel da Comissão – instituição analisada – no mercado de capitais brasileiro, no tocante, principalmente, à redução de custos de transação e informacional entre os agentes.

3.1.3 As Instituições e seus fundamentos

As instituições podem ser definidas como organizações que incorporam normas e valores considerados importantes para os seus membros e para a sociedade. São organismos vivos, produtos de necessidades e pressões sociais valorizadas pelos seus membros e pelo ambiente, portadores de identidade própria, preocupados não apenas com lucros ou resultados, mas com a sua sobrevivência e perenidade.

Percebe-se, de modo geral, que a importância do ambiente institucional associa-se ao modo pelo qual se constroem as instituições e a maneira pela qual elas se legitimam. Associando-se também o fato de que o comportamento dos indivíduos que integram as instituições é moldado por forças e pressões sociais. Para eles, as instituições têm como objetivo implícito a perenidade, ainda que sua estrutura, rotinas e processos percam eficácia.

Para Scott (1995), as instituições são sistemas complexos que podem ser examinados, segundo diversas perspectivas – que é fundamental destacar – como não excludentes, mas

pelo contrário, se complementam. É Scott (1995) que propõe, seguindo a tendência dos principais estudos sobre as instituições, uma análise institucional referenciada em três pilares: regulativo, normativo e cognitivo. Para o autor, a definição de instituição pode ser convenientemente apresentada em tais termos:

Instituições consistem de estruturas cognitivas, normativas e regulativas, e atividades que fornecem estabilidade e significado ao comportamento social. Instituições são conduzidas e transmitidas por diversos meios – culturas, estruturas e rotinas, e operam em múltiplos níveis de jurisdição. (p.33)

Deste modo, cumpre referir a motivação pelo estudo fundado no pilar regulativo da Comissão de Valores Mobiliários. Ou seja, nesta análise, é destacado o papel regulador da CVM. Para tanto, é viável analisar e perceber que no caso da Comissão a base de submissão é a **utilidade** da CVM dentro do mercado de capitais, os mecanismos de controle fundamentam-se na **coercibilidade** de suas principais normas e decisões. A lógica predominante é a **instrumental**, os indicadores institucionais com os quais se relaciona com demais agentes são **regras, leis e potencial sancionador**. Por último, sua base de legitimação legal é conferida pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76. Enquanto que a legitimidade social efetiva é dada pela competência de seus quadros técnicos.

A próxima seção é resultado do desenvolvimento do trabalho de pesquisa e elaboração da dissertação. Como se indica de maneira mais detalhada no capítulo quarto, referente à metodologia, examina-se a questão informacional e de eficiência de mercado na medida em que se defrontou com a necessidade de esclarecimento da relação entre informação (objeto constante das normas) e eficiência de mercado. Tudo isso, na fase de estudo das normas de atuação da CVM.

Ao se constatar o foco central de atuação regulatória da Comissão, percebe-se a inviabilidade do presente estudo sem a devida fundamentação teórica relativa à informação e eficiência de mercado, tratadas em detalhe a seguir.

3.2 Teoria econômica

3.2.1 Assimetria da Informação

Inicialmente, define-se assimetria como medida descritiva do desequilíbrio de uma distribuição, e no caso específico do presente trabalho de um conjunto de informações. Deste modo, a assimetria é indicativa também de concentração relativa. Quanto maior for a assimetria, maior será a concentração de informação em determinados grupos de uma dada população.

Na teoria econômica, a questão da assimetria informacional revela-se como temática central de análise sobre racionalidade e comportamento dos agentes. A análise do problema da Informação se funda na suposição prática de que a distribuição do fluxo de informações entre os agentes é assimétrica. Daí, são examinadas as principais conseqüências deste arranjo para alocação dos recursos econômicos no sistema. Para Varian (1993) a informação assimétrica causa problemas significativos para o funcionamento eficiente do mercado. Uma definição sobre mercado com informação assimétrica é uma configuração em que alguns agentes possuem mais informações do que outros.

Varian (1993) indica, por exemplo, que em vários mercados é muito caro ou até mesmo impossível obter informações completas sobre os bens negociados. As informações assimétricas são características em muitas situações econômicas. Frequentemente, o

vendedor de um determinado produto conhece mais a respeito de sua qualidade do que o comprador, como ressaltado por Pindyck e Rubinfeld (2002):

Os trabalhadores geralmente conhecem melhor sua destreza e habilidade do que seus empregadores. Os administradores de empresas sabem mais a respeito dos custos, da posição competitiva e das oportunidades de investimento da empresa do que os proprietários. (p. 601)

O entendimento do problema da assimetria informacional permite explicar a razão de muitos arranjos institucionais que ocorrem em nossa sociedade. É o fluxo informacional que leva à compreensão de vários comportamentos dos agentes econômicos. Por que, por exemplo, empresas automobilísticas oferecem garantias para peças e serviços de automóveis novos, ou empresas e funcionários assinam contratos que incluem incentivos e recompensas ou ainda, a razão pela qual acionistas devem monitorar o comportamento dos administradores de empresas.

3.2.1.1 Mercado de produtos de qualidade duvidosa

O exemplo clássico de mercados de produtos cuja qualidade não pode ser simetricamente aferida por demandantes e ofertantes é o mercado de carros usados. Daí se tratar como produtos de qualidade duvidosa. A razão econômica do alto índice de desvalorização efetiva, no primeiro ano de uso, de um automóvel encontra respaldo no problema informacional. Pelo fato de haver informações assimétricas sobre sua qualidade. Quem oferta um automóvel usado tem muito mais informação sobre o bem do que a demanda, havendo inclusive para alguns teóricos a consideração de que a própria oferta poderia sinalizar a baixa qualidade do ativo. Conforme consideração de Pindyck e Rubinfeld (2002):

Este (o comprador) poderia contratar um mecânico para verificar o automóvel, mas o vendedor possui experiência com o automóvel e,

portanto, ainda assim estaria sabendo mais a respeito dele. Além disso, o simples fato de o automóvel estar à venda indica que ele poderia realmente ser um veículo de qualidade duvidosa: afinal, por que alguém colocaria à venda um automóvel confiável? Conseqüentemente, o potencial comprador de carros usados sempre suspeita da qualidade do veículo – e por boas razões. (p. 602).

O problema da informação foi primeiro aplicado a produtos com qualidade duvidosa por Akerlof (1970). A análise teórica proposta é ampla e contempla outras aplicações, como mercados diversos e de múltipla complexidade, como mercados financeiros, o caso dos mercados de crédito e de seguros. Desta abordagem é que se evidencia mais uma vez a aplicabilidade destes problemas ao mercado de capitais. De modo análogo ao que ocorre no mercado de crédito, em que as instituições financeiras não têm a informação completa e perfeita em relação à qualidade dos tomadores de crédito que pleiteiam operações, o que se verifica naquele mercado, é que os tomadores é que melhor sabem sobre suas reais capacidades financeiras relativas à tomada de crédito.

3.2.1.2 Seleção Adversa

Segundo Akerlof (1970), a seleção adversa é uma falha de mercado derivada da assimetria de informação e se associa à impossibilidade de agentes distinguirem entre grupos de ativos ou agentes. Por exemplo, análises sobre custos derivados da assimetria informacional e riscos associados à mesma, permitem que se reitere a idéia de que tão maiores serão os custos de captação no mercado, quanto maiores forem as assimetrias verificadas.

A falha de mercado ocorre, pois, quando agentes avaliam ativos por valor inferior ao que realmente valem, enquanto que “ativos ruins” são negociados por preços superiores aos seus valores efetivos. Algo que se poderia denominar como uma “tragédia” de preço

médio de mercado. Todos os ativos são precificados a valores que não correspondem a suas qualidades intrínsecas. Muito bem assinalam Varian(1993) e Pindyck e Rubinfeld (2002) que ao abordar o mercado de automóveis usados lembram que há donos de automóveis de alta qualidade que os avaliam por um preço menor do que o fazem seus compradores potenciais. Como resultado, há ganhos derivados da troca que ambas as partes poderiam obter em princípio, porém a falta de informações por parte dos compradores impede que a troca mutuamente vantajosa ocorra, daí a ineficiência se instala no mercado.

Do mesmo modo como os emprestadores embutem os custos do risco, as companhias de seguros que incorressem na estipulação padronizada de apólices de seguros (com preços fixos por faixa, por razão de não lograr a conveniente distinção entre indivíduos de alto e baixo risco) terminariam por arcar com valores esperados de rentabilidade menores. Tal fenômeno ocorre na medida em que os indivíduos com alto risco são estimulados a contratar apólices (dado o excedente do consumidor excessivamente positivo ou efeito de financiamento positivo) os de baixo risco são desestimulados. Daí a venda de seguros se inviabiliza.

De acordo com os referidos autores, no mercado de automóveis usados é bastante evidente como informações assimétricas resultam em falhas de mercado. Num mundo idealmente concebido, com mercados em pleno funcionamento (aqueles nos quais se verifique a informação perfeita e simétrica) os consumidores teriam a possibilidade de escolher entre automóveis de baixa qualidade e de alta qualidade. Embora seja verdade que ainda haveria automóveis de baixa qualidade, em contrapartida os consumidores poderiam ser compensados com o menor custo do bem. Compensação esta que indicaria eficiência de mercado.

De modo análogo, outros preferirão pagar mais e obter automóveis de alta qualidade. No mundo real, todavia, os consumidores não podem determinar facilmente a qualidade de um automóvel usado antes que o tenham adquirido. Conseqüentemente, o preço dos automóveis usados cai e os automóveis de alta qualidade são afastados do mercado, conforme Pindyck e Rubinfeld (2002, p. 604).

Todos os exemplos servem apenas à demonstração de que uma questão fundamental pode ser discutida em variados mercados – o problema de seleção adversa. A **seleção adversa** ocorre no momento em que bens de qualidades distintas são negociados e precificados em termos equivalentes. Tudo isso dado o fato de que os agentes econômicos não dispõem de informação suficiente para determinação da qualidade intrínseca do bem, quando está negociando. Como resultado, instala-se um cenário de ineficiência, pois muitos produtos de baixa qualidade são ofertados, enquanto os de alta qualidade evitam o mercado, dada sua relativa depreciação na negociação.

3.2.1.3 Reputação e Padronização

A teoria tem assinalado a reputação e padronização como “ferramentas” viáveis para correção de assimetrias verificadas nos vários setores da economia. Tais mecanismos poderiam ser encontrados na seguinte estratégia: Os ofertantes de bens com alto grau de qualidade tem incentivo claro no sentido de tentar convencer os demandantes de que suas qualidades são efetivamente altas. Na prática, isso se dá de maneira natural no processo de construção de reputação.

Para autores como Rasmussen (2002), a padronização é efetiva na minimização dos problemas associados à informação assimétrica. A complicação surge, de fato, quando criar reputação é inviável para os agentes. Nas palavras de Pindyck e Rubinfeld (2002):

Às vezes, no entanto, torna-se impossível para uma empresa adquirir reputação. Por exemplo, como a maioria dos clientes de um restaurante ou hotel em uma estrada freqüenta esses locais apenas uma vez, ou com pouca freqüência, os empresários desses setores não tem possibilidade de adquirir reputação. Como esses estabelecimentos podem tratar do problema da incerteza sobre a qualidade dos produtos e serviços que vendem? Uma maneira seria a padronização. (p.606)

Exemplos da padronização são variados, desde cadeias de hotéis, restaurantes, seguradoras e produtos bancários. Num mercado em que você tenha familiaridade com os ativos negociados, é pouco provável que se satisfaça com bens padronizados (médios). Em geral a preferência será dada a bens exclusivos e de alta qualidade (considerando o fato de que o acesso à informação não sofre muitas restrições). Todavia, é curioso perceber que quando não se conhece bem o mercado, não se dispondo de informações relevantes, é dada preferência a bens padronizados.

Os certificados e garantias além de constituírem efetiva padronização, são a materialização da sinalização (ou melhor, uma sinalização formal), sendo por isso, um sinalizador que atende aos requisitos de eficácia. Não sendo possível sua utilização indiscriminada (restrições relativas à confecção de garantias, aos registros de diplomas, aos certificados com autenticidade cartorial), passa a ser úteis na medida em que são controladas suas emissões. Assim sendo não é utilizado de maneira equivalente entre bens de boa e má qualidade.

O controle é uma aspecto fundamental no tocante à questão dos certificados, registros e garantias. Agentes que se associam à ativos de superior devem por isso conscientizar acionistas, por exemplo, dessa diferença.

De acordo com Varian (1993), os certificados e as garantias sinalizam de forma eficaz a qualidade de bens, já que uma garantia ampla é mais dispendiosa para o fabricante de itens de baixa qualidade do que para o fabricante de itens de alta qualidade.

Segundo Pindyck e Rubinfeld (2002), é maior a probabilidade de um item de baixa qualidade necessitar, por exemplo, de serviços de assistência técnica durante o período de garantia, os quais terão de ser pagos pelo fabricante. Conseqüentemente, atendendo a seus próprios interesses, os fabricantes de itens de baixa qualidade não oferecerão garantias amplas. Dessa maneira, os consumidores poderão, corretamente, tomar a garantia ampla como um sinal de alta qualidade, estando dispostos a pagar mais pelos produtos que as oferecem.

3.2.2 Eficiência de Mercado

Eficiência é um conceito que deriva das ciências naturais, como a física, e dá qualidade a processos ou sistemas nos quais os objetivos definidos são atingidos com o menor esforço. Na economia, a eficiência indica que sistemas, processos ou procedimentos são executados e objetivos atingidos com o menor dispêndio em termos de recursos e custos reais.

Mercados eficientes de capitais são aqueles nos quais os preços correntes de mercado refletem as informações disponíveis. Segundo o entendimento corrente, num mercado financeiro eficiente, as informações disponíveis aos investidores são processadas e se incorporam, imediatamente, aos preços dos ativos. A esta idéia se associam duas implicações, segundo Ross et al. (2002):

Em primeiro lugar, em qualquer período considerado, o retorno anormal de uma ação pode depender de informações ou notícias recebidas pelo

mercado nesse período. Em segundo lugar, um investidor que usar a mesma informação possuída pelo mercado não deverá esperar obter retornos anormais. Em outras palavras, os sistemas que dizem como ganhar dinheiro no mercado estão condenados ao fracasso. (p. 298)

Outra questão primordial se associa à identificação das informações relevantes na determinação dos preços dos ativos negociados no mercado, ou seja, o que se pode considerar como variável independente na composição de preços, que são livremente negociados em mercado? Que tipo de informação é importante no processo de entendimento da dinâmica de mercado.

3.2.2.1 Considerações conceituais

Observa-se que a segunda metade do século XX pôs, em destaque, na seara da literatura econômica, o conceito de **mercado eficiente**. De acordo com o trabalho e proposta teórica formulada por Fama (1979), a eficiência pode ser estudada em relação direta com a disponibilidade informacional. Embora o conceito, em si, traga várias acepções claras e diretas, de fácil leitura por várias pessoas que não se familiarizariam com os termos técnicos das finanças, e também tenha sido utilizado para designar coisas que aparentemente não se correlacionam, o fato é que atualmente, aquele conceito serve para designar coisa bastante específica, segundo Elton e Gruber (2004): “Quando alguém se refere a mercados eficientes, quer dizer que os preços dos títulos refletem integralmente todas as informações disponíveis.” (p.349)

Segundo definição de Fama e MacBeth (1973) temos que a eficiência de mercado de capitais pode ser da seguinte forma referida:

(...) but the model, and especially the underlying assumption of a perfect market, implies a capital market that is efficient in the sense that prices fully reflect available information. This use of the word efficient is, of

course, not to be confused with portfolio efficiency. The terminology, if a bit unfortunate, is at least standard (p. 612)

Em termos práticos, Fama e MacBeth (1973) consideram também – em análise dos dados disponíveis para o mercado acionário americano (que teve como objeto de análise as ações negociadas na NYSE - New York Stock Exchange) o fato de que as propriedades de “jogo justo” dos resíduos e coeficientes das regressões (Risco vs. Retorno) são consistentes com um mercado de capitais eficiente, isto é, um mercado em que preços das ações refletem integralmente a informação disponível:

Finally, the observed fair game properties of the coefficients and the residuals of the risk-return regressions are consistent with an efficient capital market – that is, a market where prices of securities fully reflect available information. (p.633)

Considerando a formulação da hipótese de eficiência de mercado, Elton e Gruber (2004) propõem e esclarecem que uma condição necessária para que investidores tenham incentivo à negociação até que os preços reflitam integralmente todas as informações é quando o custo de aquisição de informação e o custo de negociação sejam iguais a zero. Todavia, o que se observa na realidade é que estes custos não são nulos, uma definição mais realista seria a de que os preços refletem informação até que os custos marginais de obtenção de informação e negociação não superem o benefício marginal.

São observados, em vários trabalhos teóricos, que a relação entre o Mercado e a Eficiência, passa pela informação, ou melhor pela velocidade de incorporação de informações nos preços praticados no mercado, não havendo contudo ressalvas à correção daquela incorporação.

O mercado de capitais e ações é, por definição, a estrutura econômica de negócios que mais se aproxima da concorrência e informação perfeitas. Por isso, quando se analisa a incorporação de informações nele, são verificados – de modo direto – a oscilação dos preços praticados no mercado. Daí se tratar de preços, e nada mais.

3.2.2.2 As formas de Eficiência

No exame das considerações de Fama e MacBeth (1973), Ross et al (2002), e Elton e Gruber (2004), pode-se por em relevo as seguintes categorias, ou melhor, modalidades da eficiência de mercado, a cada uma se associando um grau distinto de disponibilidade informacional:

Na **forma fraca**, os testes são aplicados para que se verifique se toda informação contida em preços passados está refletida nos preços correntes.

Na **forma semiforte**, os testes são aplicados para verificação de que as informações publicamente disponíveis estão integralmente refletidas nos preços correntes dos títulos.

Na **forma forte**, os testes tem o intuito de verificar se toda informação, publicamente disponível ou não, estaria integralmente refletida nos preços dos títulos, e se qualquer tipo de investidor conseguiria obter ganhos extraordinários, mediante realização de lucros fora da normalidade.

A hipótese de eficiência de mercado, em sua forma fraca, considera que na determinação dos preços, são utilizadas as séries históricas dos preços, sendo portanto o mercado eficiente em relação a estes preços passados (esta informação). A mais simples explicação desta “decorrência lógica” da teoria é que a simples análise dos padrões prévios de comportamento de preços não seria suficiente para garantir um resultado acima da média em termos de rentabilidade da carteira.

Já para a forma semi-forte, há a suposição de que o mercado utiliza toda a informação publicamente disponível. Se o mercado já tiver usado toda essa informação e ela estiver refletida nos preços das ações, os investidores não serão capazes de obter desempenho superior ao do mercado utilizando a mesma informação, conforme assevera Ross et al. (2002)

A modalidade mais extrema da hipótese de eficiência de mercado assume que o mercado apropria toda a informação. E aqui é apresentada, de maneira preliminar, a força do pressuposto: sob esta forma, não é possível que ninguém realize ganhos extraordinários, uma vez que o mercado já incorpora todas as informações possíveis, inclusive as privilegiadas. Uma hipótese verdadeiramente heróica. Ross et al. (2002) definem nos seguintes termos: “(...) o mercado possui e usa toda a informação conhecida por qualquer pessoa a respeito das ações, até mesmo a informação privilegiada.” (p. 299)

3.2.2.3 Os pressupostos da Eficiência

No contexto de um mercado financeiro eficiente, o valor de um ativo é reflexo do consenso dos participantes com relação ao seu desempenho esperado. Sob a hipótese de eficiência, o preço de um ativo qualquer é formado a partir das diversas informações publicamente disponíveis aos investidores. Ainda sob hipótese, o que define diferenças marginais na rentabilidade dos investimentos são as interpretações dos fatos relevantes associados aos ativos transacionados. De igual modo, as decisões de compra e venda também seriam tomadas com base nas percepções dos agentes, com respeito mais uma vez, aos fatos relevantes.

As cotações dos ativos financeiros são consideravelmente sensíveis às novas informações introduzidas no mercado, independentemente da fonte, fato que determina, em via de regra, rápidos ajustes de valores. Toda nova informação relevante trazida ao mercado tido como eficiente tem o poder de promover alterações nos valores dos ativos negociados, modificando seus livres preços de negociação e resultados de análises.

Para fins regulatórios, a seguinte consideração é fundamental: o conceito de eficiência de mercado não implica a permanente presença de preços perfeitos dos diversos ativos transacionados (preços exatamente iguais a seus valores reais). A exigência desses mercados é de que os preços não sejam tendenciosos, ou seja, formados de acordo com alguma intenção e interesses individuais.

A hipótese de eficiência de mercado não demanda uma estrita coincidência entre o preço negociado de um ativo e seu valor real. O que se configura como necessário, ao mercado, sob esta hipótese é que os desvios verificados entre estes dois números sejam aleatórios, apresentando igual probabilidade de um ativo encontrar-se subvalorizado ou supervalorizado em qualquer momento.

Diante do exame das principais considerações e pressupostos da hipótese de eficiência de mercado, podem ser elencadas como as mais importantes, conforme descrito por Ross et al (2002):

Pressuposição 1: nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas.

Pressuposição 2: O mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno.

Pressuposição 3: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes.

Pressuposição 4: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito.

Pressuposição 5: os ativos objetos do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições.

Pressuposição 6: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

3.2.2.4 A função das pressuposições

Antes de prosseguir no tema, pergunta-se: qual a importância de um modelo tão distante da realidade? Podemos analisar a relevância de tais modelos na compreensão do cenário ideal de mercados de capitais, em que não se constata nenhuma assimetria informacional, objetivo de qualquer agente regulador. De modo análogo ao que se verifica em relação ao estudo do mercado em concorrência perfeita como referencial na análise de problemas relativos à concentração de mercado, caso dos monopsonios, monopólios, oligopólios etc.

Nas avaliações de investimentos e de risco, é muito comum a utilização de diversos modelos, que são construídos e discutidos conceitualmente a partir das hipóteses de um mercado eficiente. Tais procedimentos são adotados com o intuito de facilitar a realização dos testes empíricos dos modelos, avaliando seus resultados quando aplicados a uma situação verificada na prática. Não se deve esquecer o fato de que modelos são, essencialmente, grandes simplificações da realidade. E não há maior simplificação do que o cenário ideal, dado que problemas são desarranjos daquilo que foi idealmente concebido e formulado.

