

O PROTOCOLO DE QUIOTO E O MECANISMO DE DESENVOLVIMENTO LIMPO (MDL): AS REDUÇÕES CERTIFICADAS DE EMISSÕES (RCES), SUA NATUREZA JURÍDICA E A REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS, NO CONTEXTO ESTATAL PÓS-MODERNO

Clóvis S. de Souza

Procurador Federal da CVM
Mestrando em Direito e Sociologia pela UFF

Daniel Schiavoni Miller

Procurador Federal da CVM
Especialista em Direito Privado pela UFF

Abstract

A temática ambiental tem recolhido crescente atenção da comunidade global, à medida que a degradação do Meio Ambiente vem se agudizando. Resultado desta gradual conscientização foi a concepção, em 1997, do Protocolo de Quioto, que fixa metas de redução de emissões de gases de efeito estufa e estabelece o chamado Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL), criando títulos, as Reduções Certificadas de Emissões (RCES), negociáveis entre os países como forma de cumprimento de seus compromissos ambientais. Este breve paper introduz o tema da natureza jurídica das RCES, perpassando as três principais correntes de pensamento, e finaliza com algumas linhas em torno da regulação do mercado de valores mobiliários, situando-a no contexto pós-moderno de intervenção estatal nos segmentos econômicos.

Sumário: *Parte I: sobre a questão ambiental; Introdução; 2. Mudanças climáticas: Protocolo de Quioto e Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL); Parte II: sobre as Reduções Certificadas de Emissões (RCES), sua natureza jurídica e regulação; Introdução; 2. RCE: derivativo ou puramente um ativo; 3. Regulação do mercado de capitais; Conclusão; Notas; Referências*

PARTE I: SOBRE A QUESTÃO AMBIENTAL

INTRODUÇÃO

Desde o advento da primeira Revolução Industrial, descortina-se um processo de devastação dos bens ambientais sem precedentes na História.

A explosão demográfica, a produção em larga escala, as demandas de consumo sempre maiores, a competitividade desenfreada por mercados e a ocupação desregrada dos espaços públicos trouxeram ao mundo novas formas de poluição do meio ambiente.

Assim, aquecimento global, desastres ecológicos, extinção de espécies, despejo de resíduos tóxicos, além da ameaça de escassez generalizada de elementos naturais, e.g., ar, águas, terras e vegetação, dentre outras conseqüências, despertam na sociedade o interesse pela temática ambiental, em discussões sobre “o progresso a qualquer custo”.

Neste contexto, superando a visão polarizada que distanciava o homem da Natureza, surgiram movimentos preocupados em harmonizar o desenvolvimento (progresso acompanhado de alterações estruturais na economia e no tecido social, a custo de esforço próprio) ou crescimento econômico (avultamento da renda e do PIB, sem implicar mudança profunda de estrutura) com a preservação ambiental, com estímulo à busca por novas tecnologias e mecanismos capazes de contribuir para o desenvolvimento limpo, em conjunto com a produção de legislações ambientais.

No Brasil, os primeiros diplomas legais de proteção ao meio ambiente foram a Lei n. 6.938, de 31.08.81, conhecida como Lei de Política Nacional do Meio Ambiente (PNMA), e a Lei n. 7.347, de 24.07.85, a Lei de Ação Civil Pública, ambas fortemente influenciadas pelos ordenamentos jurídicos europeus, que, na década de 1970, passaram a positivizar normas de cunho ambiental em suas Constituições, no que foram seguidas por nossa Lei Fundamental de 1988, a qual reserva um capítulo dentro do Título VIII (Da Ordem Social), para tratar do Meio Ambiente, em seu artigo 225, e qualificá-lo como “bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida”.