Em geral, as hipóteses de perfeição do comportamento do mercado costumam ser abandonadas, de maneira que o modelo sugerido reflita a realidade do mercado analisado. Observa-se que os principais aspectos de imperfeição de mercado que são testados pelos modelos financeiros são os seguintes:

Em primeiro lugar, a inexistente homogeneidade nas estimativas dos investidores com relação ao comportamento esperado do mercado e de seus diversos instrumentos financeiros. Verificando-se também, na prática, que as informações muitas vezes não estão igualmente, nem instantaneamente, dispostas a todos os investidores, conforme se preconiza no modelo de mercado eficiente;

Como segundo ponto, a racionalidade limitada que se materializa no fato de que o mercado não é composto unicamente de investidores racionais. Verifica-se, de fato, a participação de grande número de agentes com menor qualificação e habilidade de interpretar as informações relevantes disponíveis, e também aqueles sem informação suficiente para tomada de decisão, que diante desta escassez não pode ser considerada como irracional, apenas de limitada racionalidade.

E como terceira e última consideração, a descontinuidade eficiente do mercado, que não é necessariamente sempre eficiente para valorar seus ativos negociados, sofrendo decisivas influências de políticas econômicas adotadas pelo governo, oriundas em grande parte de taxações das operações e restrições monetárias adotadas, algo que se poderia denominar como falhas institucionais, o que acentua a limitação de racionalidade dos agentes, como ressalta Fiani (2004).

3.3 Integração dos fundamentos teóricos ao objeto de pesquisa

A integração dos marcos teóricos da dissertação pode ser representada pela figura 3.1, abaixo. Sendo destacada a relação bidirecional entre a atuação da CVM e o contexto de eficiência do mercado de capitais.

A estrutura da dissertação e a fundamentação de suas conclusões materializam-se na vinculação entre a CVM e a Eficiência de Mercado, vinculação esta que durante a análise pareceu desvendar-se, aos poucos, pela relação entre informação e eficiência de mercado. A atuação regulatória, tão bem indicada no enquadramento institucional da Comissão, não pode tangenciar a eficiência. A “ponte” entre a atuação regulatória e a

eficiência de mercado é a informação. Daí a relação entre os marcos do presente trabalho: a teoria institucional que permite análises amplas sobre fenômenos complexos, a questão informacional e as bases teóricas da eficiência de mercado. O pilar da conduta regulatória da CVM está fundado no aperfeiçoamento informacional. Ou seja, o *moto continuum* da Comissão é garantir disponibilidade informacional aos agentes que participam no mercado de capitais brasileiro. A análise qualitativa das Instruções Normativas permitiu enxergar de modo claro a consistência intertemporal da regulação no mercado de capitais.

Partiu-se do exame das normas de atuação associadas à Comissão de Valores Mobiliários, suas Instruções Normativas e Leis 6.385/76 e 6.404/76. Em paralelo, foram coletados dados secundários sobre as principais atividades da Comissão e do Mercado de Capitais, permitindo adequada contextualização de ambiente, possibilitando também a ilustração de aspectos centrais da regulação financeira.

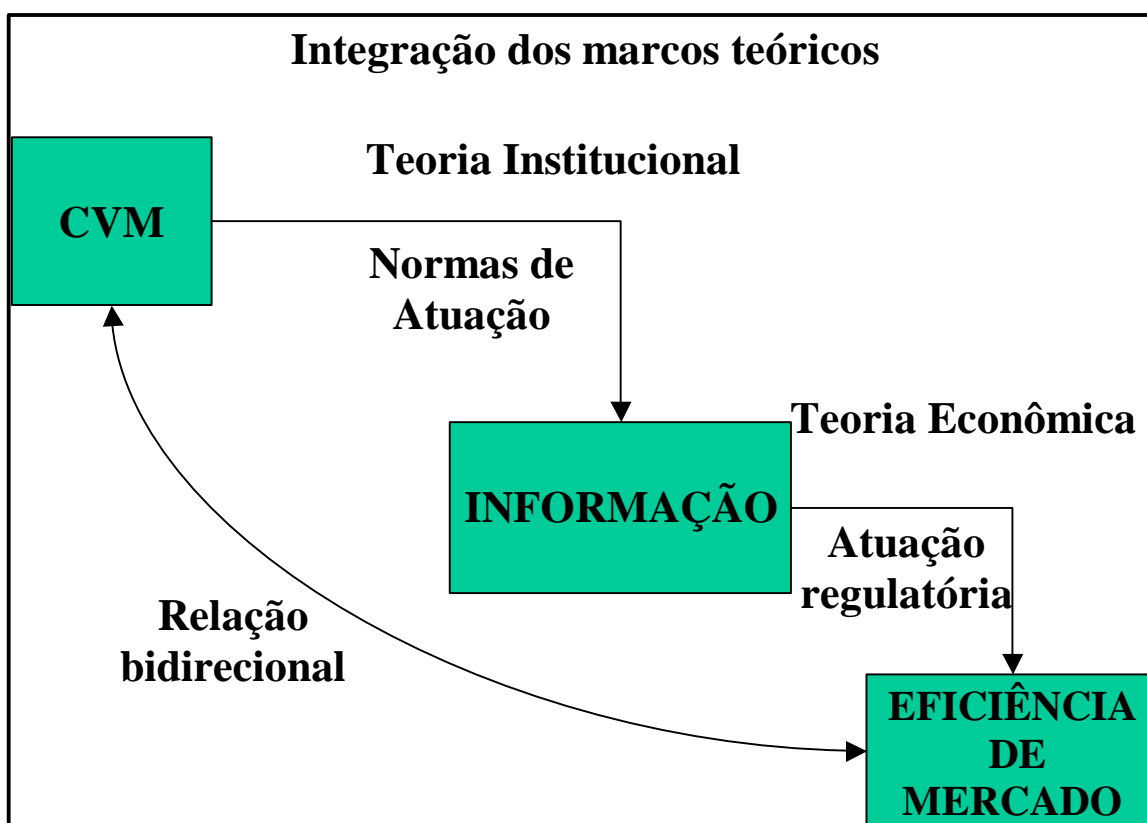


Figura 3.1: Integração dos fundamentos teóricos

4 Metodologia

Eco (2005) elabora várias considerações a respeito do estudo científico, das quais é relevante destacar, diante da interpretação de seu texto, a necessária curiosidade conseqüente. Ou seja, de nada adiantaria o interesse de estudo que não desperta conclusões consistentes sobre seu objeto.

Feita a consideração inicial, sobre a filosofia procedimental que motivou o presente estudo, destaca-se a definição conceitual sobre pesquisa para, então, depois se tratar do método de sua elaboração e execução. De acordo com Lakatos e Marconi (2002):

A pesquisa é uma indagação minuciosa ou exame crítico exaustivo na procura de fatos e princípios; uma diligente busca para averiguar algo. Pesquisar não é apenas procurar a verdade interna; é encontrar respostas para questões propostas, utilizando métodos científicos (p. 12).

Definido um conceito de pesquisa válido para o que se elaborou na presente dissertação passa-se à definição e explicação de seu gênero: a pesquisa baseada em método qualitativo. Tal explicação se dá por razões próprias do processo de elaboração da dissertação que tinha como projeto inicial, a aplicação de método quantitativo, todavia terminou por substituí-lo qualitativo, por absoluta adequabilidade à proposta de estudo inicialmente formulada.

4.1 A escolha do método

4.1.1 Diferenças entre qualidade e quantidade

A partir do exame das principais considerações epistemológicas de Merriam (1998), percebe-se que entre as pesquisas quantitativa e qualitativa existem substanciais pontos de diferenciação. Por definição, o autor propõe que os focos variam na exata relação dos termos. Enquanto a primeira tem por foco o *quantum*, a segunda preocupa-se com a *qualitas*.

Filosoficamente, enquanto a pesquisa quantitativa deriva da tradição empirista e é promovida pelo positivismo científico, a pesquisa qualitativa associa-se à tradição fenomenológica.

Por exemplo, com relação aos objetivos, a primeira mostra-se interessada na previsão e controle, descrevendo e confirmando axiomas, não se preocupa com a integridade analítica sobre processos complexos (caso da regulação financeira, objeto e temática da presente dissertação). A segunda, por seu turno, objetiva o entendimento do sentido daquilo que se estuda, daí se falar na adequação da pesquisa qualitativa ao propósito de estudo aqui apresentado.

Com respeito à coleta de dados, por exemplo, a pesquisa quantitativa apresenta-se com forte critério instrumental, aplicando testes, escalas, critérios e cálculos matemático-computacionais. Na pesquisa qualitativa, o processo de coleta é desempenhado pelo próprio pesquisador, seja através de entrevistas, observações ou exame documental (caso da presente dissertação). Sendo mais uma vez destacada a compatibilidade entre o objetivo de pesquisa e o método de pesquisa adotado, o qualitativo.

Quanto aos achados da pesquisa, as diferenças são, também, substanciais. Para Merriam (1998), enquanto a pesquisa quantitativa apresenta resultados precisos e estritos, a pesquisa qualitativa apresenta resultado compreensivo, amplo e descritivo do fenômeno estudado.

Por último, são destacadas as considerações finais que ratificam a aplicabilidade do método qualitativo ao objetivo de estudo. Com relação à estrutura de pesquisa, Merriam (1998) indica ser absolutamente flexível permitindo ajustes às contingências analíticas observadas ao longo do tempo, caso constatado na necessária expansão da fundamentação teórica a temas não previstos no projeto inicial. A questão informacional e eficiência de mercado foram pesquisadas no decorrer da análise das instruções normativas, e daí incorporadas ao referencial teórico. É dessa flexibilidade que se fala, a pesquisa qualitativa permite o ajuste da forma à matéria (conteúdo). Algo que se verifica no presente trabalho.

4.1.2 Pesquisa qualitativa

A dissertação é consubstanciada na análise institucional da CVM e na associação entre informação e eficiência de mercado. A análise baseia-se no exame das Instruções Normativas emitidas pela CVM, entre 1978 e 2005.

Disso tudo, verificou-se que o método de pesquisa mais apropriado ao exame proposto seria o qualitativo. Cabendo por tal razão, destacar os principais pontos de validade do referido método. Segundo Merriam (1998), percebe-se um crescente interesse no entendimento e construção social do conhecimento. Assim sendo, o fenômeno social passa a ser entendido, mediante contextualização ampla, considerando-se as mais diversas perspectivas, conforme assinala Godoy (1995).

Tal entendimento é caracterizado na presente dissertação pela preferência em se estudar a regulação sob múltiplas perspectivas: política, sistêmica, filosófica, econômica e jurídica. Destacando-se o fato de que o desenho do estudo qualitativo é emergente e flexível, de acordo com Merriam (1998), o que impede o estabelecimento de modelos ou formas rígidas de análise, liberdade que se mostrou ser fundamental no presente trabalho.

Em adição, a pesquisa qualitativa poderá – em complementaridade – ser descritiva, ilustrando complexidades do que se estuda e global, iluminando o entendimento sobre o contexto no qual se insere a Instituição analisada, no caso, a Comissão de Valores Mobiliários. Diante da indisponibilidade de acesso aos membros da Comissão, optou-se por não se estruturar o presente trabalho num estudo de caso. O que para ser plenamente logrado implicaria numa fundamentação (tríplice): análise documental, observação e entrevistas. A dissertação trata apenas do estudo teórico dos referenciais indicados e da análise documental.

Segundo Merriam (1998) as pesquisas qualitativas se caracterizam por ter como objetivo revelar amplamente fenômenos interligados, sem as compartimentações e “descartes” metodológicos realizados pelas técnicas quantitativas. A abordagem quantitativa é centrada nas relações de causa e efeito, relações de quantum entre variáveis-chave (o que nessa eleição termina por excluir significativa quantidade de dados e variáveis consideradas não relevantes).

4.2 Universo de dados analisados

Primeiramente, cabe destacar que o universo de dados analisados é constituído pelas Leis 6.385/76, que institui a CVM e a 6.404/76, que trata das sociedades anônimas e pelas Instruções Normativas emitidas pela CVM, desde o início de sua atividade

regulatória, em 1978, até o ano de 2005, compreendendo as normas editadas até a fase em que se encerrou a coleta dos dados. O conjunto delas é constituído por quatrocentas e vinte quatro, mais especificamente. Não sendo aplicados questionários ou propostas entrevistas, a pesquisa fundamenta-se apenas na análise documental acima indicada.

O dado essencial que se buscou depurar foi a relação entre atividade regulatória da Comissão e o aperfeiçoamento informacional no mercado de capitais brasileiro. Esse aperfeiçoamento pode ser compreendido como o objetivo de normas que têm como cerne o estabelecimento de deveres aos participantes do mercado, no sentido de prestar informações, seguir padrões de informações, publicar dados relevantes entre outras formas e manifestações da informação.

4.3 Pesquisa documental

Lakatos e Marconi (2002) consideram a coleta de dados fase primordial da pesquisa de campo, assim definida:

(...) é aquela utilizada com o objetivo de conseguir informações e/ou conhecimentos acerca de um problema para o qual se procura uma resposta, ou de uma hipótese que se queira comprovar ou ainda, descobrir novos fenômenos ou as relações entre elas. (p. 83).

A análise e estudo contidos no presente trabalho têm como fundamento a verificação das Instruções Normativas expedidas pela CVM. A coleta das normas serviu à promoção (no presente trabalho) de uma possível análise longitudinal, considerando critérios de evolução regulatória ao longo dos anos, assim como também de uma possível análise transversal, que permitiu verificar (sem parâmetros temporais de comparação) a eficácia regulatória na promoção da informação no mercado de capitais e a eficiência disso decorrente.

Além disso, como não poderia deixar de ser, buscou-se nas referências legais pertinentes, as Leis 6.385/76 e 6.404/76, a consistência entre as referidas normas jurídicas e as Instruções Normativas, cujas legitimidades legais originárias encontram-se na Lei 6.385/76.

4.4 Etapas da pesquisa

A partir da pergunta de pesquisa indicada no capítulo primeiro da dissertação, procedeu-se à identificação das principais fases de estudo, a seguir descritas:

1. Escolha da estratégia de pesquisa;
2. Levantamento bibliográfico e pesquisa documental;
3. Crítica da bibliografia e revisão de marcos teóricos;
4. Enquadramento institucional da CVM;
5. Investigação das instruções normativas, à luz dos marcos teóricos;
6. Classificação e geração das conclusões;

Podendo ser assim descritas, em detalhe:

Com respeito às duas primeiras fases, feita a escolha da estratégia de pesquisa, foi necessária sua revisão à medida que a segunda fase foi sendo executada. O levantamento bibliográfico e a pesquisa documental (coleção das Instruções Normativas CVM, emitidas ao longo das últimas décadas) demonstraram que não seria viável a construção ou mesmo proposição de modelos de jogos particularizados – método quantitativo - por tipo de norma. Trabalho que redundaria num fracionamento do objeto a tal ponto que seria inviabilizaria a proposta de estudo ampla, que orientou a formulação da dissertação desde seu início.

Disso decorreu o interesse de analisar as instruções normativas como manifestação geral da CVM como execução de seu objetivo principal, a melhoria da informação no mercado de capitais, conforme conclusões do trabalho, que assim incorporou o método qualitativo. A crítica bibliográfica e a revisão de marcos teóricos decorreram da necessária reavaliação do método a ser utilizado na dissertação, conforme indicado nas seções anteriores do presente capítulo.

Na seqüência, procedeu-se ao enquadramento institucional da CVM e ao exame das instruções normativas à luz da associação entre informação e eficiência de mercado. Dessa etapa é que foram geradas as conclusões fundamentais e a contribuição científica do trabalho. Por fim, procedeu-se à classificação das normas, contidas no quadro sinótico anexo à dissertação , e à consolidação das principais conclusões do trabalho.

5 Análise de atuação regulatória

5.1 Atuação e enquadramento institucional

A Comissão de Valores Mobiliários, organismo responsável no país pela supervisão e regulação das operações no Mercado de Capitais, enquadra-se nos conceitos contidos na Teoria Institucional, sob enfoque majoritário do pilar regulativo, segundo tipologia proposta por Scott (1995).

Em textos como os de Pereira e Fonseca (1997) percebe-se uma diferenciação conceitual substantiva entre uma organização e uma instituição, que se define como um sistema organizacional que encarna padrões sociais relevantes para a sociedade. Sendo notório perceber que esta consideração leva a uma clara distinção entre as simples organizações instrumentais e uma organização institucionalizada.

Para eles, as organizações podem ser configuradas como “sistemas socio-técnicos destinados a otimizar meios para alcance de objetivos”, enquanto que as instituições logram uma estruturação que as tornam sistemas com funções sociais consideradas relevantes para sociedade, segundo Pereira e Fonseca (1997, p.120). Não sendo desprezível, no entanto, a capacidade evolutiva das organizações no sentido da institucionalização, no que é destacado o papel do tempo no referido processo. Para os referidos autores, a toda instituição precede uma atividade humana organizada:

(...) a história está profundamente relacionada com os estágios que a organização atravessa na sua trajetória para se tornar uma instituição. É ela que identifica os ciclos da vida institucional,

evidenciando aqueles fatos ou eventos que, no decorrer do tempo, contribuíram para a formação da cultura, da identidade e do caráter. (124)

Considerando a necessidade premente de se diferenciar instituições e organizações, percebe-se que em tal diferenciação conceitual, cumpre destacar que as organizações baseiam-se na divisão econômico-racional das tarefas, e (em via de regra) no enfoque no lucro e resultado, apresentando paralelamente estrutura precívél e descartável, enquanto que as Instituições são infundidas por valores intrínsecos. E é neste ponto que se ressalta a definição institucional da Comissão de Valores Mobiliários, na medida em que a CVM incorpora e desperta – exatamente – na credibilidade e segurança aos agentes envolvidos no mercado de capitais. A atividade regulatória não se presta no sentido instrumental, exclusivamente, mas sobretudo na determinação de valores, práticas e condutas referenciais no mercado de capitais.

Sendo útil destacar, ainda, aspectos relacionados com a capacidade adaptativa inerente às instituições perenes que se inserem em ambientes complexos e contextos institucionais de múltiplas e variadas mudanças. Tais instituições apresentam estrutura viva, perene, adaptável, que materializa-se como resultante das pressões e necessidades sociais relevantes, o que concorda com as concepções acima indicadas.

O mercado de capitais é uma síntese fiel das tendências e práticas gerais verificadas na economia, que por seu turno é produto de uma determinada organização social. Aqui se apresenta um dos fundamentos do presente trabalho: a realidade, que seja a das relações individuais ou das organizacionais, é socialmente construída, conforme propõem Berger & Luckman (1978). De outro modo, as instituições são materialização da construção social – realizada por indivíduos cuja obra é fruto de manifestações culturais e sociais. É desta perspectiva é que se analisa a CVM, como manifestação social inserida num ambiente sócio-econômico complexo e com dinâmica própria.

As instituições são, conforme se indica na fundamentação teórica da presente dissertação de acordo com Scott (1995), sistemas complexos que podem ser examinados, segundo diversas perspectivas – que é fundamental destacar – como não excludentes, mas pelo contrário, se complementam. É este autor que propõe, seguindo a tendência dos principais estudos sobre as instituições, uma análise institucional referenciada em três pilares: regulativo, normativo e cognitivo. Para o autor, a definição de instituição pode ser convenientemente apresentada em tais termos:

Instituições consistem de estruturas cognitivas, normativas e regulativas, e atividades que fornecem estabilidade e significado ao comportamento social. Instituições são conduzidas e transmitidas por diversos meios – culturas, estruturas e rotinas, e operam em múltiplos níveis de jurisdição. (p.33)

Assim sendo, ressalta-se a motivação pelo estudo fundado no pilar regulativo da Comissão de Valores Mobiliários. Ou seja, nesta análise, foi destacado o papel regulador da CVM. Para tanto, viabilizou-se a análise da Comissão cuja base de submissão é a sua **utilidade** no mercado de capitais. Seus mecanismos de controle fundamentam-se na **coercibilidade** de suas principais normas e decisões.

A lógica predominante é a **instrumental**, os indicadores institucionais com os quais se relaciona com demais agentes são **regras, leis e potencial sancionador**. Por último, sua base de legitimação legal é conferida pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76.

5.1.1 Perspectivas institucional-analíticas adotadas

A Comissão de Valores Mobiliários assume importância na medida em que é através dela que são reguladas atividades fundamentais à preservação dos sistemas de trocas que estruturam o mercado de capitais. Daí perceber-se que as conseqüências destas atividades não são neutras aos demais agentes.

Apresentando-se um exemplo do que se argumenta acima. Quando ao CVM interfere em negociações, dando atenção especial e operações de alto volume – fato da IN 035/84 – em que são estipulados procedimentos especiais a ser observados pelas entidades autoregulatórias (caso das Bolsas de Valores), a finalidade precípua é evitar a concentração de poder econômico: o caso da manipulação de mercados e mecanismos de preços, por agentes que ao disporem de escalas operacionais diferenciadas poderiam “jogar sujo”. Em variadas fontes desta perspectiva, podemos constatar a preocupação de se garantir o perfeito arranjo de atividades e a decorrente operacionalidade dos agentes. Em Varian (1993) constata-se uma percepção semelhante, quando se definem as economias externas, que surgem quando as possibilidades de ação de um agente são influenciadas pelas escolhas de outro.

Reiterando considerações prévias, a visão da regulação proposta fundamenta-se na consideração de que só é viável a compreensão dos processos e Instituições, mediante a visão sinóptica, tal qual proposta por Platão.

5.1.2 Identidade institucional

A CVM é autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e com ações orientadas pelo Conselho Monetário Nacional, foi criada pela lei n.º 6.385, em 7 de dezembro de 1976, inspirada em instituição de similares atribuições nos Estados Unidos da América, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), cujas funções, até sua concepção e fundação, eram exercidas pelo Banco Central no Brasil, conforme indica Sandroni (1999). Até tal data, o Banco Central do Brasil regulava, prestava um papel consultivo e julgava –

administrativamente – as operações e dispositivos do mercado de capitais e valores mobiliários.

Cabendo destacar aqui a sua jurisdição institucional e competências para uma melhor compreensão de seu papel institucional no mercado regulado pela mesma. Sob sua responsabilidade jurisdicional administrativa, estão as Bolsas de Valores, as Corretoras, os Bancos de Investimento, as Sociedades Distribuidoras e as Companhias de capital aberto, as Sociedades Anônimas (regidas pela Lei 6.404/76), agentes autônomos de investimento que atuam no mercado, e as carteiras de valores mobiliários – os fundos e as sociedades de investimento em títulos e valores mobiliários (papéis negociados no mercado de capitais). Além de auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários.

Segundo Santos (1999), a Comissão estabelece – em conjunto com o Conselho Monetário Nacional – as normas e diretrizes para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, inseridos nos mercados financeiros, especificamente, negociações que são materializadas no mercado de capitais. Sua estrutura administrativa, segundo Assaf Neto (2000) é composta por um presidente e quatro diretores, todos cargos de nomeação direta do Presidente da República.

A Comissão é administrada por um Presidente e quatro Diretores nomeados pelo Presidente da República. A Presidência e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, a instância executiva da CVM.

A Superintendência Geral tem atribuições de acompanhamento e coordenação de atividades executivas, auxiliada pelas demais Superintendências, pelas Gerências a elas subordinadas e pelo Corpo Funcional. Tais atividades são orientadas, especificamente, para atividades relacionadas às empresas, aos intermediários financeiros, aos investidores, à fiscalização externa, à normatização contábil e de auditoria, aos assuntos jurídicos entre

outros temas vinculados ao desenvolvimento de mercado e à administração. A estrutura executiva da CVM é integrada pelas Superintendências Regionais de São Paulo e Brasília, responsáveis pela representação institucional da autarquia nestas cidades.

5.1.3 Ambiente institucional

Nesta subseção, são apresentados os principais aspectos institucionais do mercado de capitais, ambiente no qual vigem as normas e regras formuladas pela Comissão de Valores Mobiliários. Segundo o Banco Central do Brasil (1998), a estrutura formal do Sistema Financeiro Brasileiro pode ser apresentado de acordo com as seguintes instâncias: deliberativa (composta pelo Conselho Monetário Nacional), de regulação e fiscalização (composta por Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados e Secretaria de Previdência Complementar) e demais agentes executores.

O Conselho Monetário Nacional foi criado mediante a Lei n.º 4.595/64, e segundo Santos (1999), sua política institucional tem os seguintes objetivos: adaptação dos meios de pagamento às demandas e necessidades da economia e de seu processo de desenvolvimento; regulação do valor da moeda, tanto internamente (política monetária) quanto externamente (política cambial); orientação e definição de diretrizes da aplicação de recursos de agentes financeiros e promoção de mecanismos de eficiência na condução das ações dos principais agentes executores do sistema financeiro, além da coordenação e definição das diretrizes de:

(...) políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa (p.25)

Além de outras atribuições de competência exclusiva do Conselho, segundo diretrizes estabelecidas pela Presidência da República, conforme indica Santos (1999). A configuração do Conselho Monetário Nacional é composta pelo Ministro da Fazenda, na condição de Presidente, pelo Ministro do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, que se reúnem mensalmente ou extraordinariamente, mediante convocação do Presidente do órgão.

Conforme já se demonstrou, a Comissão é quem, em conjunto com o Conselho Monetário Nacional, estabelece as normas e diretrizes para o funcionamento do mercado de capitais. Sendo tudo que foi exposto necessário à demonstração de peculiaridades e da importância do entendimento do próprio ambiente institucional no qual a Comissão atua, um ambiente e cenário institucional de elevada e crescente complexidade.

5.1.4 Objetivos legal-normativos e finalidade da instituição

(CVM)

A CVM tem por objetivo e finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliários, representados fundamentalmente por ações e debêntures, entre outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas e autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional. As suas funções básicas podem ser descritas como:

A **promoção** de medidas incentivadoras da aplicação, da poupança privada, no mercado acionário;

O **estímulo** ao funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e dos agentes e operadores do mercado de ações;

A **garantia da lisura** nas negociações realizadas no mercado (compreendidas como operações de compra e venda de valores mobiliários)

A **promoção da expansão** dos negócios realizados assim como a proteção dos investidores de mercado.

Neste ponto, cabe destacar – a partir do texto legal – os objetivos institucionais da Comissão de Valores Mobiliários, uma vez que no presente estudo é focado o pilar regulativo, seguindo a tipologia proposta por Scott (1995). Enfim, dos incisos constantes do artigo quarto da Lei 6.385/76, abaixo, pode-se analisar objetivos normativamente estabelecidos para a Comissão, sob ótica da teoria institucional:

Garantia do funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;

Proteção dos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;

Garantia do **acesso do público a informações** sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

Garantia da **observância de práticas comerciais equitativas** no mercado de valores mobiliários;

Estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários e;

Promoção da expansão e do **funcionamento eficiente** e regular do mercado de ações e estímulo das aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas

A referida norma jurídica e a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) disciplinaram, desde o início de funcionamento dele, o mercado de valores mobiliários e a atuação de seus agentes, que podem ser classificados segundo o próprio texto legal como: companhias abertas, intermediários financeiros, investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal. A Comissão tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado, o que abrange

normatizar todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários. Tal papel normatizador, se materializa mediante atos da Comissão.

A Comissão zela pela regularidade e confiabilidade das informações prestadas pelas companhias, para tanto, normatiza e persegue a sua padronização. As atividades de credenciamento junto à CVM são realizadas com base em padrões pré-estabelecidos pela autarquia. É a Lei 6.385/76 que atribui à CVM competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado. Diante de qualquer suspeita a CVM pode iniciar um inquérito administrativo, através do qual, recolhe informações, toma depoimentos e reúne provas com vistas a identificar claramente o responsável por práticas ilegais, oferecendo-lhe, a partir da acusação, amplo direito de defesa.

O órgão competente para julgar e aplicar sanções administrativas é o Colegiado, sendo tais penalidades variáveis, desde a simples advertência até a inabilitação para o exercício de atividades no mercado, passando pelas multas pecuniárias. Havendo, ainda, uma estrutura interna à Comissão especificamente destinada a prestar orientação aos investidores ou acolher denúncias e sugestões por eles formuladas.

Cabendo ressaltar que Torres (2006) destaca um papel institucional-legal da Comissão. Na medida em que a CVM pode atuar em conflitos judiciais que envolvam o mercado de valores mobiliários (mediante o oferecimento de provas ou ajuntamento de pareceres) ela tem sua competência regulatória potencializada.. Uma atuação a que os antigos romanos denominavam como "amicus curiae" assessorando a decisão da Justiça. É o artigo 31 da Lei 6.385/76 que confere à CVM tal papel de assessora especializada perante o poder Judiciário, enquanto amiga da Corte:

Art. 31 - Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo,

oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação.

De acordo com os resultados de Torres (2006), verifica-se diante do citado instituto processual uma efetiva potencialização da atuação regulatória da Comissão. A hipótese levantada é a de que, sendo a CVM capaz de influenciar o Poder Judiciário no pronunciamento de sentenças relativas a conflitos que se materializem na seara do mercado acionário (mediante emissão de pareceres *amici curiae*), os agentes econômicos tendem a conferir mais credibilidade aos seus atos administrativos, naturalmente inferiores na hierarquia das normas jurídicas.

E ainda, do lado da instituição regulatória (CVM), a lógica é a seguinte: existe uma decisão real com a qual os agentes econômicos (destinatários dos atos da Comissão) se defrontam cotidianamente: obedecer ou não aos atos administrativos emitidos pela Comissão. Desta decisão, viabiliza-se a análise de sua regra de formação: obedecer ou não às normas emitidas pela CVM.

Conforme Torres (2006), nos processos em que a CVM emite pareceres *amici curiae*, a medida de aproximação (quanto ao teor material da ação) entre as sentenças pronunciadas pelo Poder Judiciário e os pareceres emitidos pela CVM é um natural e consistente indicador de “segurança jurídica”. Quanto mais a orientação e entendimento da CVM forem seguidos, e por que não dizer, ratificados pelas sentenças judiciais nas quais os pareceres foram considerados, maior será a credibilidade, conferida pelos agentes, ao seu entendimento sobre matérias pertinentes ao mercado de capitais.

Equivalendo dizer que, da perspectiva dos agentes regulados, observa-se, a partir da aproximação entre o teor da sentença judicial e o parecer da Comissão, uma clara restrição ao incentivo de burlar normas editadas pela instituição reguladora. Tal fato encontraria respaldo na potencial prevalência do entendimento da Comissão (relativo às matérias

pertinentes à sua esfera de atuação) nos processos judiciais e respectivas sentenças, já que os princípios regentes dos pareceres da CVM são os mesmos que norteiam a expedição das Instruções Normativas da CVM.

Em relação à definição de políticas ou normas voltadas para o desenvolvimento dos negócios com valores mobiliários, a Comissão persegue junto a instituições de mercado, do governo ou entidades de classe, a promoção da discussão de problemas, mediante estudo de alternativas e adoção de iniciativas, de forma que qualquer alteração das práticas vigentes seja feita com suficiente embasamento técnico e, institucionalmente, possa ser assimilada com facilidade, como expressão de um objetivo consensual entre os participantes e agentes envolvidos no mercado.

5.1.5 As espécies de atos normativo-institucionais

Neste ponto, são definidas e conceituadas as quatro principais espécies normativas geradas pela Comissão de Valores Mobiliários, das quais, a primeira receberá atenção destacada na dissertação, as Instruções Normativas perfazem em quantidade a espécie com maior número de manifestações ao longo do período analisado. Sendo apresentadas conforme a seguir:

As Instruções Normativas consubstanciam os atos através dos quais a CVM regulamenta, com abrangência da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas pelas leis 6385/76 e 6404/76.

As Deliberações consubstanciam todos os atos do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários que constituam competência específica do mesmo nos termos do Regimento Interno.

As Notas Explicativas tornam público os motivos que levam a CVM a propor ao Conselho Monetário Nacional matéria, objeto de sua decisão, e também as razões pelas quais o Colegiado da CVM aprovou uma determinada Instrução;

Os Pareceres de Orientação que servem a divulgação de entendimento, aos agentes do mercado e aos investidores, sobre matéria que cabe à CVM regular. Servem, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais.

5.2 Normas de atuação

5.2.1 Lei 6.385/76

A referida norma jurídica foi aprovada em 7 de dezembro de 1976, dispondo sobre o mercado de valores mobiliários e instituindo a Comissão de Valores Mobiliários, no que apresenta as matérias de sua competência legal, sendo apresentada no anexo do presente trabalho.

Seus principais capítulos destacam: a forma e funcionamento da CVM; o sistema de distribuição de valores mobiliários; as normas e procedimentos relativos aos negócios realizados no mercado; a normatização das companhias abertas; a administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; a atividade de auditoria independente, consultoria e análise de valores mobiliários; os comitês de padronização contábil e a tipificação de crimes contra o mercado de capitais.

Enfim, é uma norma que traz em seu arcabouço de competências legais, uma ampla gama de atividades que terminam por circunscrever a vasta atuação da CVM no mercado

de capitais. Por isso mesmo, tem sofrido fundamentais revisões ao longo do tempo. A própria dinâmica do mercado de valores mobiliários enseja permanente atualização legal das matérias legalmente examinadas.

A lógica da revisão e reforma legais atende ao que se expõe na fundamentação teórica do trabalho, quando se indica a complexidade do ambiente institucional e a necessária capacidade de adaptação das instituições como requisito de sua perenidade, de acordo com Scott (1995). Como exemplo do que se argumenta, verifica-se que várias revisões legais e reformas da Lei 6.385/76 foram realizadas nas últimas décadas.

Segundo o Art. 1.º, da Lei 6.385/76, as atividades que se encontram sob sua disciplina legal e responsabilidade fiscalizatória da CVM são as seguintes: a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários e a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

O art. 3º define as competências do Conselho Monetário Nacional. E dentre elas destacam-se a definição das políticas de atuação a serem observadas na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários, a regulação da utilização do crédito nesse mercado, a fixação da orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições, a definição de atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil.

Sendo bastante interessante a preocupação do legislador com as competências concorrentes entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil, no parágrafo único do artigo terceiro, ressalva-se que à exceção do que foi disposto no

referido diploma legal, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuaria sendo realizada pelo BACEN, nos termos da legislação vigente. Aspecto fundamental da prevenção de “vazios de competência”, que têm substanciais efeitos negativos sobre atuação regulatória frente aos particulares.

O artigo quarto, ao concluir o primeiro capítulo da lei, trata da finalidade da atuação conjunta do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, que deverão exercer as suas atribuições legais seguindo determinados objetivos.

Entre tais, ressalta-se o estímulo à formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, promoção da expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e também estímulo às aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais, as garantias ao funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão, e à proteção dos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado em relação a emissões irregulares de valores mobiliários, a atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

Sendo ainda objetivos da Comissão, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado e assegurar: o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e, por fim, a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

O artigo quinto, inserto no capítulo segundo da Lei 6.385/76, ao instituir os aspectos organizacionais, propriamente ditos, da Comissão de Valores Mobiliários, define-a como entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, aspecto jurídico tratado em detalhe no item 2.5, além das considerações acerca da atuação e enquadramento institucional destacados na subseção 5.1 da presente dissertação.

O artigo oitavo da Lei 6.385/76 relaciona de maneira expressa as competências da Comissão de Valores Mobiliários, entre as quais destacam-se a regulamentação das matérias expressamente previstas na referida norma e na Lei 6.404/76, que trata das sociedades por ações, a seguir examinada. A administração dos registros instituídos por esta Lei, fato que segundo Dubeux (2005) se constitui num dos principais instrumentos executivos da Comissão no tocante às garantias legais ao acesso e disponibilidade informacional, no mercado de capitais brasileiro.

Figurando também a fiscalização permanentemente das atividades e dos serviços do mercado de valores mobiliários, assim como a publicação e disponibilização de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados.

O artigo nono trata da esfera jurisdicional administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, abrangendo todo o território nacional, podendo com isso, examinar registros contábeis, livros ou documentos das pessoas envolvidas nos negócios realizados no mercado de capitais, providenciar a intimação destas mesmas pessoas para prestação de informações ou esclarecimentos, requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública, determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas.

Esta última “faculdade” regulatória, contida em suas competências, assume relevante papel no combate à assimetria de informações no mercado. A possibilidade de imposição da republicação de informações é uma ferramenta necessária na correção de problemas relativos à informação incompleta no mercado de capitais.

Sendo ainda destacadas a apuração, mediante inquérito administrativo, de atos ilegais e práticas não equitativas de pessoas envolvidas na gestão de companhias abertas, seus intermediários e demais participantes do mercado. A lógica de incentivos é tratada de modo adequado, na medida em que possibilita à CVM aplicação de várias penalidades administrativas aos autores de infrações previstas pela Lei 6.385/76, de acordo com os procedimentos legais do processo administrativo.

Em complemento às suas competências, são definidos os seguintes instrumentos regulatórios, *lato sensu*, com foco na prevenção e correção de situações anormais do mercado:

- A suspensão da negociação de valores mobiliários;
- Decretação de recesso de bolsa de valores;
- Suspensão ou cancelamento dos registros de companhias e valores mobiliários;
- Divulgação de informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado, face a irregularidades praticadas por agentes atuantes no mercado;
- Proibição da prática, pelos agentes, de atos que julgar prejudiciais ao funcionamento regular do mercado;

Dentre as penalidades, *stricto sensu*, a Comissão de Valores Mobiliários poderá aplicar, diante de infrações das leis 6.385/76 e 6.404/76, das suas resoluções, bem

como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar: advertências, multas, suspensões do exercício de cargo de administrador de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição de valores ou inabilitações para o exercício destes cargos referidos, suspensões ou cassações de autorizações ou registros para o exercício de atividades.

Por fim, é fundamental destacar um efetivo potencializador regulatório conferido à CVM, através de uma destacada função jurídico-institucional. A Comissão pode atuar em qualquer conflito judicial que envolva o mercado de valores mobiliários, mediante o oferecimento de provas ou ajuntamento de pareceres, caso do instituto processual do "amicus curiae".

5.2.2 Lei 6.404/76

Norma legal promulgada em 15 de dezembro de 1976, dispõe sobre as sociedades por ações, que desempenham os principais papéis e personagens do mercado de capitais. A referida lei é a norma fundamental relativa à padronização das principais informações pertinentes aos negócios realizados no mercado, as econômico-financeiras.

A Lei das Sociedades por Ações trouxe ao mercado de capitais a padronização e normatização das demonstrações financeiras de companhias abertas. Dizendo respeito à configuração de padrões para apresentação e divulgação de demonstrações financeiras das companhias abertas, é feita a análise e interpretação de alguns de seus dispositivos.

Observa-se, a partir da atuação da CVM, o estabelecimento de orientações voltadas para o melhor entendimento da política e divulgação de informações para todos os agentes envolvidos no mercado de valores mobiliários. Por razões de eficácia regulatória, a referida

norma jurídica elegeu uma clara filosofia de disponibilidade informacional, a seguir indicada nas considerações acerca da lei das sociedades por ações.

A atuação regulatória da CVM, com respeito ao cumprimento das disposições legais contidas no referido diploma consubstanciaram-se, num primeiro momento, na adequação das normas estabelecidas na legislação, relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Coube à CVM a análise e fiscalização dos enquadramentos normativos e da adaptação das informações, de acordo com o Parecer de Orientação CVM N.º 4, de 01/10/1979, que serviu à fundamentação analítica da presente seção.

A referida Lei apresenta, reitera-se, as principais normas e princípios que servem à elaboração dos demonstrativos financeiros das companhias de capital aberto. A importância desta norma reside no aspecto trivial, porém relevante, de que são os papéis emitidos pelas companhias que constituem a base de negócios realizados no mercado de valores mobiliários. A efetiva negociação dos papéis, e a eficiência verificada nos negócios e, por que não dizer, no mercado é função das informações disponíveis, conforme assinalado no item 3.3 da presente dissertação. Por tal razão, o exame da referida norma se vinculará à análise das principais considerações pertinentes às informações econômico-financeiras.

O art. 133 da Lei 6.404/76 trata, com respeito ao **relatório da administração**, da publicação conjunta às demonstrações financeiras. Fato que garante a completude da informação relativa aos negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo. Análise qualitativa que permite a geração de conclusões mais amplas do que as derivadas da simples análise de dados contábeis. Assim como trata também dos investimentos em sociedades coligadas e controladas e menções às modificações ocorridas ao longo do último exercício da companhia, de acordo com o art. 243.

O parágrafo quinto do artigo 176 define, com relação às **notas explicativas**, os parâmetros mínimos a serem observados pelas companhias, que deverão elaborá-las na medida em que se fizerem necessárias ao esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados verificados no exercício.

Aspectos relevantes acerca da disponibilidade informacional, associados à elaboração das referidas notas, podem ser indicadas no artigo 247, que assinala – entre outras coisas – a necessária indicação dos investimentos relevantes realizados em sociedades coligadas. A definição e complementação normativa materializou-se como a primeira atuação normativa da CVM, que mediante expedição da Instrução Normativa CVM N.º1, de 27.04.78, complementou o referido artigo através do inciso XXXIV.

De acordo com o exame e análise das normas acima, as informações necessárias à composição da nota explicativa são: a denominação da coligada ou da controlada, capital social e patrimônio líquido; o número, espécie e classe de ação ou quota de capital possuídas pela investidora ou pela controladora, e o preço de mercado de ações; lucro líquido do exercício; os créditos e obrigações entre a investidora ou a controladora e as coligadas ou as controladas, especificando prazos, encargos financeiros e garantias; as receitas e despesas em operações entre a investidora ou a controladora e as coligadas ou as controladas; o montante do ajuste decorrente da avaliação do investimento pela equivalência patrimonial e o efeito no resultado do exercício e nos lucros e prejuízos acumulados; a base e fundamento adotados para amortização do ágio ou do deságio; e as condições estabelecidas em acordo de acionistas com respeito à influência na administração e distribuição de lucros.

Com respeito à equivalência patrimonial, o artigo 248 preconiza o método a ser adotado pelas companhias que avaliarem investimentos pelo valor do patrimônio líquido. Tal método é também descrito nos incisos XXVI a XXX da IN CVM N.º 01, que normatiza o procedimento, sendo tais informações constantes de nota explicativa. Em adição, a lei – em seu art. 182, parágrafo terceiro, indica que aumentos do valor do ativo resultantes de novas avaliações deverão ser classificados como reservas de reavaliação.

Sendo aqui destacado o papel da segurança da informação, diante de estratégias que poderiam por em inadequação os comportamentos dos agentes. A lei, ao indicar que avaliações deverão se basear em laudos elaborados por três peritos ou por empresa especializada, aprovado pela assembléia geral, evita problemas como de agência e de risco moral, dado que o administrador da companhia teria incentivos a falsear informações ou ampliar resultados com base em resultados derivados de reservas de reavaliação. Com a obrigatoriedade de emissão de laudos por entidades independentes, está mitigado o risco de comportamentos reprováveis. Mais uma vez, tais procedimentos devem estar contemplados em nota explicativa.

É relevante destacar que os ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais ou contingentes, devem ser apropriada e expressamente indicada nas notas explicativas, uma vez que ao se omitir tais informações, é prejudicada a análise da real situação econômico-financeira da companhia. Tal lógica se aplica também conforme previsão da lei 6.404/76 às informações relativas às moedas, eventuais correções monetárias, taxas, vencimentos e garantias, bem como outros dados julgados relevantes, das obrigações de longo prazo.

A inserção das informações relativas a ajustes de exercícios anteriores nas notas explicativas é também normatizada pela lei 6.404/76. Com relação aos referidos ajustes, o parágrafo primeiro do art. 186 os define como aqueles decorrentes de efeitos da mudança de critério contábil, ou da retificação de erro imputável a determinado exercício anterior, e que não possam ser atribuídos a fatos subseqüentes ou também decorrentes de eventos subseqüentes à data de encerramento do exercício que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados futuros da companhia.

Tais eventos, previstos na alínea “i” do parágrafo quinto, art. 176, são aqueles verificados no interstício entre a data de encerramento do exercício e o levantamento e a divulgação das demonstrações financeiras, de modo análogo às outras informações, estes eventos deverão constar de nota explicativa.

A discriminação das participações nos resultados é também prevista no inciso VI, do art.187 da lei 6.404/76. Segundo o referido diploma, é obrigatória a discriminação das participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados.

Cabendo pôr em relevo, no momento, aspectos relacionados às **demonstrações consolidadas**, que são determinados, conforme art. 249:

(...) a companhia aberta que tiver mais de trinta por cento do valor de seu patrimônio líquido representado por investimento em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas nos termos do artigo 250.

Quanto aos aspectos que se relacionam à **destinação do lucro**, conforme parágrafo terceiro do art. 176, a determinação legal é de que as demonstrações financeiras devem indicar (de maneira objetiva) a sua destinação, de acordo com a proposta dos órgãos da

administração, na dependência de deliberação por parte da assembléia geral. Fato que guarda relacionamento com vários pontos de interesse, desde a distribuição de dividendos (remuneração dos acionistas) até implicações tributárias pertinentes às companhias.

Todos os aspectos abordados na presente análise coadunam-se com uma política de divulgação, acesso e disponibilidade informacional, compatíveis com um cenário de melhoria de eficiência no mercado de capitais. Percebe-se claramente que tal diretriz conjugou-se com a elaboração e aprovação das Leis 6.404/76 e 6385/76.