Em âmbito externo, a Comunidade Internacional, ciente da dimensão transnacional da questão ecológica, deflagrou uma série de programas e conferências, dentre os quais o “O Homem e a Biosfera”, da UNESCO, em 1971, a Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente, ocorrida em Estocolmo, em 1972, a Comissão Mundial sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, formada pela ONU, em 1983, e, ao final, a Conferência das Nações Unidas para o Meio Ambiente e Desenvolvimento (UNCED), conhecida como ECO-92, oportunidade em que as Nações, pela primeira vez, estabeleceram, em caráter definitivo, critérios para se atingir o desenvolvimento sustentável¹.

Doravante, tornou-se imperativa, para a atual sociedade tecnológica e de consumo, envolvida numa economia globalizada, em constante modificação², a necessidade de conciliar o progresso com a conservação da biosfera, pena de estrangulamento do sistema ecológico, com seu aproveitamento, sempre crescente, pelo sistema econômico, pondo-se em dúvida a continuidade da vida no planeta³.

2. MUDANÇAS CLIMÁTICAS: PROTOCOLO DE QUIOTO E MECANISMO DE DESENVOLVIMENTO LIMPO (MDL)

Dentre os inúmeros desequilíbrios provocados pela malversação dos recursos naturais, destaca-se, pela grandeza e relevância, a mudança de clima.

Em 1979, a questão obteve foros de notoriedade com a realização da Primeira Conferência Mundial sobre o Clima, evento inaugural de uma série que propiciou o surgimento do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente e da Organização Meteorológica Mundial, entidades posteriormente unidas no *Intergovernmental Panel on Climate Changes* (IPCC), de cujos estudos extraiu-se o arcabouço teórico-científico para a elaboração da Convenção-Quadro das Nações Unidas Sobre a Mudança do Clima (UNFCCC), adotada na Rio-92 (Cúpula da Terra) e em vigor desde 21.03.1994, em que se fixou, como meta, "a estabilização das concentrações de gases de efeito estufa na atmosfera num nível que impeça uma interferência antrópica perigosa no sistema climático" (artigo 2).

Com o advento da FCCC, passaram suas Partes (em torno de 185 países mais a União Européia) a reunirem-se periodicamente. Com efeito, debates iniciados na Alemanha (Grupo *Ad Hoc* do Mandato de Berlim), visando a definir medidas de consenso sobre esforços a serem envidados para combater as alterações climáticas, culminaram com a adesão dos países a um protocolo da UNFCCC, o denominado Protocolo de Quioto, aos 11.12.1997, em reunião da Terceira Conferência das Partes, ocorrida naquela cidade japonesa.

Neste, estabeleceu-se, para o período de 2008 a 2012, o compromisso de diminuição de emissões totais dos gases geradores do efeito estufa⁴, pelos países listados no Anexo I do Protocolo, em, ao menos, 5% abaixo dos níveis monitorados em 1990⁵.

Foram ali consagrados os princípios das "responsabilidades comuns, mas diferenciadas" e do "poluidor pagador"⁶, segundo os quais, embora seja global o problema ambiental, caberia aos países tradicionalmente industrializados e, pois, historicamente responsáveis pelos danos ambientais, o ônus por evitar seu agravamento, para o quê contarão com o auxílio dos países em desenvolvimento.

Buscando viabilizar instrumentos para atingir os parâmetros propostos, o Protocolo criou o Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL), previsto em seu artigo 12, regulamentado pela COP 7 (Acordos de Marraqueche), que, ao permitir que os países do Anexo I se beneficiem das reduções de emissões realizadas em países em desenvolvimento, fá-lo com o duplo fito de auxiliar: i) os países não incumbidos de atender metas ambientais (Partes não-Anexo I) a lograrem o desenvolvimento sustentável, reduzindo suas emissões; e ii) os países do Anexo I a cumprirem os compromissos quantificados de limitação e redução de emissões.

Posto o quê, inova sobejamente o Protocolo.

Ao prever um modelo de compensação, contempla, por simultâneo, os interesses de países poluidores e de nações em desenvolvimento.