Conclusivamente com respeito à Lei 6.404/76, destaca-se as suas previsões, definições e comandos constituem-se num indispensável instrumento de melhoria informacional no mercado de capitais brasileiro, mediante entendimento das informações contidas nas demonstrações financeiras de cada companhia, por parte dos mais variados agentes envolvidos no mercado. Daí ser fundamental a efetiva submissão de todas as companhias de capital aberto à referida norma, submissão esta que é competência da CVM, em sua atuação regulatória.

5.2.3 Instruções Normativas CVM

As Instruções são os atos através dos quais a CVM regulamenta, em sua esfera de jurisdição administrativa, as matérias expressamente previstas pelas leis 6385/76 e 6404/76.

São as instruções que permitem a complementação e efetividade prática das Leis 6.385/76 e 6.404/76, já que muitos de seus dispositivos legais demandam a complementação e regulamentação administrativa por meio das Instruções da CVM. Tal

poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de valores mobiliários, e se materializa mediante tais atos da Comissão. Sendo da CVM a competência para regular e garantir a confiabilidade das informações prestadas pelas companhias. Para tal tarefa, normatiza e impõe a padronização informacional, conforme se verifica nas Instruções Normativas com esta finalidade, caso de maioria das normas emitidas entre 1978 e 1979. Tal fato sendo explicado pela necessária consolidação das bases de atuação da Comissão, o que se deu (e dá) mediante padronização de critérios e normatização de procedimentos, caso das IN 001/78, 002/78 e 009/79.

De acordo com as etapas de trabalho descritas no capítulo quarto da presente dissertação, a indicação completa de todas as Instruções Normativas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários foi realizada e apresentada em quadro sinótico, constituinte do anexo do trabalho. Tal procedimento de pesquisa se deve ao amplo número de emissões desta espécie normativa, pela Comissão. Assim sendo, nesta seção optou-se por apresentar as principais considerações relativas aos aspectos quantitativos das 424 (quatrocentas e vinte quatro) normas analisadas.

Como primeira consideração, percebe-se que a maior parte das Instruções refere-se à informação, tratando de maneira objetiva da disponibilidade de informações. Seja através da padronização de relatórios, demonstrativos, divulgação ou, ainda, definição de responsabilidades e definição de margens de atuação (divulgadas no mercado) para agentes envolvidos no mercado de capitais.

Conforme se depreende de Assaf Neto (2000), os objetivos da Comissão confundem-se com a espécie aqui estudada. Tendo por objetivo e finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliários, a CVM encontra nas Instruções Normativas o seu veículo de atuação e, ainda mais, ferramenta regulatória. As

funções básicas da CVM podem ser claramente identificadas diante do exame da espécie aqui analisada.

Ações com a promoção de medidas incentivadoras da aplicação, da poupança privada, no mercado acionário e da expansão dos negócios realizados, assim como a proteção dos investidores de mercado, são objeto de normas como a IN 086/88, que trata do plano de estruturação e desenvolvimento do mercado de capitais; o estímulo ao funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e dos agentes e operadores do mercado de ações, objeto de normas da Comissão, como a IN 01/78, que especifica e regulamenta dispositivos fundamentais das Leis 6.385/76 e 6.404/76. Assim como garantias de lisura nas negociações realizadas no mercado, que permeiam todas as normas, na medida em que as mesmas tendem a conferir segurança normativa e padronização de condutas no mercado.

A análise das Instruções teve por fundamento teórico a identificação dos objetivos institucionais da Comissão de Valores Mobiliários, dado que a presente análise enfoca o pilar regulativo, conforme Scott (1995). Assim como a própria definição legal dos objetivos da Comissão, detalhados no item 6 da presente dissertação.

As garantias de funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão é matéria, por exemplo da IN 008/79, que dispõe sobre condições artificiais de demanda e oferta assim como de práticas não equitativas. A proteção dos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários, por seu turno é matéria disposta na IN 038/84. As garantias de acesso público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, é assunto de normas como as IN 042/85 e 059/86.

As garantias relativas à observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e o conseqüente estímulo à formação de poupança e à sua aplicação em valores mobiliários promovendo-se a expansão e do funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estímulo das aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas, pode ser muito bem identificada em normas como IN 069/87, que trata da divulgação de informações, IN 086/88, já comentada anteriormente e a 384//03, relativa à atividade de formação de mercado.

Cabendo ressaltar que pôde ser, de acordo com os resultados preliminares da análise, definido um consistente sinalizador de adaptação institucional que se baseia na relação entre o número total de normas e aquelas que tem como objetivo a exclusiva alteração das normas em vigor, definidas como “normas alteradoras”. Tal sinalizador permitiu constatar que a adaptação da CVM à dinamicidade e complexidade de mercado de capitais podem ser, também, convenientemente visualizados mediante estudo das Instruções CVM.

5.3 Atuação e Informação Assimétrica

5.3.1 Assimetria de informação no mercado de capitais

Em consonância com a proposta do presente trabalho, são apresentadas as implicações da assimetria informacional. A Comissão de Valores Mobiliários é a responsável, no mercado de capitais brasileiro, pela minimização de assimetrias de informação entre os agentes. O estudo de suas atribuições legais permite perceber que sua atividade regulatória tem por finalidade a disponibilidade de informações objetivas e

precisas sobre as empresas e agentes que operam no mercado. Como exemplo básico, os dois principais registros regulados pela CVM são: o registro de companhia aberta e o de oferta pública de ações. Estas duas espécies são – basicamente – vias de acesso e garantia de fornecimento público das informações necessárias à atuação dos demais agentes que operam no mercado, que de outro modo, se defrontariam com restrições sérias na obtenção de dados essenciais à tomada de decisão de investimentos (assumido aqui em sentido financeiro).

A própria análise das Instruções Normativas da CVM permite constatar, de maneira geral, que entre os anos de 1978 e 2005 (período de emissão das IN consultadas no presente trabalho) a temática da informação é contínua e crescente nos atos regulatórios da autarquia. O tema da informação é tratado de maneira expressa, como por exemplo, na Instrução Normativa n.º179 de 13/02/1992, que dispõe diretamente acerca do fluxo de informações para acompanhamento de mercado, consideradas relevantes, até normas que tratam de informação de modo indireto, como é o caso da Instrução Normativa n.º 1, que em 27 de abril de 1978, dispunha sobre normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimentos relevantes de companhia aberta, sociedade coligada ou sociedade controlada.

Aqui é fundamental destacar a razão de se falar de modo *indireto*: o agente regulador parte da premissa de que a informação deverá ser disponibilizada na mesma base. Não apenas a informação, mas a forma e procedimento adotado na sua divulgação. O controle sobre as normas de elaboração de demonstrações financeiras minimiza a possibilidade de manipulação metodológica na publicação das mesmas. Como exemplo, se pode citar o procedimento normativo relativo ao trato de despesas e custos decorrentes da depreciação incorrida pela firma. Se fossem facultados aos agentes a adoção de critérios

livres de elaboração das demonstrações, não se poderia comparar resultados de empresas com métodos de cálculo distintos, uma vez que o resultado apresentado pelas mesmas sofreria substancial divergência. É neste ponto que até atos normativos, e procedimentos regulatórios que aparentemente não tratam da informação podem, ou melhor, devem ser encarados como remetentes ao problema informacional. O objeto regulatório é, em especial no caso da CVM, a melhoria da informação no mercado. E como já se tratou no capítulo relativo à eficiência de mercado, esta se associa ao grau de acesso à informação.

Quanto menos assimétrica e mais disponível for o pacote informacional, mais apto estará o mercado para refletir preços de modo consistente, sem atrasos, nem ineficiências. Conforme já se indicou, as informações assimétricas estão presentes em muitos mercados. São situações nas quais, quem oferta dispõe de muito mais informações do que quem demanda, e a menos que haja sistemas de garantia de acesso e equilíbrio informacional (órgãos reguladores) as mercadorias e os serviços de baixa qualidade terminam por afastar os bons produtos e serviços. Algo que faz lembrar a Lei de Gresham, da Economia Monetária, que citaríamos nos seguintes termos: “Moeda ruim afasta moeda boa”.

A lei de Gresham serve à explicação do fenômeno monetário em que, quando são postas em circulação moeda de alto valor intrínseco e moeda sem valor (meramente fiduciária), esta última termina por assumir a função de meio de trocas (moeda) enquanto que a primeira assume uma função de reserva de valor.

O mercado de capitais é um excelente exemplo de mercado no qual se verifica uma natural assimetria informacional. A maioria dos agentes (internos) dispõe de mais informações sobre a qualidade dos papéis negociados do que os acionistas.

5.3.2 Qualidade duvidosa no mercado de capitais

Verifica-se, no mercado de capitais, uma configuração bastante semelhante em relação aos papéis ofertados pelas companhias de capital aberto, que se mostram ansiosas em relação à captação de recursos para financiar seus projetos de investimento.

Não fossem as regras de divulgação uniformes por parte do agente regulador do mercado, que no caso concreto brasileiro é a CVM, a assimetria entre os investidores e os administradores da companhia inviabilizaria a tomada de decisão em bases racionais. Enfim, os bancos não podem comparar tão bem os seus tomadores, assim como os investidores o podem em relação aos papéis das companhias em que desejam investir seus recursos. Neste ponto é que se indica o argumento exposto ao longo do trabalho, o de que a regulação com foco na informação diminui as ineficiências e assimetrias entre os agentes no mercado.

Só como exemplo, podemos analisar os seguintes números relativos às taxas de juros calculadas pelas médias praticadas por bancos comerciais e taxas de remuneração de debêntures conversíveis nos últimos anos, para economia brasileira.

Custos financeiros efetivos por tipo de proponente

	2002	2003	2004	2005	2006
Crédito Rotativo - PF	190,31% a.a.	166,66% a.a.	165,91% a.a.	171,91% a.a.	144,36% a.a.
Capital de Giro - PJ	116,09% a.a.	97,17% a.a.	96,12% a.a.	101,37% a.a.	79,33% a.a.
Debêntures – Cias. Abertas	23,10% a.a.	18,37% a.a.	18,11% a.a.	19,42% a.a.	13,91% a.a.

Tabela 5.1: Cálculos realizados a partir de dados disponíveis na BOVESPA e Banco Central do Brasil

Cabe ressaltar que o custo de captação mais alto é devido, entre outras razões específicas, ao baixo grau de informação de que se dispõe no mercado de crédito à pessoa física, em relação ao acesso informacional possível em relação a companhias de capital aberto. O que em última instância, faz lembrar a famosa frase de Milton Friedman acerca dos custos reais numa economia: *“there’s no free lunch”*. E aqui é evidenciado tal fato: o

custo financeiro da captação por parte de pessoas físicas (mercado no qual a informação sofre acentuada assimetria) é superior – em média – aos custos de captação de sociedades anônimas, quando esta captação se dá mediante oferta de debêntures em balcão primário.

De modo mais claro: o custo da informação assimétrica e do conseqüente risco é pago por todos os agentes envolvidos, o que implica dizer que o tomador de crédito com qualidade teria incentivos para aceitar a implantação de sistema de melhoria da informação na medida em que estaria sendo penalizado pela assimetria informacional, mediante maiores taxas de juros pagas. A regulação à medida que traz melhorias em termos informacionais agrega valor para os agentes envolvidos, o que nesse caso pode ser clara e diretamente visualizado na diminuição dos custos de captação por parte dos tomadores, e do risco e incerteza por parte dos emprestadores. Daí se falar em promoção de eficiência.

5.4 Atuação e Eficiência de Mercado

Na teoria econômica, a Eficiência de mercado associa-se ao grau de acesso à informação. Quanto menos assimétrica e mais disponível for o pacote informacional, mais apto estará o mercado refletir preços de modo consistente, sem atrasos nem ineficiências. Sem assimetrias nem ineficiências alocativas, o alcance de um arranjo ótimo, seria uma decorrência natural.

Para a economia, o problema da informação assume papel central no Equilíbrio Geral, assumido aqui no sentido clássico. Ou seja, se no mercado a informação é perfeita e simétrica, não há riscos de alocações ineficientes, dado que o mecanismo de preços funcionaria como um consistente sinalizador para os agentes econômicos que, mediante a simples verificação de preços, poderiam alocar os recursos da maneira mais eficiente possível.

É de domínio público, ou melhor, senso comum o fato de que a base de gestão de investimentos está associada (inextricavelmente) à informação. Quando se garante aos investidores canais seguros, confiáveis e permanentes de informação, resta menos espaço a erros e equívocos de investimento. Aqui não se faz nenhuma menção à proficiência de utilização das referidas informações, isto é, nesta consideração nada se fala sobre os diferentes graus de percepção e estratégia de investimento (atributos que por si próprios definem, na prática, diferenças significativas nos resultados de investimento), aqui são simplesmente incluídos na categoria *coeteris paribus*. Na definição dos economistas, todos são igualmente proficientes na utilização da informação disponível. O ponto fundamental passa a ser a garantia de que a mesma será o mais simétrica possível entre os agentes. Eis a condição analítica derivada do exame da atuação regulatória da CVM.

Seguindo tal percurso de análise, partiu-se para identificação das **informações relevantes** na determinação dos preços dos ativos negociados no mercado. Ou seja, a identificação daquilo que se pode considerar como variável independente na composição de preços, livremente negociados em mercado, é uma questão relevante na atividade regulatória da CVM, claramente demonstrada nas Instruções Normativas 031/84, 107/89, 179/92, 203/93, 245/96 e 358/02, que tratam – especificamente – de definições sobre informação relevante.

Ou seja, a Comissão de Valores Mobiliários atua no mercado de capitais, tal qual Sísifo (ente mitológico a quem foi delegada uma tarefa inalcançável e infinita), em busca de um cenário informacional que não se pode atingir na realidade. No caminho, entre a imperfeição atual e a perfeição “futura” almejada atua (via regulação) sobre problemas que se verificam na realidade, como ilustram os três exemplos acima. O objetivo de qualquer agente regulador em mercado de capitais é aprimorar os canais de informação e garantir que as assimetrias sejam minimizadas.

O mercado de capitais apresenta certas características que o torna mais eficiente que a maioria dos demais mercados. Se o mercado de ações não se comportar como eficiente, é pouco provável que outros mercados o sejam. Segundo Ross et al (2002) a maior eficiência demonstrada pelos mercados de ações é determinada, essencialmente, por:

- Maior rapidez relativa com que as ordens de compra e venda são executadas dentro do ambiente organizado desses mercados;
- Maior número relativo de participantes que se encontram geralmente envolvidos com as ações: investidores individuais e institucionais, corporações, instituições financeiras etc;
- Maior disseminação relativa das informações das empresas, muitas vezes analisadas e interpretadas por especialistas, permitindo um ajuste mais rápido dos valores de mercado das ações.

Sendo todas estas questões matérias da atuação regulatória da CVM, conforme exame das Instruções Normativas CVM 084/88 referente à execução de ordens de compra, 093/88 relativa à disciplina dos mercados primário e secundário e, ainda, IN 358/03 que trata também da identificação de informações consideradas relevantes.

A importância da Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais brasileiro pode ser compreendida no exato enquadramento da necessidade de se regular o mercado de capitais. A motivação regulatória nos mercados de ativos financeiros, e mais especificamente, nos mercados de ações, reside na natural tendência à assimetria informacional. O papel de entidades regulatórias, como a CVM no Brasil, a SEC nos Estados Unidos da América, a CVQM do Canadá é tornar menos assimétrica a informação no mercado. E aqui, cabe ressaltar o caráter prático de sua atividade. Embora se saiba que as hipóteses de eficiência são “heróicas”, a importância da teoria e hipótese de eficiência de mercado é que nela se demonstra uma relação que nem sempre pode ser vislumbrada na complexidade da economia: mais informação conduz a mais eficiência.

O fundamento regulatório reside na seguinte questão: não se trata do alcance da total perfeição informacional, mas ao contrário, a fuga da total imperfeição. A regulação

não tem como quimera a promoção da total e perfeita simetria informacional no mercado de ações, mas sim a redução de suas assimetrias. E daí a melhoria em termos de eficiência operacional no mercado.

Enfim, quando se relacionam os conceitos acima indicados e os atos regulatórios da CVM é que se verifica a importância da informação na condução e promoção da eficiência no mercado de capitais. A informação é a base da operacionalidade do mercado. Não sem razão, as atribuições legais da Comissão, conforme se examina nas Leis 6.385 e 6.404, ambas de 1976, são estritamente centradas na segurança dos sistemas de divulgação de informações, e disponibilidade delas no mercado de capitais. Daí se compreendendo a motivação do foco definido sobre a garantia de acesso à informação por parte dos participantes do mercado.

6 Conclusões

6.1 Considerações sobre o trabalho

A presente dissertação trouxe não apenas uma, mas várias conclusões firmes acerca da atuação regulatória da CVM, assim como propostas para trabalhos e pesquisas futuras. As mais relevantes associam-se, naturalmente, à importante associação entre disponibilidade, simetria informacional e eficiência de mercado. Através da análise qualitativa desenvolvida em torno da sua atuação, manifestada através das principais normas de atividade, foi tecida uma importante vinculação entre a atuação normativa da CVM e a relativa eficiência do mercado de capitais, frente a outros mercados.

Diante dos objetivos traçados no projeto de pesquisa, reiterados e (também retificados) na presente dissertação, gera-se uma conclusão consistente de que foram atingidos os objetivos propostos. O objetivo geral pode ser indicado como a própria essência do trabalho. A atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, constata-se no capítulo quinto, vem promovendo a franca melhoria de eficiência no mercado de capitais brasileiro, ao longo das últimas décadas, fato cujas conseqüências se pode observar – por exemplo – no substancial diferencial de custo de captação, conforme se examina na tabela 5.1.

Com respeito aos objetivos específicos, foram apresentadas as principais contribuições da teoria das finanças relativa à eficiência de mercado e da teoria econômica

relativa à Informação e sobretudo o relacionamento entre tais marcos teóricos e a atuação efetiva da CVM, conforme capítulo quinto.

Procedendo-se também à apresentação das múltiplas perspectivas do fenômeno da regulação permitiu-se a integração de variáveis que, em via de regra, não se coadunam em trabalhos teóricos acerca do tema, conforme capítulo segundo da presente dissertação. A apresentação da CVM, enquanto organismo social, e sua aplicação ao esquema teórico institucional foi convenientemente desempenhada no item 6.1 da presente dissertação, assim como muitas implicações de seu enquadramento institucional sobre sua atuação regulatória.

A análise dos atos normativos relacionados à atuação da CVM, com base nas referências legais pertinentes serviu – em larga escala – à verificação da efetividade de sua conduta regulatória, e por última consideração em relação aos objetivos específicos, foi feita a demonstração da relação entre a disponibilidade de informações e a eficiência de mercado, através dos itens 6.3 e 6.4.

Detalhando-se, de acordo com análise realizada, a associação anteriormente indicada entre a disponibilidade de informação, a conseqüente mitigação de riscos (de todas as espécies), e por fim, no menor custo de capital na captação por parte de agentes (empresas) que atuam no mercado de capitais.

6.2 Resultados mais relevantes

A comparação entre os custos de captação permite várias análises acerca da eficiência verificadas nos vários mercados. Como via de regra, um custo de captação mais alto se vincula, entre outras razões específicas, ao baixo grau de informação de que se

dispõe no mercado de crédito à pessoa física, em relação ao acesso informacional possível em relação a companhias de capital aberto.

Sendo evidenciado, aqui, o fato de que custos financeiros de captação variam de acordo com a disponibilidade informacional. No mercado de crédito para pessoas físicas pessoas físicas (ambiente no qual a informação é muito assimétrica) a incerteza se faz presente elevando substancialmente em relação à média o risco das operações de concessão e captação de recursos. Sociedades anônimas defrontam-se, em geral, com custos de captação substancialmente menores, dada a diferença de disponibilidade informacional, quando esta captação se dá mediante oferta de debêntures em balcão primário, por exemplo. Enfim, o preço pago pela assimetria de informação materializa-se num *spread* mais alto (devido ao maior risco) e, como resultado final, numa taxa de juros mais alta.

Com respeito à verificação da eficiência de mercado, enquanto manifestação decorrente da atuação da Comissão de Valores Mobiliários, verificou-se que a instituição regulatória atua no mercado de capitais, numa empreitada inatingível. Mercados perfeita e absolutamente eficientes não existem, daí no desenvolvimento ter se denominado a tarefa regulatória da CVM, como a de Sísifo.

A busca de um cenário informacional que não se pode atingir na realidade é um objetivo institucional ambicioso e é exatamente este objetivo que tem promovido a evolução de sua conduta. Como já se indicou, o mais importante na atividade é o percurso, já que entre a imperfeição atual e a perfeição “futura” almejada atua (via regulação) sobre problemas que se verificam na realidade, a CVM tem contribuído significativamente com a melhoria de eficiência, mediante redução das mais diversas assimetrias informacionais, como se indica no apêndice da presente dissertação.

Segundo a teoria analisada acerca da eficiência pode-se constatar que esta é determinada, essencialmente, por:

- Maior rapidez relativa com que as ordens de compra e venda são executadas dentro do ambiente organizado desses mercados;
- Maior número relativo de participantes que se encontram geralmente envolvidos com as ações: investidores individuais e institucionais, corporações, instituições financeiras etc;
- Maior disseminação relativa das informações das empresas, muitas vezes analisadas e interpretadas por especialistas, permitindo um ajuste mais rápido dos valores de mercado das ações.

Sendo todas estas questões matérias da atuação regulatória da CVM, conforme exame das Instruções Normativas, integralmente descritas no apêndice, indicadas as formas de assimetrias essencialmente combatidas.

Por fim, a importância da Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais brasileiro pode ser compreendida na sua ampla atuação. Os agentes regulados são, em larga medida os grandes defensores de sua atuação. É a instituição que tem garantido substancial acesso a mais fundamental variável na eficiência: a informação.

Pode-se verificar, inclusive no desenvolvimento do trabalho que a comparação de sua atuação com organismos presentes em outros países leva à aceitação de seu modelo de atuação, caso indicado nas análises realizadas, no transcorrer do estudo, com entidades canadenses e norte-americanas.

Por última conclusão, reitera-se que o fundamento regulatório reside na consideração de que não se trata do alcance da total perfeição informacional, mas ao contrário, a fuga da total imperfeição. A regulação não tem como “quimera” a promoção da total e perfeita simetria informacional no mercado de ações, mas sim a redução de suas assimetrias. E daí a melhoria em termos de eficiência operacional no mercado. E aí está a CVM agindo.

6.3 Proposta de estudo futuro

Uma substancial oportunidade de estudo futuro associa-se a monografia citada no capítulo quinto da dissertação. O trabalho de Torres (2006), publicado pelo Instituto Tendências de Direito e Economia, apresenta considerações teóricas sobre o comportamento dos agentes econômicos submetidos aos atos da CVM. A análise teve por foco a relação teórica entre os teores das sentenças proferidas pelo judiciário e os pareceres *amici curiae*. Verificou-se, então, que seria viável o acompanhamento das sentenças em relação aos conteúdos das orientações emitidas pela Comissão, na qualidade de amiga da Corte, já que a disponibilização dos pareceres é realizada apenas na sede da Comissão, no Rio de Janeiro.

A elaboração de trabalho desta natureza tem por finalidade a demonstração da importância da segurança jurídica no ambiente econômico. E em adição a demonstração da maneira pela qual a CVM têm sua atuação regulatória potencializada pelo instituto processual.

As análises preliminares sobre o assunto permitem, diante da quantidade de pareceres *amici curiae* emitidos, constatar que embora o número deles seja pouco significativo para que se extrair conclusões firmes sobre regras de conduta por parte dos agentes no universo regulatório, pode-se formular hipóteses e testá-las diante da comparação entre os teores das sentenças judiciais e pareceres da CVM.

Sendo a base teórica desta proposta de estudo uma relação entre o distanciamento do teor dos pareceres *amici curiae* e das sentenças judiciais. Quanto menor for a distância, maior será a restrição e o “desincentivo” para que agentes regulados desconsiderem as normas da CVM, uma hipótese factível. O próprio fato de terem sido verificadas poucas emissões de pareceres em disputas judiciais na esfera de competência da Comissão pode

ser tomado como um consistente sinalizador de que o nível decisório administrativo (materializado nas decisões e atos da CVM) é respeitado pelos agentes no mercado de capitais. Constituindo-se numa relevante pesquisa acerca da autoridade e credibilidade regulatória da CVM.

Referências

ABBAGNANO, N. **Dicionário de filosofia**. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

AKERLOF, G. A.; The market of “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quartely Journal of Economics**. v. 84, p.488-500, 1970.

ARAÚJO, J.R.L.H. 1997, Regulação de monopólios e mercado. Questões básicas, Trabalho temático para o I Seminário Nacional do Núcleo de Economia da Infraestrutura.

ARENDT, H. **O que é política?** 2. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1999.

ARISTÓTELES. **Organon**. Col. Os Pensadores. São Paulo: Nova Cultural, 1999.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional**. BCB. 1998 (acessado em 20/06/2005, através o sitio <http://www.bcb.gov.br>).

BAUER, R. **Gestão da mudança: caos e complexidade nas organizações**. São Paulo: Atlas, 1999.

BENJÓ, Isaac. **Fundamentos de Economia da Regulação**. Rio de Janeiro: Thex, 1999.

BERGER, P. L.; LUCKMANN, T. **A construção social da realidade. Tratado de sociologia do conhecimento**. Petrópolis: Vozes, 1978.

BERTHÉLEMY, H. **Droit Administratif**. Paris, 1933.

BEZERRA, D.R.C. **A regulação tarifária no segmento de transporte de energia elétrica no Brasil**. Dissertação de Mestrado. PIMES, UFPE, 2001

BOBBIO, N. **Direito e Estado no pensamento de Kant**. Brasília: Editora da Universidade de Brasília, 1984.

BOHM, D. The implicate order: a new order for physics. **Process Studies**, 8: 73-102, 1978.

BRASIL. Leis, decretos, etc. **Lei 6.385** de 7 de dezembro de 1976. (acessada através do sítio <http://www.senado.gov.br>)

BRASIL. Leis, decretos, etc. **Lei 6.404** de 20 de dezembro de 1976. (acessada através do sítio <http://www.senado.gov.br>)

BRASIL. Leis, decretos, etc. **Lei 9.784** de 20 de junho de 1999. (acessada através do sítio <http://www.senado.gov.br>)

CHAUÍ, M. **Convite à Filosofia**. São Paulo: Ática, 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instruções normativas da Comissão**. (acessadas em 16/08/2005, através do sítio <http://www.cvm.gov.br>)

D'ALESSIO F. **Diritto Amministrativo**. V. I Turim, 1932.

DI RUFFIA, P. B. **Derecho constitucional**, Madrid: Tecnos, 1965.

DOELLINGER, Carlos von. O desenvolvimento econômico segundo uma interpretação estruturalista. **Revista de Administração Pública**, a.14, n.1, p.62-77, jan./mar. 1980.

DUBEUX, J. R. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Dissertação de mestrado. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2005.

DUEZ, P. **La responsabilité de la Puissance Publique**. Paris, 1927

DURANT, W. **História da filosofia**. São Paulo: Nova Cultural, 2000.

ECO, H. **Como se faz uma tese**. São Paulo: Ed. Perspectiva, 2005.

ELTON, Edwin J. et al. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, Eugene; Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, p.383 – p.417, May 1970.

_____; Efficient capital markets: II. **Journal of Finance**, p.1575 – p.1671, Dec. 1991.

FAMA, Eugene; MACBETH, J. Risk, Return, and Equilibrium empirical tests. **Journal of Political Economy**, 71, p. 607- p.636, May/June 1973.

FIANI, R. **Teoria dos jogos: para cursos de economia e administração e economia**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

GODOY, A. S. Pesquisa Qualitativa: Tipos fundamentais. In: **Revista de Administração de Empresas**: São Paulo, v. 35, n.3, 1995, p. 20-29.

GUESNERIE, R. **A economia de mercado**. São Paulo: Ática, 1997.

GUITTON, H. **Economia política**. Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1959.

HUNT, E. K. **História do Pensamento Econômico: uma perspectiva crítica**. Rio de Janeiro: Campus, 1982.

JEPPERSON, R. L. Institutions, Institutional Effects and Institutionalism. In: POWELL, W. W.; DIMAGGIO (ed.) **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.

JOSKOW, P.L. & ROSE, N.L., 1989, The effects of economic regulation, Handbook of Industrial Organization, vol.II..

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

LAFFONT J.J. & TIROLE, J., A theory of incentives in procurement and regulation, MIT Press, 1993.

LAKATOS, E.M.; MARCONI, M. A.. **Técnicas de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LUHMANN, Niklas. **Sistemas sociais: lineamientos para una teoria general**. Trad. Silvia Pappe y Brunhilde Erker. Barcelona: Anthropos, 1998.

MARUYAMA, M. The second cybernetics: deviation amplifying mutual causal processes. **American Scientist**, 51: 164-179, 1963.

MARX, K. & ENGELS, F. **O manifesto comunista**. São Paulo: Paz e Terra, 1998.

MAS-COLELL, A. ; WHINSTON, M.D., 1995 Microeconomic Theory, Oxford University Press.

McGILL, R. Institutional development: A review of the concept. **The International Journal of Public Sector Management**, v. 8, n.2, p. 63-79, 1995.

MEADOWS D. H.; MEADOWS D. L.; RANDERS J.; BEHRENS W.; **The limits to growth**. New York, 1972

MEIRELLES, H.L. **Direito Administrativo Brasileiro**. São Paulo: Malheiros, 2002.

MELLO, L. I. John Locke e o individualismo liberal. In: WEFFORT, F. (org.) **Os clássicos da política**. Volume 1. São Paulo: Ática, 1991.

MERRIAN, S. **Qualitative Research and Case Study Applications in Education**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.

NOGUEIRA, J.R.B. & GLÍCIO, P., **Reforma no setor elétrico no Brasil: Perspectivas Lsobre sua privatização**. PIMES, Texto para discussão 338. 1994.

NOLL, R.G., Economic Perspectives on the politics regulation, **Handbook of industrial regulation**, vol.II, 1989.

PEREIRA, M. J. L. B.; FONSECA, J. G. M. **Faces da decisão: as mudanças de paradigmas e o poder da decisão**. São Paulo: Makron Books, 1997.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

POWELL, W.; DIMAGGIO W. **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.

RASMUNSEN, E. **Games and information – an introduction to game theory**. Massachussets: Blackwell, 3 ed., 2002.

RIVERO, J. **Droit Administratif**. Paris, 1975.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W. e JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2002

SANDRONI, P. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SANTOS, J. E. **Mercado financeiro brasileiro: instituições e instrumentos**. São Paulo: Atlas, 1999.

SCOTT, W. R. **Institutions and organizations**. Thousands Oaks: Sage Publications, 1995.

SOUZA, J. C. **Os pré-socráticos**. São Paulo: Nova Cultural, 2000.

TORRES, M. L. A CVM e o Judiciário: A figura do amicus curiae. In: **Agências Reguladoras**. São Paulo: Instituto Tendências, 2006.

THÉRET, B. **As instituições entre as estruturas e as ações**. Lua Nova, n.58, p225-255, 2003.

TOLBERT, P. S.; ZUCKER, L. G. A institucionalização da teoria institucional. In: CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, W. **Handbook de estudos organizacionais**. São Paulo: Atlas, 1998.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: princípios básicos**. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

VEBLEN, T. B. **A teoria da classe ociosa: um estudo econômico das instituições**. São Paulo: Editora Livraria Pioneira, 1965.

ZAJDSZNAJDER, Luciano. A economia institucional de Thorstein Veblen. **Revista de Administração Pública**, a.14, n.1 , p.79-101 , jan./mar. 1980.

APÊNDICE

QUADRO SINÓPTICO DAS INSTRUÇÕES NORMATIVAS ANALISADA

Nº / data de publicação da Instrução Normativa	Objeto/Resumo	Enquadramento Institucional (Tipologia de Scott)	Infor Merc
Instrução 001 de 27.04.1978	Dispõe sobre normas e procedimentos para contabilização e elaboração de demonstrações financeiras, relativas a ajustes decorrentes da avaliação de investimentos relevantes de companhia aberta, sociedade coligada ou sociedade controlada.	Padroniza procedimentos Foco: Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 002 de 04.05.1978	Dispõe sobre o regime das publicações ordenadas pela Lei nº 6404/76.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 003 de 17.08.1978	Dispõe sobre o cancelamento de registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6385/76.	Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 004 de 24.10.1978 (Publicada no DOU de 01.11.78)	Dispõe sobre as normas relativas ao registro de auditores independentes na Comissão de Valores Mobiliários.	Lógica Instrumental	Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 005 de 26.10.1978 (Publicada no DOU de 29.12.78)	Dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 006 de 19.02.1979 (Publicada no DOU de 02.03.79)	Dispõe sobre hipótese de infração grave para efeito de aplicação de penalidades dos incisos I a VI do Art. 11 da Lei nº 6385/76.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 007 de 21.09.1979	Dispõe sobre o uso de Chancela Mecânica pelas	Lógica Instrumental	Padroniz

	Companhias Abertas. (Publicada no DOU de 01.10.79)		
Instrução 008 de 08.10.1979 (Publicada no DOU de 15.10.79)	Dispõe sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não eqüitativa.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 009 de 11.10.1979 (Publicada no DOU de 23.10.79)	Aprova o Regulamento anexo que dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão e Divulgação de informações a ela referentes.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 010 de 14.02.1980 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 21.02.80)	Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria e respectiva alienação.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 011 de 26.05.1980 (Publicada no DOU de 30.05.80)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratame eficiênci
Instrução 012 de 04.09.1980 (Publicada DOU 11.09.80)	Define os tipos de ordem de compra ou de venda de valores mobiliários em bolsas de valores e estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas sociedades corretoras e seus clientes na sua execução.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 013 de 30.08.1980 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 21.10.80)	Dispõe sobre aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os art.s 82 e 170 da Lei nº 6404 de dezembro de 1976.	Lógica Instrumental	Tratame eficiênci
Instrução 014 de 17.10.1980 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 29.10.80)	Define as operações em bolsa de valores com opções de compra e venda de ações e estabelece os requisitos para sua realização.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 015 de 03.11.1980 (Publicada no DOU de 10.11.80)	Dispõe sobre as normas e procedimentos para elaboração de demonstrações financeiras consolidadas de companhia aberta e de sociedade de comando de grupo que inclua companhia aberta.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 016 de 10.11.1980 (Publicada no DOU de 18.11.80).	Dispõe sobre a sistemática de arrecadação e distribuição das anuidades pagas às Bolsas de Valores pelas empresas beneficiárias dos Fundos de Investimentos Regionais e Setoriais (FINOR, FINAM, FISET e FUNRES).	Lógica Instrumental	Tratame eficiênci
Instrução 017 de 26.05.1981 (Publicada no DOU de 01.06.81)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratame eficiênci
Instrução 018 de 17.11.1981	Dispõe sobre hipótese de infração grave para efeito	Potencial Sancionador	Assimetr

(Publicada no DOU de 26.11.81)	de aplicação de penalidades dos incisos I a VI do art. 11 da Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976.		Qualidade Seleção / Padronização / Reputação
Instrução 019 de 11.12.1981 (Publicada no DOU de 16.12.81)	Dispõe sobre o mercado futuro de ações.	Lógica Instrumental	Assimetria Padronização
Instrução 020 de 29.01.1982 (Publicada no DOU de 08.02.82 - Republicada no DOU de 10.03.82).	Disciplina a divulgação de informações na aquisição de ações com direito a voto de companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização
Instrução 021 de 06.04.1982 (Publicada no DOU de 12.04.82)	Dispõe sobre limite operacional para as operações no mercado a Futuro.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamento eficiência
Instrução 022 de 15.04.1982 (Publicada no DOU de 20.04.82)	Modifica a Instrução 09, de 11.10.79, quanto ao envio de informações anuais à CVM por parte das companhias abertas.	Lógica Instrumental	Assimetria Padronização
Instrução 023 de 20.04.1982 (Publicada no DOU de 26.04.82)	Dispõe sobre a remuneração de margens nos mercados a termo, a futuro ou de opções.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 024 de 10.05.1982 (Publicada no DOU de 13.05.82)	Dispõe sobre o mercado a futuro de ações.	Lógica Instrumental	Assimetria Padronização
Instrução 025 de 11.10.1982 (Publicada no DOU de 14.10.82)	Estabelece limites operacionais para investidores e corretoras nas bolsas de valores.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 026 de 24.11.1982 (Publicada no DOU de 01.12.82 - Republicada no DOU de 17.12.82)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 027 de 17.05.1983 (Publicada no DOU de 19.05.83)	Dispõe sobre o mercado futuro, de opções e a termo.	Lógica Instrumental	Assimetria Padronização
Instrução 028 de 23.11.1983 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 29.11.83)	Dispõe acerca do exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas.	Lógica Instrumental	Assimetria Seleção / Padronização
Instrução 029 de 13.01.1984 (Publicada DOU 24.01.84)	Dispõe sobre o cancelamento de ofício de registro de companhia aberta.	Potencial Sancionador	Tratamento eficiência
Instrução 030 de 17.01.1984 (Publicada no DOU de 26.01.84)	Altera o disposto na letra "c" do inciso XXVI da Norma anexa à Instrução 01, de 27.04.78.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 031 de 08.02.1984 (Publicada no DOU de 14.02.84)	Dispõe acerca da divulgação e do uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização
Instrução 032 de 16.03.1984	Dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão. Aprova os formulários anexos e <i>REVOGA</i> a Instrução 09/79 e a Instrução 22/82	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Padronização

Instrução 033 de 26.03.1984 (Publicada no DOU de 03.04.84)	Define os tipos de ordem de compra ou de venda de valores mobiliários em Bolsas de Valores e estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas sociedades corretoras e seus clientes.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 034 de 31.05.1984 (Publicada no DOU de 11.06.84)	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 035 de 23.07.1984 (Publicada no DOU de 03.08.84)	Dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais nas bolsas de valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 036 de 08.08.1984 (Publicada no DOU de 15.08.84)	Dispõe sobre os mercados a futuro, a termo e de opções	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 037 de 23.08.1984 (Publicada no DOU de 28.08.84)	Dispõe sobre a carteira própria de ações mantida por sociedade corretora e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 038 de 13.09.1984 (Publicada no DOU de 18.09.84)	Dispõe acerca do exercício da atividade de Auditoria Independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, compreendendo as companhias abertas, grupos de sociedades que incluem companhia aberta, instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 039 de 07.11.1984 (Publicada no DOU de 11.01.85)	ALTERA dispositivos da Instrução 32/84 , que dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 040 de 07.11.1984 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 19.11.84)	Dispõe sobre a constituição e funcionamento de Clubes de Investimento.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 041 de 03.01.1985 (Publicada no DOU de 11.01.85)	ALTERA dispositivos da Instrução 32/84 , que dispõe sobre registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 042 de 28.02.1985 (Publicada no DOU de 08.03.85)	Regulamenta a prestação de informações relativas às negociações com ações realizadas no Mercado Secundário de Balcão.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 043 de 05.03.1985 (Publicada no DOU de 19.03.85)	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 art. 6º "in fine" da Resolução CMN nº 961/84 e § 2º do art. 15 da Instrução 40/84 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 044 de 21.08.1985 (Publicada no DOU de 30.08.85)	Dispõe sobre a utilização de posições opostas, para fins de garantia nos mercados a termo, a futuro e de opções.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 045 de 21.08.1985 (Publicada no DOU de 30.08.85)	Inclui parágrafo na Instrução 40/84 , que dispõe sobre a constituição e operação de Clubes de Investimento.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã

Instrução 046 de 02.12.1985 (Publicada no DOU de 11.12.85)	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 047 de 11.12.1985 (Publicada no DOU de 19.12.85)	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 048 de 20.03.1986 (Publicada no DOU de 31.03.86)	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração de Demonstrações Financeiras Extraordinárias pelas companhias abertas com vistas à adaptação à nova unidade do sistema monetário instituída pelo Decreto-lei nº 2284/86 e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 049 de 03.04.1986 (Publicada no DOU de 08.04.86)	Dispõe sobre os Procedimentos de Auditoria a serem aplicados na revisão especial das Demonstrações Financeiras Extraordinárias referidas na Instrução 48, de 20.03.86.(Anexo Pronunciamento IBRACON sobre Revisão Especial de Demonstrações Financeiras Extraordinária).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 050 de 24.04.1986 (Publicada no DOU de 29.04.86)	Dispõe sobre a correção monetária especial de Demonstrações Financeiras Extraordinárias de 28.02.86.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 051 de 09.06.1986 (Publicada no DOU de 12.06.86)	Dispõe sobre as operações de Conta Margem e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 052 de 18.06.1986	Dispõe sobre a Correção Monetária complementar com base na OTN de Cz\$ 146,40 (cento e quarenta e seis cruzados e quarenta centavos). (Publicada no DOU de 24.06.86) Vide Nota Explicativa 52/86. Vide Decreto-lei nº 2284/86: Ajustes do Programa de Estabilização Econômica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 053 de 01.07.1986 (Publicada no DOU de 07.07.86)	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de Demonstrações Financeiras Extraordinárias pelas companhias abertas que sejam instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, com vistas à adaptação à nova unidade do sistema monetário instituída pelo Decreto-lei nº 2284/86, e dá outras providência	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 054 de 09.07.1986 (Publicada no DOU de 03.11.86) Vide Instrução 45/85 ; Vide Instrução 66/87	ALTERA disposições da Instrução 40/84 que dispõe sobre a constituição e operação de Clubes de Investimento.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 055 de 20.10.1986 (Publicada no DOU de 03.11.86)	ALTERA o disposto no inciso XXVIII da Instrução 03 , de 17.08.78 (cancelamento de registro de companhia aberta).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 056 de 01.12.1986 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 12.12.86)	Dispõe sobre o valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 057 de 17.12.1986 (Publicada no DOU de 18.12.86)	Dispõe sobre a atualização de valores das Demonstrações Financeiras das companhias abertas.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz

Instrução 058 de 17.12.1986 (Publicada no DOU de 18.12.86)	Dispõe sobre a contabilização das companhias abertas que exploram a atividade de arrendamento mercantil.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 059 de 22.12.1986 (Publicada no DOU de 30.12.86)	Dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 060 de 14.01.1987 (Publicada no DOU de 27.01.87)	Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão, consolidando as Instruções 32/84 , 39/84 e 41/85 e aprova os formulários anexos.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 061 de 17.02.1987 (Publicada no DOU de 25.02.87)	Dispõe sobre a administração e as operações de Planos de Poupança e Investimento - PAIT e fixa o patrimônio líquido da instituição administradora.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 062 de 25.03.1987 (Publicada no DOU de 31.03.87) ALTERADA pela Instrução 79/88 .	ALTERA disposições da Instrução 56/86 , que dispõe sobre Valor Nominal Mínimo e Grupamento de Ações Emitidas por Companhias Abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 063 de 31.03.1987 (Publicada no DOU de 08.04.87)	Dispõe sobre a correção monetária das Demonstrações Financeiras das companhias abertas a partir do mês de janeiro de 1987.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 064 de 19.05.1987 (Publicada no DOU de 26.05.87)	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de Demonstrações Contábeis Complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 065 de 19.05.1987 (Publicada no DOU de 19.05.87)	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 066 de 02.06.1987 (Publicada no DOU de 08.06.87)	Dispõe sobre aplicações de recursos de Clubes de Investimento no mercado futuro de índices de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 067 de 25.06.1987 (Publicada no DOU de 30.06.87)	Dispõe sobre as condições para a concessão de autorização para a constituição e administração de Carteira de Títulos e Valores Mobiliários prevista no Regulamento ANEXO III da Resolução CMN nº 1289/87.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 068 de 29.06.1987 (Publicada no DOU de 02.07.87)	Dispõe sobre os procedimentos a serem adotados pelas companhias abertas acerca dos ajustes e da divulgação dos efeitos decorrentes da aplicação do Fator de Deflação estabelecido no Decreto-lei nº 2.335/87 e alterações posteriores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 069 de 08.09.1987 (Publicada no DOU de 11.09.87)	Disciplina a divulgação de informações na Aquisição de Ações com Direito a Voto de companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 070 de 09.10.1987 (Publicada no DOU de 15.10.87)	Dispõe sobre a atualização da Tabela de Corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 071 de 11.11.1987 (Publicada no DOU de 13.11.87)	Dispõe sobre aplicações de recursos de Fundo Mútuo de Ações no Mercado Futuro de Índices de Ações e operações de empréstimo de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência

Instrução 072 de 30.11.1987 (Publicada no DOU de 09.12.87 - Republicada no DOU de 24.12.87)	Dispõe sobre Atualização Monetária de Dividendos.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 073 de 22.12.1987 (Publicada no DOU de 31.12.87)	<i>ALTERA</i> dispositivos da Instrução 60/87 , que dispõe sobre o Registro de Companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 074 de 08.03.1988 (Publicada no DOU de 24.03.88)	Dispõe sobre a adequação aos critérios de composição e diversificação da carteira de títulos e valores mobiliários.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 075 de 25.03.1988 (Publicada no DOU de 25.03.88)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 076 de 20.04.1988 (Publicada no DOU de 02.05.88)	Dispõe sobre o prazo para adaptação do Regulamento dos fundos mútuos de ações às normas estabelecidas pelo Regulamento anexo à Resolução CMN 1.280/87 e sobre as condições e prazo para o pagamento e resgate de quotas.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 077 de 11.05.1988 (Publicada no DOU de 18.05.88)	Dispõe sobre os mercados futuros.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 078 de 11.05.1988 (Publicada no DOU de 18.05.88)	Dispõe sobre fundos de conversão de capital estrangeiro para investimento nas áreas incentivadas previstas no art. 2º da Resolução CMN 1460/88.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 079 de 11.05.1988 (Publicada no DOU de 03.06.88)	<i>ALTERA</i> disposições da Instrução 56/86 e da Instrução 62/87 , que dispõem sobre valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 080 de 22.06.1988 (Publicada no DOU de 29.06.88)	Estabelece procedimentos a serem observados pelos fundos mútuos de ações para aceitar integralização, em ações, de quotas de sua emissão.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 081 de 09.08.1988 (Publicada no DOU de 12.08.88)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 082 de 19.09.1988 (Publicada no DOU de 26.09.88)	Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 083 de 21.09.1988 (Publicada no DOU de 26.09.88)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 084 de 21.09.1988 (Publicada no DOU de 26.09.88)	Dispõe sobre a execução de pequenas ordens de compra e venda de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 085 de 04.10.1988 (Publicada no DOU de 18.10.88)	<i>ALTERA</i> disposições da Instrução 80/88 , que estabelece procedimentos a serem observados pelos fundos mútuos de ações para aceitar integralização, em ações, de quotas de sua emissão.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã

Instrução 086 de 20.10.1988 (Publicada no DOU de 23.12.88)	Aprova o plano de desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e constitui o Conselho Curador.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 087 de 03.11.1988 (Publicada no DOU de 22.11.88)	Dispõe sobre planos de poupança e investimento - PAIT. Vide Nota Explicativa 87/88 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 088 de 03.11.1988 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 01.12.88 - Retificada no DOU de 05.12.88)	Dispõe sobre distribuições secundárias de valores mobiliários e venda de sobras de ações não subscritas durante o prazo de preferência na subscrição particular de companhia aberta, sujeitas a prévio registro na CVM.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 089 de 08.11.1988 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 05.12.88)	Dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 090 de 14.11.1988 (Publicada no DOU de 05.12.88)	Dispõe sobre a prorrogação do prazo para adaptação de regulamento dos fundos mútuos de ações às normas estabelecidas pelo Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 1.280/87.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 091 de 06.12.1988 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 27.12.88)	Estabelece disposições sobre fundos de conversão e consolida a legislação sobre a matéria.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 092 de 08.12.1988 (Publicada no DOU de 27.12.88 - Republicada no DOU de 04.07.89)	Dispõe sobre o registro e a fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais e sobre a negociação, em bolsas, dos valores mobiliários de emissão dessas sociedades.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 093 de 26.12.1988 (Publicada no DOU de 30.12.88)	Disciplina o funcionamento do mercado de balcão.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 094 de 04.01.1989 (Publicada no DOU de 10.01.89)	Acrescenta parágrafo único ao art. 11 da Instrução 82/88 , que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad
Instrução 095 de 10.01.1989 (Publicada no DOU de 16.01.89)	Estabelece disposições sobre as sociedades de participação.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 096 de 30.01.1989 (Publicada no DOU de 02.02.89)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 097 de 27.04.1989 (Publicada no DOU de 04.05.89)	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87 , que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 098 de 02.06.1989 (Publicada no DOU de 08.06.89)	PRORROGA por 90 dias o prazo previsto no parágrafo único do art. 26 da Instrução 92/88 . (Registro e fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz

Instrução 099 de 13.06.1989 (Publicada no DOU de 28.06.89).	Dispõe sobre a remessa de relação de comitentes à CVM.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratame eficiênci
Instrução 100 de 13.06.1989 (Publicada no DOU de 16.06.89)	ALTERA o limite previsto no art. 3º da Instrução 10/80 . (Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 101 de 17.07.1989 (Publicada no DOU de 20.07.89)	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87 , que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 102 de 18.07.1989 (Publicada no DOU de 21.07.89)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Padroniza procedimentos Foco: Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 103 de 25.10.1989 (Publicada no DOU de 10.11.89)	Prorroga até 31.12.89 o prazo previsto no parágrafo único do art. 26 da Instrução 92/88 . (Registro e fiscalização de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais).	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 104 de 26.10.1989 (Publicada no DOU de 01.11.89)	Dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções.	Potencial Sancionador	Tratame eficiênci
Instrução 105 de 26.10.1989 (Publicada no DOU de 01.11.89)	Dispõe sobre carteira própria de valores mobiliários das sociedades corretoras e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 106 de 26.10.1989 (Publicada no DOU de 01.11.89 - Republicado o art. 11 no DOU de 16.11.89)	Dispõe sobre carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e dá outras providências.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 107 de 26.10.1989 (Publicada no DOU de 01.11.89)	Dispõe sobre informações a serem fornecidas pelos bancos múltiplos, bancos de investimento e sociedades distribuidoras.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 108 de 04.12.1989 (Publicada no DOU de 11.12.89)	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87 , que dispõe sobre os procedimentos para a elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 109 de 15.12.1989 (Publicada no DOU de 20.12.89)	Dispõe sobre o prazo de enquadramento da carteira própria das sociedades corretoras e distribuidoras de que tratam as Instruções CVM nºs 105 e 106/89 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 110 de 28.12.1989 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 02.01.89)	Dispõe sobre o recolhimento da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários instituída pela Lei 7940/89, de 20 de dezembro de 1989.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 111 de 11.01.1990 (Publicada no DOU de 17.01.90)	ALTERA o limite previsto no art. 1º da Instrução 100/89 . (Aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 112 de 11.01.1990 (Publicada no DOU de 17.01.90)	Dispõe sobre o recolhimento da taxa de fiscalização de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela Lei nº	Lógica Instrumental	Tratame eficiênci

	7940/89, alterando o disposto no art. 2º da Instrução 110/89 .		
Instrução 113 de 13.03.1990 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 05.04.90)	Dispõe sobre multa cominatória.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 114 de 30.03.1990 (Publicada no DOU de 05.04.90)	Dispõe sobre o prazo para pagamento dos resgates de quotas dos fundos mútuos de ações.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 115 de 11.04.1990 (Publicada no DOU de 18.04.90)	Dispõe sobre a prestação de serviço de custódia fungível de ações nominativas.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 116 de 03.05.1990 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 14.05.90)	Dispõe sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 117 de 03.05.1990 (Publicada no DOU de 14.05.90)	Dispõe sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades corretoras e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 118 de 07.05.1990 (Publicada no DOU de 08.05.90 - Republicada no DOU de 14.05.90)	Dispõe sobre os procedimentos para elaboração das informações trimestrais ITRS das companhias abertas, a partir dos períodos encerrados que incluíram o mês de março de 1990 e dá providência com vistas à evidenciação dos efeitos produzidos pelas Leis nºs 8024 e 8033/90.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 119 de 31.05.1990 (Publicada no DOU de 05.06.90).	ALTERA o § 4º do art. 6º da Instrução 116/90 (carteira própria sociedades distribuidoras) e o inciso V do art. 1º da Instrução 113 , de 13.03.90 (multa cominatória).	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 120 de 06.06.1990 (Publicada no DOU de 02.07.90)	Dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções com valores mobiliários.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 121 de 06.06.1990 (Publicada no DOU de 12.06.90)	Dispõe sobre operações destinadas a formar mercado para ações em bolsas de valores e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 122 de 06.06.1990 (Publicada no DOU de 13.06.90)	Dispõe sobre a identificação de comitentes finais em operações em Bolsas de Valores e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 123 de 12.06.1990 (Publicada no DOU de 18.06.90)	ALTERA o inciso II do art. 7º da Instrução 28/83 (Agente Fiduciário).	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 124 de 04.07.1990 (Publicada no DOU de 09.07.90)	Dispõe sobre a compensação e liquidação física de operações interpraças.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 125 de 04.07.1990 (Publicada no DOU de 09.07.90)	ALTERA o § 4º do art. 6º da Instrução 117/90 (carteira própria sociedades corretoras) e o inciso IV do art. 1º da Instrução 113/90 (multa cominatória).	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 126 de 04.07.1990 (Publicada no DOU de 09.07.90)	ALTERA o art. 11 e parágrafos da Instrução 117/90 (carteira própria das sociedades corretoras). REVOGA o art. 15 da Instrução 116/90 (carteira própria sociedades distribuidoras), renumerando os seguintes, e o art. 4º da Instrução 121/90 (formar mercado para ações em bolsas).	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 127 de 26.07.1990 (Publicada no DOU de 01.08.90)	Dá nova redação ao "caput" do art. 8º da Instrução 118/90 (informações trimestrais companhias abertas).	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci

Instrução 128 de 26.07.1990 (Publicada no DOU de 01.08.90)	ALTERA o Anexo a Instrução 110 , de 28 de dezembro de 1989, que estabelece orientações para preenchimento do DARF relativo ao recolhimento da Taxa de Fiscalização dos Mercados de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela Lei 7940/89 .	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 129 de 26.07.1990 (Publicada no DOU de 01.08.90)	Dispõe sobre a remessa de relação de comitentes à CVM.	Lógica Instrumental	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 130 de 08.08.1990 (Publicada no DOU de 14.08.90)	ALTERA a Instrução 67/87 , dispensando as entidades mencionadas no art. 2º do Decreto-Lei nº 2285/86, de terem como seu objeto exclusivo a aplicação de recursos no mercado de capitais brasileiro. (carteira de títulos e valores mobiliários).	Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 131 de 17.08.1990 (Publicada no DOU de 24.08.90)	Define como infração grave o descumprimento dos arts. da Lei nº 6404/76 que cita.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 132 de 04.09.1990 (Publicada no DOU de 19.09.90 - Retificada no DOU 28.09.90)	Dispõe sobre as normas de escrituração contábil a serem observadas na elaboração dos demonstrativos da carteira de títulos e valores mobiliários mantida no País por entidades mencionadas no art. 2º do Decreto-lei nº 2285/86. Aprova o Regulamento anexo de Normas de Escrituração Contábeis - COTIV.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 133 de 30.10.1990 (Publicada DOU 07.11.90)	Dispõe sobre as anuidades a serem pagas pelas sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 134 de 01.11.1990 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 13.11.90)	Dispõe acerca da emissão de nota promissória para distribuição pública.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 135 de 16.11.1990 (Publicada no DOU de 22.11.90)	Dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 136 de 05.12.1990 (Publicada no DOU de 13.12.90)	Dispõe sobre as anuidades a serem pagas pelas sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 137 de 20.12.1990 (Publicada no DOU de 03.01.91)	ALTERA a redação do art. 13 da Instrução 120/90 (mercados futuros, a termo e de opções).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 138 de 16.01.1991 (Publicada no DOU de 18/01/91)	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87 , que dispõe sobre os procedimentos para elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante, para pleno atendimento ao Princípio do Denominador Comum Monetário.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 139 de 08.03.1991 (Publicada no DOU de 11.03.91) REVOGADA pela Instrução 283/98 .	ALTERA o § 1º e inclui o § 7º do art. 6º da Instrução 36/84 (mercados futuros, a termo e de opções).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 140 de 20.03.1991 ALTERA os arts. 41 e 44 da Instrução 91/88 . (Publicada no DOU de 27.03.91)	ALTERA a composição da carteira de títulos e valores mobiliários dos fundos de conversão - Capital Estrangeiro e Fundos de Conversão - Capital Estrangeiro (Áreas Incentivadas)	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência

Instrução 141 de 27.03.1991 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 03.04.91)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de privatização integralizados com Certificados de Privatização.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 142 de 16.04.1991 (Publicada no DOU de 18.04.91) Vide Lei 4595/64; Vide Lei 6385/76 .	Dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento de fundos de privatização integralizados com direitos de conversão de créditos sujeitos a acordos de reestruturação da dívida externa brasileira - "Depository Facilities Agreement (DFA)", com recursos depositados junto ao Banco Central do Brasil, correspondentes a juros vencidos de empresas não financeiras, conforme o disposto no art. 2º do Decreto nº 99463/90, e com direitos relativos a obrigações, depósitos e bônus de que trata a Resolução CMN nº 1810/91.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 143 de 18.04.1991 (Publicada no DOU de 23.04.91)	Dispõe sobre a corretagem de debêntures e nota promissória de que trata a Instrução 134/90 , negociadas em Bolsa de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 144 de 25.04.1991 (Publicada no DOU de 30.04.91)	ALTERA a redação do art. 13 da Instrução 120/90 (mercados futuros, a termo e de opções).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 145 de 10.05.1991 (Publicada no DOU de 15.05.91)	Dispõe sobre as normas técnicas de auditoria independente a serem observadas pelos Auditores Independentes registrados na CVM, em complemento às disposições contidas nas Instruções 04/78 e 38/84 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 146 de 13.06.1991 (Publicada no DOU de 17.06.91)	ALTERA dispositivos da Instrução 64/87 , que dispõe sobre os procedimentos para a elaboração e publicação de demonstrações contábeis complementares, em moeda de capacidade aquisitiva constante.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 147 de 21.06.1991 (Publicada no DOU de 24.06.91)	ALTERA a redação do art. 13 da Instrução 120/90 . (mercados futuros, a termo e de opções)	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 148 de 03.07.1991 (Publicada DOU 05.07.91)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 149 de 03.07.1991 (Publicada no DOU de 05.07.91)	Dispõe sobre os fundos setoriais de investimento em ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 150 de 10.07.1991 (Publicada no DOU de 15.07.91)	Dispõe sobre documentos a serem fornecidos pelos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 151 de 10.07.1991 (Publicada no DOU de 15.07.91)	ALTERA o inciso I do art. 40 da Instrução 148/91 . (fundos mútuos de investimento em ações).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 152 de 11.07.1991 (Publicada no DOU de 15.07.91)	ALTERA o § 1º do art. 1º da Instrução 120/90 , que dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência

	opções, com valores mobiliários.		
Instrução 153 de 24.07.1991 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 26.07.91)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de ações incentivadas previstos no art. 18 da Lei nº 8167/91.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 154 de 24.07.1991 (Publicada no DOU de 26.07.91)	Permite a utilização de quotas de fundos fechados de investimento em ações como garantia nos mercados futuros de índice.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 155 de 07.08.1991 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 08.08.91)	Dispõe sobre a simplificação dos requisitos exigidos para obtenção de registro de distribuição de notas promissórias e dispensa de registro de companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 156 de 14.08.1991 (Publicada no DOU de 16.08.91)	Dispõe sobre a dispensa ou cancelamento de registro das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de Incentivos Fiscais.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 157 de 21.08.1991 (Publicada no DOU de 23.08.91)	Dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento dos fundos mútuos de privatização integralizados com créditos e títulos representativos da dívida externa brasileira, admitidos no âmbito do programa nacional de desestatização (PND).	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 158 de 21.08.1991 (Publicada no DOU de 23.08.91)	ALTERA dispositivos da Instrução 153/91 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos mútuos de ações incentivadas previstos no art. 18 da Lei nº 8167/91.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 159 de 21.08.1991 (Publicada no DOU de 23.08.91)	Dispõe sobre a liquidação física e financeira das operações realizadas em bolsas de valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 160 de 21.08.1991 (Publicada no DOU de 27.08.91)	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de instituições financeiras e investidores institucionais estrangeiros que venham a constituir carteira de títulos e valores mobiliários no País, de que trata a Resolução CMN nº 1832/91 e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 161 de 29.08.1991 (Publicada no DOU de 02.09.91)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 162 de 11.09.1991 (Publicada no DOU de 16.09.91)	ALTERA o critério de composição e diversificação das carteiras do fundo de privatização - capital estrangeiro e do fundo de privatização - CP.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 163 de 31.10.1991 (Publicada no DOU de 05.11.91 - Retificada no DOU de 08.11.91 e de 16.12.91)	ALTERA a redação do item XV da Instrução 135/90 (rito sumário).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 164 de 05.11.1991 (Publicada no DOU de 08.11.91 - Retificação da introdução no DOU de 12.11.91)	Fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 165 de 11.12.1991 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 16.12.91)	Fixa escala reduzindo, em função do capital social, o percentual mínimo de participação acionária necessário ao requerimento do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração de companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz

Instrução 166 de 11.12.1991 (Publicada no DOU de 16.12.91)	Dispõe sobre a execução de pequenas ordens de compra e venda de valores mobiliários e REVOGA a Instrução 84/88 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 167 de 17.12.1991 (Publicada no DOU de 20.12.91)	Estabelece critérios e orientações sobre procedimentos a serem adotados no registro da correção monetária prevista na Lei nº 8200/91 e Decreto 332/91.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 168 de 23.12.1991 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 06.01.92)	Dispõe sobre operações sujeitas a procedimentos especiais nas Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 169 de 02.01.1992 (Publicada no DOU de 13.1.92)	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidores institucionais estrangeiros que venham a constituir carteira de títulos e valores mobiliários no País, de que trata o Regulamento Anexo IV à Resolução CMN nº 1289/87, aprovado pela Resolução CMN nº 1832/91 e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 170 de 03.01.1992 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 13.01.92)	Estabelece critérios contábeis a serem adotados no registro da reserva de reavaliação e na escrituração do resultado da equivalência patrimonial de investimento no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 171 de 23.01.1992 (Publicada no DOU de 27.01.92)	Dispõe sobre os fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 172 de 23.01.1992 (Publicada no DOU de 27.01.92)	Dispõe sobre o prazo para pagamento dos resgates de quotas dos fundos mútuos de investimento em ações constituídos sob a forma de condomínio aberto.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 173 de 29.01.1992 (Publicada no DOU de 03.02.92)	ALTERA as Instruções 116 e 117/90 , que dispõem sobre a carteira própria de valores mobiliários das sociedades distribuidoras e corretoras.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 174 de 06.02.1992 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 19.02.92)	Dispõe sobre a negociação em bolsas de valores de carteiras selecionadas de ações.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 175 de 06.02.1992 (Publicada no DOU de 13.02.92)	ALTERA a Instrução 157/91 , que dispõe sobre a constituição, administração e o funcionamento de fundos mútuos de privatização integralizada, com créditos e títulos representativos da dívida externa brasileira, admitidos no âmbito do programa nacional de desestatização.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 176 de 06.02.1992 (Publicada no DOU de 13.02.92)	ALTERA a Instrução 167/91 , que estabelece critérios e orientações sobre procedimentos a serem adotados no registro da correção monetária prevista na Lei nº 8.200/91 e no Decreto nº 332/91.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 177 de 08.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 178 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	ALTERA a Instrução 171/92 (fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração).	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 178 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	ALTERA a Instrução 171/92 (fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração).	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência

Instrução 179 de 13.02.1992 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 17.02.92)	Dispõe sobre fluxo de informações para acompanhamento de mercado, consideradas relevantes.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 180 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	Dispõe sobre limites de posições em aberto no mercado futuro de índices.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 181 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 19.02.92)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 182 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	ALTERA o valor nominal mínimo para emissão de debêntures com cláusula de variação cambial previsto na Resolução CMN 1833/91.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 183 de 13.02.1992 (Publicada no DOU de 17.02.92)	ALTERA o valor nominal unitário mínimo para emissão de notas promissórias previsto na Instrução 155/91 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 184 de 19.03.1992 (Publicada no DOU de 24.02.92)	ALTERA a Instrução 179/92 e dá outras providências (fluxo de informações para acompanhamento de mercado).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 185 de 27.02.1992 (Publicada no DOU de 28.02.92)	Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6385/76 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 186 de 17.03.1992 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 24/03/92)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento cultural e artístico.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 187 de 28.04.1992 (Publicada no DOU de 30.04.92)	Dispõe sobre a atualização monetária das demonstrações contábeis, a partir de janeiro de 1992.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 188 de 17.06.1992 (Publicada no DOU de 23.06.92)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 189 de 25.06.1992 (Publicada no DOU de 29.06.92)	Estipula o tratamento contábil a ser dado à reserva de reavaliação, inclusive impostos e contribuições incidentes, em consonância com os efeitos da Lei nº 8.200/91.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 190 de 10.07.1992 (Publicada no DOU de 02.07.92)	Dispõe sobre a utilização dos valores mobiliários constitutivos das carteiras dos investidores estrangeiros regulamentados pelas Resoluções CMN nºs 1289/87, 1832/91, para margens de posições nos mercados futuros e de opções.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 191 de 15.07.1992 (Publicada no DOU de 17.07.92) REVOGADO o art. 1º pela Instrução 248/96 .	ALTERA e consolida as Instruções CVM 64/87 , 138/91 e 146/91 , institui a unidade monetária contábil, dispõe sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 192 de 15.07.1992 (Publicada no DOU de 17.07.92)	Dispõe sobre ajuste a valor presente e atualização monetária nos registros contábeis na forma societária, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência

Instrução 193 de 23.07.1992 (Publicada no DOU de 27.07.92)	Autoriza a inclusão de debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções. ALTERA dispositivo da Instrução 120/90 , que dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções referenciados em valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 194 de 05.08.1992 (Publicada no DOU de 14.08.92)	ALTERA o valor nominal unitário mínimo para emissão de debêntures com cláusula de variação cambial previsto na Resolução CMN 1.833/91.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad
Instrução 195 de 05.08.1992 (Publicada no DOU de 14.08.92)	ALTERA o valor nominal unitário mínimo para emissão de notas promissórias previsto na Instrução 155/91 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 196 de 26.08.1992 (Publicada no DOU de 03.09.92)	ALTERA a redação do art. 13 da Instrução 93 , de 26.12.88 (mercado de balcão).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 197 de 18.01.1993 (Publicada no DOU de 21.01.93)	Dispõe sobre a aplicação dos arts 1º e 2º da Instrução 189/92 (reserva de reavaliação) e REVOGA a Instrução 192/92 (atualização monetária).	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 198 de 01.03.1993 (Publicada no DOU de 03.03.93)	Dispõe sobre a atualização da tabela de corretagens adotada pelos membros das Bolsas de Valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 199 de 23.06.1993 (Publicada no DOU de 24.06.93 - Pág. 8450)	Permite a aquisição, por Fundos Mútuos de Investimento em ações e Fundos Mútuos de Investimento em ações - carteira livre, de certificados de depósito de ações emitidas por companhias com sede nos países signatários do Tratado de Assunção - MERCOSUL.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 200 de 03.08.1993 (Publicada no DOU de 06.08.93)	Fixa prazos para autorização pela CVM dos atos que especifica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 201 de 01.12.1993 (Publicada no DOU de 03.12.93)	Dispõe sobre a forma de publicação das demonstrações financeiras prevista na Lei 6.404 , de 15.12.76.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 202 de 06.12.1993 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 13.12.93)	Dispõe sobre o registro de companhia para negociações de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, consolidando e REVOGANDO as Instruções CVM nºs 60/87 , 73/87 , 118/90 e 127/90 .	Padroniza procedimentos Foco: Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 203 de 07.12.1993 (Publicada no DOU de 07.12.93)	Dispõe sobre divulgação, pelas bolsas de valores, de informações referentes ao mercado de opções.	Padroniza procedimentos Foco: Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 204 de 07.12.1993 (Publicada DOU 17.12.93)	Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e responsabilidades dos auditores independentes, bem como os casos em que o registro pode ser recusado, suspenso ou cancelado.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 205 de 14.01.1994 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 18.01.94)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário.	Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 206 de 14.01.1994 (Publicada no DOU de 18.01.94)	Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimento	Lógica Instrumental	Qualidad