Estas receberão investimentos para recuperação de suas áreas naturais degradadas e melhoramento tecnológico de seus parques produtivos, quer por obra do empresariado local – que pode desenvolver projetos de que resulte redução de emissões quantificadas e certificadas, as quais poderão ser comercializadas para os países do Anexo I, que computarão tal volume como abatimento nas suas quantidades de emissões a reduzir-se –, ou estrangeiro.

Por sua vez, aqueles poderão valer-se de dois meios para se adequarem aos limites de poluição recém acordados: empreenderem projetos ou adquirirem títulos que conferir-lhes-ão créditos para abater suas “dívidas ambientais”, correspondentes às suas metas. Esta alternativa os favorece, ao proporcionar a escolha do mecanismo que se julgar menos dispendioso, face aos gastos com a concepção de tecnologias menos poluentes⁷.

Malgrado existam, suplementarmente às ações domésticas ambientais (artigo 2), “mecanismos de flexibilidade” como a Implementação Conjunta (JI), que, tratada no artigo 6, possibilita que os países engendrem juntos projetos de reduções de emissões, e o Comércio de Emissões (artigo 17), o qual permite que um país compre de outro cotas de reduções efetivadas, é o Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) que vem atraindo, para si, as atenções, não apenas por seu viés financeiro, mas, precipuamente, por possibilitar meios de participação social na reorientação do desenvolvimento econômico-ambiental, em especial das nações subdesenvolvidas.

De relevo notar, por fim, que a efetiva implementação do Protocolo de Quioto, o qual ainda não entrou em vigor⁸, dependerá, em grande medida, particularmente no contexto dos mecanismos internacionais, da participação de atores não-estatais, tais como o setor privado, as organizações não-governamentais (ONGs) e intergovernamentais e, ainda, os bancos multilaterais de desenvolvimento⁹.

PARTE II: SOBRE AS REDUÇÕES CERTIFICADAS DE EMISSÕES (RCES), SUA NATUREZA JURÍDICA E REGULAÇÃO

INTRODUÇÃO

Como asseverado, na estrutura concebida no Protocolo de Quioto, os agentes econômicos dos países constantes de seu Anexo I podem atingir suas metas de preservação do meio ambiente, direta ou indiretamente.

Diretamente, através da implementação duma atividade de projeto que atenda aos requisitos do Mecanismo de Desenvolvimento Limpo¹⁰. E, indiretamente, via aquisição de alguma das unidades de redução de emissão

válidas no âmbito do Protocolo, notadamente as Reduções Certificadas de Emissões (RCEs), emitidas por um Conselho Executivo, o *Executive Board*, e creditadas aos participantes da correspondente atividade, após a constatação de que, efetivamente, absorveu gás carbônico e/ou reduziu o nível de emissão de gases de efeito estufa.

Concebe-se, então, um importante e inteiramente novo mercado, figurando as Reduções Certificadas de Emissões como o bem negociável e as Partes do Anexo I como principais demandantes de reduções de emissões, visando a reduzir as despesas com o atendimento a seus objetivos ambientais.

Com êxito¹¹, tal mercado propiciará a troca de recursos e de tecnologias entre os países, bem como fomentará o desenvolvimento sustentável daqueles mais pobres, contribuindo para o fortalecimento do próprio mercado de capitais – i. é, o sistema de emissão, distribuição e negociação de títulos e valores mobiliários, subsistema do mercado financeiro¹²⁻¹³, ao lado dos mercados cambial, monetário e de derivativos –, que desempenha relevante papel na economia, como um verdadeiro “sistema de vasos comunicantes”¹⁴, ao captar a poupança popular para viabilizar os investimentos das sociedades¹⁵, os quais deságuam na obtenção de ativos de capital real (construções, equipamentos, bens de consumo duráveis e outros), que, ladeados pelo trabalho e a terra, são os três principais fatores de produção¹⁶.