(Publicada no DOU de 18.01.94)	imobiliário.		Seleção / Padroniz
Instrução 207 de 01.02.1994 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 03.02.94)	Dispõe sobre publicações adicionais às ordenadas pela Lei 6.404/76 .	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 208 de 07.02.1994 (Publicada no DOU de 11.02.94)	Dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica, de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 209 de 25.03.1994 (versão consolidada) (Publicado no DOU de 28.03.94)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 210 de 15.04.1994 (Publicada no DOU de 19.04.94)	Dispõe sobre o código operacional para investidores institucionais estrangeiros registrados na Comissão de Valores Mobiliários, na forma da Instrução 169/92 , e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 211 de 15.04.1994 (Publicada no DOU de 19.04.94)	Dispõe sobre a dispensa ou cancelamento de registro das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 212 de 06.05.1994 (Publicada no DOU de 10.05.94 - Retificação no DOU de 12.05.94)	Dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agentes emissor de certificados, ALTERA o disposto no art. 21 da Instrução 89/88 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 213 de 23.05.1994 (Publicada no DOU de 31.05.94 - Republicada no DOU de 07.06.94)	ALTERA as Instruções 91/88 , 148/91 , 177/92 e 186/92 , para autorizar a aplicação de recursos de fundos mútuos de investimento em ações e de fundos de investimentos cultural e artísticos em quotas de fundos de renda fixa.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 214 de 31.05.1994 (Publicada no DOU de 03.06.94)	ALTERA o parágrafo 1º do art. 1º da Instrução 120/90 , que dispõe sobre os mercados futuros, a termo e de opções referenciados em valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 215 de 08.06.1994 (Publicada no DOU de 20.06.94 - Republicada no DOU de 23.06.94)	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração dos fundos mútuos de investimentos em ações, fundos de investimentos - carteira livre, fundos de investimentos em quotas de fundos mútuos de investimentos em ações.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 216 de 29.06.1994 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 01.07.94)	Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e REVOGA a Instrução 204/93 .	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 218 de 12.08.1994 (Publicada no DOU de 22.08.94)	Dispõe sobre aplicação de recursos administrados pelas Bolsas de Valores e pelas Empresas de Liquidação e Custódia.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 220 de 15.09.1994 REVOGA as Instruções 33/84 , 107/89 , 129/90 , 150/91 , 163/91 , 166/91 e o inciso XV	ALTERA a Instrução 33/84 , que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações em bolsa de valores e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci

da Instrução 135/90 . (Publicada no DOU de 21.09.94)			
Instrução 221 de 22.09.1994 (Publicada no DOU de 28.09.94)	Dispõe sobre a liquidação física e financeira das operações realizadas em Bolsa de Valores.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 222 de 21.10.1994 (Publicada no DOU de 25.10.94)	Dispõe sobre a composição da carteira dos fundos de privatização - capital estrangeiro.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 223 de 10.11.1994 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 21.11.94)	Emissão de opções não padronizadas ("WARRANT").	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 224 de 20.12.1994 (Publicada no DOU de 22.21.94)	ALTERA disposições na Instrução 40/84 , que dispõe sobre a constituição e operação de clubes de investimento.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 225 de 20.12.1994 (Publicada no DOU de 22.12.94)	ALTERA a Instrução 209/94 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 226 de 20.12.1994 (Publicada no DOU de 21.12.94)	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94 .	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 227 de 23.12.1994 Estabelece disposições sobre os fundos de conversão e consolida a legislação sobre a matéria. (Publicada no DOU de 27.12.94)	Estabelece disposições sobre os fundos de conversão e consolida a legislação sobre a matéria.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 228 de 23.12.1994 (Publicada no DOU de 27.12.94)	ALTERA a Instrução 215/94 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações, fundos de investimento em ações carteira livre e fundos de investimento em quotas de fundo mútuo de investimento em ações.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 229 de 16.01.1995 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 30.01.95)	Dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 230 de 16.01.1995 (Publicada no DOU de 20.01.95)	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 231 de 16.01.1995 (Publicada no DOU de 20.01.95)	ALTERA a vedação da Instrução 82/88 , que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 232 de 10.02.1995 (Publicada no DOU de 16.02.95)	Dispõe sobre publicações adicionais às ordenadas pela Lei 6.404/76 .	Lógica Instrumental	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 233 de 24.02.1995 (Publicada no DOU de 07.03.95)	ALTERA a Instrução 215/94 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações, Fundos de Investimento em Ações Carteira Livre e Fundos de Investimento em Quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações.	Potencial Sancionador	Tratamer eficiência

Instrução 234 de 14.03.1995 (Publicada no DOU de 16.03.95)	Prorroga os prazos previstos no caput e no inciso II do art. 17 da Instrução 220/94 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 235 de 23.03.1995 (Publicada no DOU de 27.03.95 - Retificação no DOU de 31.03.95)	Dispõe sobre a divulgação, em Nota Explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 236 de 06.06.1995 (Publicada no DOU de 09.06.95)	ALTERA a Instrução 209/94 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de investimento em empresas emergentes.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 238 de 11.10.1995 (Publicada no DOU de 17.10.95)	ALTERA o art. 19 da Instrução 202/93 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 239 de 11.10.1995 (Publicada no DOU de 25.10.95)	Dispõe sobre a prestação de informação das posições detidas pelos fundos de investimento que especifica.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 240 de 17.11.1995 (Publicada no DOU de 23.11.95)	ALTERA os arts. 13, 14, 22 e 23 da Instrução 208 , de 07.02.94.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 241 de 12.01.1996 (Publicada no DOU de 18.01.96)	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração de fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre destinados à participação no leilão de privatização de companhia aberta específica incluída no Programa Nacional de Desestatização - PND.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 242 de 26.01.1996 (Publicada no DOU de 31.01.96)	Dispõe sobre a prestação de informações pelos administradores das carteiras de investidores institucionais estrangeiros, regulamentados na forma do Anexo IV à Resolução CMN 1289/87.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 243 de 01.03.1996 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 12.03.96)	Disciplina o funcionamento do mercado de balcão organizado.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 244 de 01.03.1996 (Publicada no DOU de 12.03.96)	Dispõe sobre a função de formação de mercado para títulos e valores mobiliários em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 245 de 01.03.1996 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 12.03.96)	Dispõe sobre as informações a serem prestadas pelas companhias abertas com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e cujo faturamento bruto anual consolidado seja inferior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais).	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 246 de 18.03.1996 (Publicada no DOU de 20.03.96) REVOGADA pela Instrução 253/96 .	ALTERA a Instrução 209/94 , que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 247 de 27.03.1996 (versão)	Dispõe sobre a avaliação de investimentos em	Lógica Instrumental	Assimetr

consolidada (Publicada no DOU de 29.03.96)	sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade.	Potencial Sancionador	Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 248 de 29.03.1996 (Publicada no DOU de 29.03.96)	Dispõe sobre a elaboração e a divulgação de demonstrações financeiras e informações trimestrais adaptadas às disposições contidas nos arts. 4º e 5º da Lei 9.249/95.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 249 de 11.04.1996 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 19.04.96)	Regulamenta o empréstimo de ações pelas entidades prestadoras de serviços de liquidação, registro e custódia de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 250 de 14.06.1996 (Publicada no DOU de 21.06.96)	ALTERA a Instrução 243/96 .	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 251 de 14.06.1996 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 19.06.96)	Dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 252 de 11.07.1996 (Publicada no DOU de 17.07.96)	Dispõe sobre a obrigatoriedade da prestação de informações à Comissão de Valores Mobiliários, pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Futuros e Companhias de Liquidação e Compensação de Operações com Valores Mobiliários.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 253 de 14.08.1996 209/94 . (Publicada no DOU de 27.08.96)	Amplia o conceito de empresa emergente e reduz o valor da quota dos Fundos de que trata a Instrução	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 254 de 19.09.1996 (Publicada no DOU de 23.09.96)	Autoriza a criação de fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre destinados exclusivamente a investidores qualificados e altera dispositivos da Instrução 215/94 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 255 de 31.10.1996 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 05.11.96)	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificados de depósito de valores mobiliários-BDR's com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 256 de 08.11.1996 (Publicada no DOU de 13.11.96)	ALTERA os arts. 13 e 25 da Instrução 208/94 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 257 de 13.01.1997 (Publicada no DOU de 21.01.97)	Dispõe sobre a autorização provisória para a constituição dos fundos regulados pela Instrução 215/94 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 258 de 22.01.1997 (Publicada no DOU de 24.01.97)	Acrescenta parágrafo ao art. 1º da Instrução 215/94 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 259 de 24.01.1997 (Publicada no DOU de 31.01.97)	Estabelece procedimentos a serem observados pelas bolsas de valores no tocante a clubes de investimento.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 260 de 09.04.1997 REVOGA a Instrução 208/94 ; REVOGA a Instrução 240/95	Dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição e infra-estrutura técnica de obras	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad

Instrução 240/95 . REVOGA a Instrução 256/96 .	audiovisuais cinematográficas brasileiras.		Seleção / Padroniz
Instrução 261 de 25.04.1997 (Publicada no DOU de 02.05.97)	ALTERA o disposto no art. 21 da Instrução 89/88 , que dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 262 de 02.05.1997 (Publicada no DOU de 06.05.97 - Retificação publicada no DOU de 09.05.97)	Autoriza a inclusão do seguro de crédito como garantia de operações nas Bolsas de Valores e Bolsas de Futuros.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 263 de 21.05.1997 (Publicada no DOU de 27.05.97)	Autoriza a negociação de títulos de dívida consolidada emitidos por governos estaduais e por companhias cujo controle acionário seja detido por esses governos.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 264 de 04.07.1997 (Publicada no DOU de 09.07.97)	ALTERA a Instrução 215/94 , facultando aos Fundos Mútuos de Investimento em Ações e aos Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre a aplicação de seus recursos em "Depositary Receipts".	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 265 de 18.07.1997 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 23.07.97 - Retificação publicada no DOU de 29.07.97)	Dispõe sobre o registro de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 266 de 18.07.1997 (Publicada no DOU de 25.07.97)	Dispõe sobre constituição, funcionamento e administração de Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira livre destinados à participação em programas de privatização de companhia específica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 267 de 01.08.1997 (Publicada no DOU de 07.08.97)	Dispõe acerca de emissão de Certificados a termo de Energia Elétrica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 268 de 13.11.1997 (Publicada no DOU de 17.11.97)	ALTERA o limite previsto no art. 3º da Instrução 10/80 .	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 269 de 01.12.1997 (Publicada no DOU de 03.12.97)	ALTERA a Instrução 247/96 , que dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação de demonstrações contábeis consolidadas.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 270 de 23.01.1998 (Publicada no DOU de 28.01.98)	Dispõe sobre o registro de companhia emissora de títulos ou contratos de investimento coletivo e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 271 de 28.01.1998 (Publicada no DOU de 03.02.98)	Autoriza a inclusão de quotas de Fundos de Investimento Financeiro como garantia de operações nas Bolsas de Valores e Bolsas de Futuros.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 272 de 04.02.1998 (Publicada no DOU de 06.02.98)	ALTERA a Instrução 174/92 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 273 de 12.03.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 20.03.98)	Dispõe sobre multa cominatória.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 274 de 12.03.1998 (Publicada no DOU de 20.03.98)	ALTERA a Instrução 202/93 , a Instrução 245/96 e a Deliberação 210/97 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção /

			Padroniz
Instrução 275 de 12.03.1998 (Publicada no DOU de 20.03.98)	ALTERA a Instrução 216/94 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 276 de 08.05.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 15.05.98)	Dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para a adequação dos sistemas eletrônicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 277 de 08.05.1998 (Publicada no DOU de 15.05.98)	ALTERA a Instrução 249/96 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 278 de 08.05.1998 (Publicada no DOU de 14.05.98)	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas emergentes - Capital Estrangeiro.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 279 de 14.05.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 21.05.98)	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço - FGTS.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 280 de 14.05.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 21.05.98)	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Clubes de Investimento - FGTS destinados exclusivamente à aquisição de cotas de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 281 de 04.06.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 12.06.98)	Dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 283 de 10.07.1998 (Publicada no DOU de 17.07.98)	Dispõe sobre os mercados de liquidação futura.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 284 de 24.07.1998 (Publicada no DOU de 03.08.98)	Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 285 de 31.07.1998 (Publicada no DOU de 06.08.98)	ALTERA a Instrução 247/96 , que dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 286 de 31.07.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 07.08.98)	Dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385/76.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 287 de 07.08.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 13.08.98)	Dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 288 de 07.08.1998 (Publicada no DOU de 13.08.98)	ALTERA a Instrução 174/92 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 289 de 07.08.1998 (Publicada no DOU de 13.08.98)	ALTERA a Instrução 243/96 , que disciplina o mercado de balcão organizado.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 290 de 11.09.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 18.09.98)	Dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção /

			Padroniz
Instrução 291 de 25.09.1998 (Publicada no DOU de 01.10.98)	ALTERA a Instrução 290/98 , que dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 292 de 15.10.1998 (Publicada no DOU de 21.10.98 - Retificada no DOU de 05.11.98)	ALTERA a Instrução 134/90 , que dispõe acerca da emissão de nota promissória para distribuição pública. Vide Nota Explicativa 292/98 .	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 293 de 30.10.1998 (Publicada no DOU de 09.11.98)	ALTERA a Instrução 276/98 , que dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para a adequação dos sistemas eletrônicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 294 de 30.10.1998 (Publicada no DOU de 09.11.98)	ALTERA a Instrução 287/98 , que dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 295 de 02.12.1998 (Publicada no DOU de 04.12.98)	ALTERA a Instrução 279/98 , que disciplina a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 296 de 18.12.1998 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 29.12.98)	Dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento coletivo.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 297 de 18.12.1998 (Publicada no DOU de 29.12.98)	Dispõe sobre normas e procedimentos relativos à suspensão de negociação com valores mobiliários nos mercados secundários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 298 de 18.01.1999 (Publicada no DOU de 25.01.99)	Acrescenta o art. 6ºA à Instrução 174/92 que dispõe sobre negociação de carteiras selecionadas de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 299 de 09.02.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 11.02.99)	Companhia Aberta - Dispõe sobre divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, acresce regras relativamente à negociação de ações de própria emissão, e disciplina ofertas públicas para aquisição de ações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 300 de 23.02.1999 (Publicada no DOU de 26.02.99)	Dispõe sobre a realização de operações de empréstimos de ações por Clubes de Investimento na hipótese que especifica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad
Instrução 301 de 16.04.1999 (Publicada no DOU de 22.04.99)	Dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que tratam os incisos I e II do art. 10, I e II do art. 11 e os arts. 12 e 13, da Lei nº 9.613/98, referente aos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 302 de 05.05.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 10.05.99)	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência

	mobiliários.		
Instrução 303 de 05.05.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 10.05.99 - pg 12 - Secao I).	Dispõe sobre a composicao e diversificacao de carteira de fundos de investimento em titulos e valores mobiliarios.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 304 de 05.05.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 10.05.99 - pg 121 - Secao I).	Dispõe sobre fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em titulos e valores mobiliarios.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 305 de 05.05.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 10.05.99 - pg 12 a 14 - Secao I).	Dispõe sobre as demonstracoes contabeis dos fundos de investimento em titulos e valores mobiliarios.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 306 de 05.05.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 10.05.99 - pgs. 14 a 16 - Secao I).	Dispõe sobre a administracao de carteira de valores mobiliarios e revoga as Instrucoes CVM N°s 82, de 19 de setembro de 1988; 94, de 4 de janeiro de 1989 e 231, de 16 de janeiro de 1995.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 307 de 07.05.1999 (Publicada no DOU de 12.05.99 - pg. 68 - Secao I).	ALTERA o art. 1º da INSTRUÇÃO CVM N° 281, de 4 de junho de 1998, que Dispõe sobre o registro de distribuicao publica de debentures por companhias securitizadoras de creditos financeiros.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 308 de 14.05.1999 (Publicada no DOU de 19.05.99 - pgs. 6 a 11 - Secao I).	Dispõe sobre o registro e o exercicio da atividade de auditoria independente no ambito do mercado de valores mobiliarios, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, e revoga as Instrucoes CVM nos. 216, de 29 de junho de 1994, e 275, de 12 de marco de 1998.	Padroniza procedimentos Foco: Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 309 de 10.06.1999 (Publicada no DOU de 17.06.99 - pg. 94 - Secao I).	ALTERA os arts. 5º, 6º, 7º, incisos I e II, da INSTRUÇÃO CVM N° 202, de 06.12.93, e arts. 18 da mesma INSTRUÇÃO, com a redacao que lhe foi dada pelo art. 1º da INSTRUÇÃO CVM N° 274, de 12.03.98.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 310 de 09.07.1999 (Publicada no DOU de 19.07.99 - pg. 11 - Secao I).	Dispõe sobre as obrigacoes do custodiante e subcustodiante de valores mobiliarios.	Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 311 de 13.08.1999 (Publicada no DOU de 19.08.99 - pg. 10 - secão I).	Acrescenta § 5º ao art. 2º e paragrafo unico ao art. 3º da INSTRUÇÃO CVM N° 265, de 18.07.97, que Dispõe sobre o registro de sociedades beneficiarias de recursos oriundos de incentivos fiscais.	Lógica Instrumental	Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 312 de 13.08.1999 (Publicada no DOU de 19.08.99 - pg. 10 - secão I).	Dispõe sobre a admissao a negocição de valores mobiliarios em bolsas de valores.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 313 de 10.09.1999 (Publicada no DOU de 15.09.99 - pg. 25 - secão I).	ALTERA a INSTRUÇÃO CVM N° 276/98, que Dispõe sobre os procedimentos a serem adotados para adequacao dos sistemas eletronicos visando ao correto processamento das datas posteriores ao ano de 1999.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 314 de 24.09.1999	Dispõe sobre a possibilidade de negociacoes privadas	Lógica Instrumental	Padroniz

	com valores por parte dos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliário, destinados, exclusivamente, a investidores qualificado durante a vigencia da contribuição Provisoria sobre Movimentacao ou Transmissao de Valores e de Creditos e Direitos de Natureza Financeira; CPMF.		
Instrução 315 de 27.09.1999 (Publicada no DOU de 30.09.99 - pag.30 - secão I).	Estabelece o procedimento da analise preliminar confidencial de pedidos de registro de emissao e distribuicao publica de valores mobiliarios e de companhia aberta nas condicoes que especifica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 316 de 15.10.1999 (Publicada no DOU de 20.10.99 - pag.6 - secão I).	ALTERA a Instrução CVM Nº302, de 05 de Maio de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 317 de 15.10.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 20.10.99 - pag.6 - secão I).	Dispõe sobre registro da CVM de programas de "Depository Receipts" - DRs, para a negociação no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 318 de 15.10.1999 (Publicada no DOU de 20.10.99 - pags.6 e 7 - secão I).	ALTERA o inciso I do Art.2º da Instrução CVM Nº286/98, que Dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas juridicas de direito publicoes de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder público e dispensa os registros de que tratam os arts.19 e 21 da Lei Nº 6385/76.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 319 de 03.12.1999 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 06.12.99, pág. 15, seção 1) ALTERADA PELA INSTRUÇÃO CVM No 320/99.	Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Seleção / Padroniz
Instrução 320 de 06.12.1999 (Publicada no DOU de 07.12.99 - pg. 8 - Seção 1).	Dá nova redação ao art.1º da Instrução CVM Nº 319, de 3 de dezembro de 1999, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. ALTERA A INSTRUÇÃO CVM Nº319/93 VIDE CONSOLIDACAO NA INSTRUÇÃO CVM Nº319/99	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 321 de 10.12.1999 (Publicada no DOU de 21.12.99 - pags.31 e 32 - secão I). REVOGADA PELA INSTRUÇÃO CVM Nº 332/00.	ALTERA dispositivos da INSTRUÇÃO CVM Nº255 de 31 de Outubro de 1996, que Dispõe sobre a emissao e negociação de certificados de deposito de valores mobiliarios - BDRs com lastro em valores mobiliarios de emissao de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 322 de 14.01.2000 (Publicada no DOU de 24.01.00 - pág. 12 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM nº 302, de 5 de maio de 1999.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 323 de 19.01.2000 (Publicada no DOU de 24.01.2000 - págs. 12 e 13 - Seção I)	Define hipoteses de exercicio abusivo do poder de controle e de infração grave.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã
Instrução 324 de 19.01.2000 (Publicado no DOU de 24.01.2000 - pág. 13 -	Fixa escala reduzindo, em funcao do capital social, as porcentagens minimas de participacao acionaria	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã

(Publicado no DOU de 24.01.2000 - pág. 13 - Seção I)	necessarias ao pedido de instalacao de conselho fiscal de companhia aberta previsto no § 2o do art. 161 da Lei no 6404 , de 15 de dezembro de 1976.		eficiênci
Instrução 325 de 27.01.2000 (versão consolidada) (Publicado no DOU de 02.02.2000 - págs. 16 e 17 - Seção 1). REVOGA AS INSTRUÇÕES CVM Nos. 169/92, 210/94 e 242/96. ALTERADA pela Instrução CVM nº 353/01. ALTERADA pela Inst 419, de 02.05.2005.	Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução CMN Nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, e da outras providencias.	Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção Padroniz Reputaçã
Instrução 326 de 11.02.2000 (Publicada no DOU de 16.02.2000 - pgs. 9 e 10 - Seção 1).	ALTERA as Instruções CVM nos 302, 303 e 304, de 5 de maio de 1999. VIDE CONSOLIDACAO NA INSTRUÇÃO CVM Nº302/99.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 327 de 18.02.2000 (Publicada no DOU de 22.02.2000 - pg. 9 - Seção 1).	Estabelece novo prazo para a adaptação dos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários, de que trata a Instrução CVM Nº302, de 5 de maio de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção Padroniz
Instrução 328 de 18.02.2000 (Publicada no DOU de 24.02.2000 - pg. 20 - Seção 1).	ALTERA a Instrução CVM nº 223, de 10 de novembro de 1994, que dispõe sobre a emissão de opções não padronizadas ("Warrants"). VIDE CONSOLIDAÇÃO NA INSTRUÇÃO CVM Nº 223/94.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 329 de 28.02.2000 (Publicada no DOU de 24.02.00 - pág. 8 - seção 1)	ALTERA o art. 109 da INSTRUÇÃO CVM Nº 302, de 5 de maio de 1999.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 330 de 17.03.2000 (Publicada no DOU de 24.03.2000, pág. 6, seção 1)	Dispõe sobre a negociação, em bolsas de valores, de Recibos de Subscrição de ações de emissão de companhias abertas quando houver distribuição simultânea no Brasil e no exterior.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 331 de 04.04.2000 (Publicada no DOU de 07.04.00 - pág. 41 - seção 1)	Dispõe sobre o registro de companhia para emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários. Programas de BDRs Níveis II e III com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou assemelhadas, com sede no exterior.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 332 de 04.04.2000 (Publicada no DOU de 07.04.00 - pág. 42 - seção 1)	Dispõe sobre a emissão e negociação de certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior e REVOGA AS INSTRUÇÕES CVM nos 255, de 31 de outubro de 1996, e 321, de 10 de dezembro de 1999.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 333 de 06.04.2000 (Publicada no DOU de 14.04.00 - pág. 7 - seção 1)	Dispõe sobre operações irregulares no mercado de valores mobiliários.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 334 de 06.04.2000 (Publicada no DOU de 14.04.00 - pág. 7 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM nº 317, de 15 de outubro de 1999, que dispõe sobre o registro na CVM de Programas de "Depository Receipts" – DRs, para negociação no exterior.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 335 de 04.05.2000 (Publicada no DOU de 08.04.00 - pág. 12 -	Acrescenta os incisos XXXV e XXXVI ao art. 1o da Instrução CVM no 251, de 14 de junho de 1996, que	Lógica Instrumental	Assimetr Seleção

seção 1)	dispõe sobre as hipóteses de aplicação do RITO SUMÁRIO no processo administrativo.		Padroniz
Instrução 336 de 15.05.2000 (Publicada no DOU de 17.05.2000, págs - 6 e 7 - seção 1).	ALTERA a Instrução CVM no 302, de 5 de maio de 1999.	Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 337 de 15.05.2000 (Publicada no DOU de 23.05.00 - pág. 41 - seção 1 - Retificação publicada no DOU de 29.06.00 - pág. 36 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM no 279, de 14.05.98, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 338 de 21.06.2000 (Publicada no DOU de 23.06.00 - pág. 64 - seção 1 - Retificação publicada no DOU de 29.06.00 - pág. 36 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM no 302, de 5 de maio de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 339 de 21.06.2000 (Publicada no DOU de 23.06.00 - págs. 64 e 65 - seção 1)	ALTERA as Instruções CVM nos 279 e 280, de 14 de maio de 1998, que dispõem sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e Clubes de Investimento - FGTS.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 340 de 29.06.2000 (Publicada no DOU de 11.07.2000 - pg. 21 - Seção 1).	ALTERA as Instruções CVM nos 303 e 305, de 5 de maio de 1999, e dispõe sobre a taxa de administração e de performance em fundos fechados de investimento em títulos e valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 341 de 13.07.2000 (Publicada no DOU de 18.07.00 - pág. 13 - seção 1)	Dispõe sobre o anúncio de convocação de Assembleia Geral.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 342 de 13.07.2000 (Publicada no DOU de 18.07.00 - pág. 13 - seção 1).	ALTERA a Instrução CVM no 317, de 15.10.99, que dispõe sobre os Programas de "Depositary Receipts" - DRs, para negociação no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 343 de 11.08.2000 (Publicada no DOU de 15.08.00 - pág. 6 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM no 243, de 01.03.96, que disciplina o mercado de balcão organizado.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 344 de 17.08.2000 (Publicada no DOU de 21.08.2000, página 5 - Seção 1).	Disciplina a negociação simultânea de valores mobiliários emitidos pela mesma companhia.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 345 de 04.09.2000 (Publicada no DOU de 05.09.2000, págs. 6 e 7, seção 1).	ALTERA os arts. 2º, 6º, 8º, 10, 17, 19 e 20, acrescenta o art. 1o-B e revoga o art. 30 da Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, e altera e acrescenta o § 3º ao art. 12 da Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 346 de 29.09.2000 (Publicada no DOU de 03.10.2000 - pgs. 8 e 9 - Seção 1).	Dispõe sobre a contabilização e a divulgação de informações, pelas companhias abertas, dos efeitos decorrentes da adesão ao Programa de Recuperação Fiscal - REFIS.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 347 de 29.09.2000 (Publicada no DOU de 03.10.2000 - pg. 9 - Seção 1).	ALTERA a Instrução CVM no 279, de 14 de maio de 1998, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência

	de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS		
Instrução 348 de 23.01.2001 (Publicada no DOU de 25.01.2001- pág.50- seção 1)	Dispõe sobre hipótese de infração grave, nos termos do disposto no art. 11, § 3o, da Lei no 6385/76.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 349 de 06.03.2001 (Publicada no DOU de 13.03.01, pág. 4 - seção 1)	ALTERA a Instrução CVM no 319, de 3 de Dezembro de 1999, que dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 350 de 03.04.2001 (Publicada no DOU de 05.04.01 - páginas 11 e 12 - seção 1).	ALTERA e acrescenta dispositivos à Instrução CVM Nº 296, de 18 de dezembro de 1998, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de títulos ou contratos de investimento coletivo.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 351 de 24.04.2001 (Publicada no DOU de 26.04.2001 - pág 53 - seção 1)	Dá nova redação ao Art. 16 da Instrução CVM Nº 202/93.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 352 de 25.06.2001 (Publicada no DOU de 28.06.2001 - págs. 42 e 43 - seção 1 do caderno eletrônico - Retificada no DOU de 17.07.2001 - pág. 42 - Seção 1 do caderno eletrônico)	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 353 de 17.07.2001 (Publicado no DOU de 19.07.2001, Pág. 49, Seção 1 do caderno eletrônico).	Acrescenta parágrafo ao art. 2º da Instrução CVM Nº 325, de 27 de janeiro de 2000, que dispõe sobre o registro, na CVM, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução do CMN Nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 354 de 24.07.2001 (Publicada no DOU de 09.08.2001 - pág. 214 - seção 1 do caderno eletrônico).	ALTERA a Instrução CVM Nº 279, de 14 de maio de 1998, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 355 de 01.08.2001 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 09.08.2001 - págs. 214 e 215 - seção 1 do caderno eletrônico).	Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. REVOGA A INSTRUÇÃO CVM Nº 352/2001.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 356 de 17.12.2001 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 24.01.2002 - pág. 29 a 33 - seção 1).	Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 357 de 21.12.2001 (Publicada no DOU de 28.01.2002 - pág. 14 - seção 1).	ALTERA o Art. 5º da Instrução CVM Nº 229, de 16 de janeiro de 1995, que dispõe sobre o cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6385, de 07/12/76.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 358 de 03.01.2002 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 28.01.2002 - págs. 14 e 15 - seção 1).	Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci

	mercado, revoga a Instrução CVM Nº 31, de 08.02.1984, a Instrução CVM Nº 69, de 08.09.1987, o art. 3º da Instrução CVM Nº 229, de 16.01.1995, o parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM Nº 202, de 06.12.1993, e os arts. 3º ao 11 da Instrução CVM Nº 299, de 09.02.1999, e dá outras providências.		
Instrução 359 de 22.01.2002 (Publicada no DOU de 31.01.2002 - págs. 40, 41, 42 e 43 - seção 1).	Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 360 de 29.01.2002 (Publicada no DOU de 05.02.2002, pág. 16 - seção 1).	ALTERA a Instrução CVM nº 279, de 14 de maio de 1998, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 361 de 05.03.2002 (Publicada no DOU de 07.03.2002 - págs. 28 a 33 - seção 1).	Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, REVOGA as Instruções CVM nºs 229/95, 299/99 e 345/00 e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 362 de 05.03.2002 (Publicada no DOU de 07.03.2002 - pág. 33 - seção 1).	Estabelece regras transitórias a serem observadas pelas bolsas de mercadorias e de futuros.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 363 de 02.04.2002 (Publicada no DOU de 04.04.2002 - pág. 24 - seção 1).	Altera a Instrução CVM Nº 209, de 25 de março de 1994, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Padroniz
Instrução 364 de 07.05.2002 (Publicada no DOU de 09.05.2002 - pgs. 22 e 23 - Seção 1).	Altera a Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, que dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 365 de 29.05.2002 (Publicada no DOU de 31.05.2002 - pg. 21 - Seção 1).	Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 366 de 29.05.2002 (Publicada no DOU de 05.06.2002 - pág. 19 - seção 1).	ALTERA o caput do art. 21 da Instrução CVM nº 355, de 1º de agosto de 2001.	Lógica Instrumental	Assimetr Padroniz
Instrução 367 de 29.05.2002 (Publicada no DOU de 05.06.2002 - págs. 10 e 20 - seção 1 - Republicada no DOU de 14.06.2002 - pág. 21 - Seção 1).	Dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o § 4º do art. 147 da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênciã
Instrução 368 de 29.05.2002 (Publicada no DOU de 07.06.2002 - pág. 44 -	ALTERA a Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, que dispõe sobre a constituição, o	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênciã

(Publicada no DOU de 07.06.2002 - pág. 44 - seção 1).	funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.	Potencial Sancionador	eficiência
Instrução 369 de 11.06.2002 (Publicada no DOU de 21.06.2002 - pág. 46/47 - seção 1)	Dá nova redação aos arts. 9º, 12 e 13 da Instrução CVM nº 358, de 3 janeiro de 2002, e prorroga os prazos previstos nos arts. 24 e 25 da mesma Instrução.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 370 de 18.06.2002 (Publicada no DOU de 21.06.2002 - pg. 47 - Seção 1).	ALTERA os arts. 25 e 26 da Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, acrescenta o § 1º e reenumera o parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM 88, de 3 de novembro de 1988, e altera o art. 6º da Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 371 de 27.06.2002 (Publicado no DOU de 01.07.2002, pág. 33 - seção 1).	Dispõe sobre o registro contábil do ativo fiscal diferido decorrente de diferenças temporárias e de prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 372 de 28.06.2002 (Publicada no DOU de 02.07.2002 - pág. 17 - seção 1).	Dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 373 de 28.06.2002 (Publicada no DOU de 03.07.2002 - pág. 12 - seção 1).	Dá nova redação ao art. 4º e revoga o art. 12 da Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 374 de 06.08.2002 (Publicada no DOU de 08/08/2002 - pg. 24 - seção 1 - Publicada a retificação no DOU de 12/08/2002 - pg. 21 - seção 1).	Acrescenta o parágrafo único ao art. 4º da Instrução CVM nº 303, de 5 de maio de 1999.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 375 de 14.08.2002 (Publicada no DOU de 15.08.2002 - pg. 23 - Seção 1).	Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 376 de 11.09.2002 (Publicado no DOU de 13.09.2002, págs. 27 e 28 - seção 1). Revoga a Deliberação CVM nº 365, de 25 de outubro de 2.000.	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 377 de 29.10.2002 (Publicado no DOU de 04.11.2002, pág. 41 - seção 1 - Publicada retificação no DOU de 13.12.2002 - pgs. 25/26 - S. 1).	Altera a Instrução CVM nº 302, de 5 de maio de 1999, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 378 de 12.11.2002 (Publicada no DOU de 14.11.2002 - pág. 38 - seção 1).	Prorroga o prazo previsto no art. 22 da Instrução CVM nº 376, de 11 de setembro de 2002.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 379 de 12.11.2002 (Publicada no DOU de 14.11.2002 - pág. 38 - seção 1). REVOGA a Instrução CVM nº 252, de 11/07/1996.	Dispõe sobre a obrigatoriedade de prestação de informações sobre operações com valores mobiliários à CVM, pelas bolsas de valores, pelas bolsas de mercadorias e futuros, pelas entidades do mercado de balcão organizado e pelas câmaras de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 380 de 23.12.2002 (Publicada no DOU de 27/12/2002 - pg 259,	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas em bolsas e	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência

Seção 1).	mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores e dá outras providências. REVOGA Instruções CVM nºs 365, de 25/10/2000 e 376, de 11/09/2002.		
Instrução 381 de 14.01.2003 (Publicada no DOU de 16/01/2003 - pg. 31, Seção 1).	Dispõe sobre a divulgação, pelas Entidades Auditadas, de informações sobre a prestação, pelo auditor independente, de outros serviços que não sejam de auditoria externa.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 382 de 28.01.2003 (Publicada no DOU de 30.01.2003 - pgs. 39 e 40, seção 1).	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro de operações em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 383 de 03.02.2003 (Publicada no DOU de 05.02.2003 - pg. 19 - Seção 1).	Altera a redação do inciso III do art. 21 da Instrução CVM nº 382, de 28 de janeiro de 2003.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 384 de 17.03.2003 (Publicada no DOU de 20/03/2003 - pg. 14 Seção 1).	Dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado e revoga a Instrução CVM nº 244/96.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 385 de 25.03.2003 (Publicada no DOU de 27.03.2003 - pgs. 22, seção 1).	Prorroga o término do prazo a que se refere o inciso I do art. 21 da Instrução CVM nº 382, de 28 de janeiro de 2003, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro de operações em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 386 de 28.03.2003 (Publicada no DOU de 01.04.2003 - pg. 19 - Seção 1).	Dispõe sobre a auditoria independente nos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 387 de 28.04.2003 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 29.04.2003 - pgs. 33, 34 e 35 - Seção 1).	Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e de bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências. REVOGA as Instruções CVM nºs 382, de 28.01.2003; 383, de 03.02.2003 e 385, de 25.03.2003.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 388 de 30.04.2003 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 06.05.2003 - pgs. 36 e 37 - Seção 1)	Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência
Instrução 389 de 03.06.2003 (Publicada no DOU de 05.06.2003 - pg. 18 - Seção 1 - Publicada retificação no DOU de 06.06.2003 - pg. 27 - Seção 1).	Altera a Instrução CVM no 205, de 14 de janeiro de 1994.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiência
Instrução 390 de 08.07.2003	Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações	Lógica Instrumental	Tratamer eficiência

Publicada no DOU de 11/07/2003 - pg. 58 - Seção 1.	com opções, altera dispositivos da Instrução CVM no 10, de 14 de fevereiro de 1980, e revoga a Instrução CVM no 290, de 11 de setembro de 1998, e a Instrução CVM no 291, de 25 de setembro de 1998.		
Instrução 391 de 16.07.2003 (Publicada no DOU de 18.07.2003 - pg. 11, 12 e 13 - Seção 1).	Dispõe sobre a constituição, funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 392 de 18.07.2003 Publicada no DOU de 21/07/2003 - pg. 11 - Seção 1. REVOGADA pela Inst 411/04.	Dispõe sobre a prestação de garantias para operações do próprio fundo e de empréstimo de títulos e valores mobiliários pelos fundos de investimento financeiro e pelos fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 393 de 22.07.2003 Publicada no DOU de 28.07.2003 - pgs. 8, 9 e 10 - Seção 1. Publicada retificação no DOU de 01/08/2003 - pg. 23 - Seção 1.	Altera a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 394 de 22.07.2003 PUBLICADA no DOU de 30/07/2003 - pgs. 35 e 36 - Seção 1.	Dispõe sobre a possibilidade de negociações privadas com valores mobiliários por parte dos Fundos de Investimento regulados pela CVM e destinados, exclusivamente, a investidores qualificados, e dá outras providências. REVOGA a Instrução CVM nº 314, de 24/09/1999. ALTERA Instrução CVM nº 302, de 05/05/1999.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 395 de 23.09.2003 PUBLICADA no DOU de 29/09/2003 - pg. 39 - Seção 1. ALTERA a Instrução 387, de 28.04.2003.	Acrescenta o § 11 ao art. 10 da Instrução CVM nº 387, de 28.04.2003, que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários, em pregão e em sistemas eletrônicos de negociação e de registro em bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros e dá outras providências.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 396 de 10.10.2003 PUBLICADA no DOU de 14/10/2003 - pg. 21 - Seção 1.	Dispõe sobre o envio de informações, por companhias abertas, aos cotistas de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS e de Clubes de Investimento - FGTS, cujas carteiras sejam compostas exclusivamente por valores mobiliários de sua emissão.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 397 de 16.10.2003 (Publicada no DOU de 20/10/2003 - pg. 63 - Seção 1).	Altera a Instrução CVM nº 279, de 14 de maio de 1998, que regulamenta a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço - FGTS. ALTERA a Instrução CVM nº 279, de 14/05/1998.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz Reputaçã
Instrução 398 de 28.10.2003 (Publicada no DOU de 10.11.2003 - pgs. 37 a 40 - Seção 1).	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional - FUNCINE.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 399 de 21.11.2003 (Publicada no DOU de 26.11.2003 - pgs. 74 a 78 - Seção 1).	Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS, nos termos da Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci

Instrução 400 de 29.12.2003 (Publicada no DOU de 09.01.2004 - pgs. 8 a 15 - Seção 1).	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 401 de 29.12.2003 (Publicada no DOU de 06.01.2004 - pgs. 48 - Seção 1).	Dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPAC.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad
Instrução 402 de 27.01.2004 (Publicada no DOU de 29.01.2004 - pgs. 11/12 - Seção 1).	Estabelece normas e procedimentos para a Organização e o Funcionamento das corretoras de mercadorias.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Padroniz
Instrução 403 de 30.01.2004 (Publicada no DOU de 03.02.2004 - pg. 21 - Seção 1).	Dispõe sobre a contratação de terceiros para a prestação de serviços, diretamente pelos Fundos de Investimento Financeiro - FIFs; nos Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento Financeiros - FAQ-FIF; nos Fundos de Investimento no Exterior - FIEEX, e nos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários - FITVM.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 404 de 13.02.2004 (Publicada no DOU de 19/03/2004 - pgs. 23 A 29 - Seção 1).	Dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 405 de 27.02.2004 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 02/03/2004 - pg. 22 - Seção 1).	Dispõe sobre o envio de informações e o registro na CVM dos fundos de investimento que especifica.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamer eficiênci
Instrução 406 de 27.04.2004 (Publicada no DOU de 29.04.2004 - pg. 17 - Seção 1).	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 407 de 10.05.2004 (Publicada no DOU de 12.05.2004 - pg. 28 - Seção 1).	Altera a Instrução CVM no 405, de 27 de fevereiro de 2004.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 408 de 18.08.2004 (Publicada no DOU de 20.08.2004 - pgs. 29 e 30 - Seção 1).	Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico – EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 409 de 18.08.2004 (versão consolidada) (Publicada no DOU de 24.08.2004 - Pgs. 19 A 26 - Seção 1).	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci
Instrução 410 de 09.11.2004 (Publicada no DOU de 11.11.2004).	Altera a Instrução CVM no 273, de 12 de março de 1998.	Lógica Instrumental	Assimetr Qualidad Seleção / Padroniz
Instrução 411 de 26.11.2004 (Publicada no DOU de 01.12.2004).	Altera a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.	Lógica Instrumental	Padroniz
Instrução 412 de 07.12.2004 (PUBLICADA NO DOU DE 09/12/04)	Altera a Instrução CVM nº 388, de 30 de abril de 2003, que dispõe sobre a atividade de analista de	Lógica Instrumental	Tratamer eficiênci

(PUBLICADA NO DOU DE 09/12/04).	valores mobiliários e estabelece condições para seu exercício.		eficiência
Instrução 413 de 30.12.2004 (Publicada no DOU de 31.12.2004)	Altera a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 414 de 30.12.2004 (Publicada no DOU de 31.12.2004)	Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. REVOGA a Instrução 284/98.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamento eficiência
Instrução 415 de 22.02.2005 (Publicada no DOU de 28.02.2005)	Acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 416 de 29.03.2005 (Publicada no DOU de 01/04/2005)	Estabelece prazo para adaptação da carteira dos fundos de investimento extramercado.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamento eficiência
Instrução 417 de 31.03.2005 (Publicada no DOU de 01/04/2005 - pg. 33 - S. 1 de 04/04/2005 - Pg 13 - S. 1 - retificação de 05/04/2005 - pg 19 - S. 1 - retificação)	Dispõe sobre o cadastramento de bancos comerciais e bancos múltiplos sem carteira de investimento na CVM.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 418 de 19.04.2005 (Publicada no DOU de 20/04/2005 - pg. 56 - S. 1)	Altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização
Instrução 419 de 02.05.2005 (Publicada no DOU de 03.05.2005 - pg. 17 - S. 1)	Dispõe sobre o cadastramento de investidores não-residentes, altera e acrescenta dispositivo à Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003, e acrescenta dispositivo à Instrução CVM nº 325, de 27 de janeiro de 2000.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Tratamento eficiência
Instrução 420 de 24.06.2005 (Publicada no DOU de 28.06.05 - pag. 18 - seção I)	Dispõe sobre o recolhimento da Taxa de Fiscalização de Títulos e Valores Mobiliários instituída pela Lei nº 7940, de 20 de dezembro de 1989.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização Reputação
Instrução 421 de 26.07.2005 (Publicada no DOU de 28.07.05 - pag. 23 - seção I)	Altera o prazo estabelecido no art. 5º da Instrução CVM nº 419, de 2 de maio de 2005.	Lógica Instrumental	Tratamento eficiência
Instrução 422 de 20.09.2005 (Publicada no DOU de 22.09.05 - pags. 19 a 22 - Seção I)	Dispõe acerca da emissão de Nota Comercial do Agronegócio para distribuição pública e dos registros de oferta pública de distribuição e de emissora desse valor mobiliário.	Lógica Instrumental Potencial Sancionador	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização
Instrução 423 de 28.09.2005 (Publicada no DOU de 30.09.05 - pag. 33 - Seção I)	Dispõe sobre o envio de informações e o registro na CVM dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI.	Lógica Instrumental	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização
Instrução 424 de 04.10.2005 (Publicada no DOU de 07.10.05, pag. 27, Seção 1)	Dispõe sobre o cadastramento de bancos comerciais, bancos múltiplos sem carteira de investimento na CVM, da Caixa Econômica Federal e das cooperativas de crédito, como condição para o exercício das atividades que menciona.	Lógica Instrumental	Assimetria Qualidade Seleção / Padronização

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)