2. RCE: DERIVATIVO OU PURAMENTE UM ATIVO

As operações envolvendo RCEs têm natureza jurídica controvertida. Há dois entendimentos discrepantes, que nelas vêem um derivativo ou, puramente, um ativo, cuja transação é vazada em um contrato de venda e compra ou, mesmo, em um contrato atípico.

A princípio, sustenta-se ser um derivativo, sob argumento de que está presente o *hedge* – i. é, operação que objetiva reduzir ou eliminar risco inerente à exposição às variações no valor de mercado ou no fluxo de caixa de qualquer ativo, passivo ou transação futura¹⁷ –, uma vez que, ao comprar os certificados para cumprir, como meio alternativo, as metas impostas, o agente se protegerá dos custos, eventualmente maiores, advindos da adoção de nova tecnologia, caso optasse pela elaboração de uma atividade de projeto elegível para o MDL.

À toda evidência, como derivativo, à luz do artigos 1º e 2º, incisos VII e VIII, da Lei n. 6.385, de 07.12.1976, de consonância com modificações introduzidas pela Lei n. 10.303, de 31.10.2001, que operou a recente reforma das leis das sociedades por ações e do mercado de capitais, cuida-se de valor mobiliário, inserto na esfera de regulamentação, fiscalização e sanção levadas a cabo por esta CVM.

Relativamente aos ambientes de negociação, como derivativos, as RCEs podem ser transacionadas, em princípio, em mercado de bolsa ou balcão¹⁸.

No primeiro, compreendendo a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), principal centro de negociação de derivativos do Mercosul, e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), maior mercado acionário da América do Sul, impor-se-á certa padronização dos contratos, a fim de facilitar sua liquidez.

Por outra banda, no mercado de balcão (*over-the-counter*), por força da flexibilidade característica das operações, no intuito de satisfazer as necessidades específicas das contrapartes, prescindir-se-á da uniformização de seus termos¹⁹.

Diversamente, pode-se ver na operação com as RCEs um simples contrato de compra e venda.

Inicialmente, tal entendimento parte de crítica à concepção anterior, a qual arrima-se, basicamente, na atividade de *hedge*, supostamente ali presente.

Se o *hedge* é bem característico dos instrumentos derivativos, em especial à época de seu surgimento, na década de 1970, em que se vivia em um ambiente de elevação dos níveis de risco econômico, principalmente a partir do primeiro choque do petróleo e da queda da paridade dólar-ouro até então mantida pelo governo norte-americano, ele não serve, todavia, como nota exclusiva para delimitar as operações que se enquadram ou não no conceito de derivativo. Afinal, hodiernamente, vários são os usos para os derivativos, tais como, além do gerenciamento do risco (*hedge*), a redução de custos de financiamentos, a especulação, a arbitragem, a criação de instrumentos sintéticos equivalentes a um outro instrumento financeiro, bem como o tratamento tributário favorável²⁰.

É preciso, pois, neste passo, analisar o próprio conceito de derivativo.

A doutrina leciona, uniformemente, que derivativos são os instrumentos financeiros cujo preço de mercado (*market price*) deriva do valor de um ativo real (as *commodities*, ou seja, produtos primários como algodão, soja, minério de ferro etc.) ou outro instrumento financeiro (taxas de câmbio, de juros, moedas, índices de Bolsas etc.)²¹. A depender do ativo-referente, os derivativos podem ser financeiros e não financeiros. Os contratos futuros e a termo, as opções e o *swap* são as modalidades derivativas de maior utilização²².

A importância dos derivativos é inegável, sobretudo para economias emergentes, representando, para muitos, uma terceira onda dos

mercados financeiros, iniciada na metade final do século passado e antecedida pelos mercados de mútuo feneratício, assentado no sistema bancário, e de valores mobiliários, bursátil²³.

Ao que parece, face ao conceito supra, o valor da RCE e, pois, da transação com ela realizada não resulta do de nenhum outro ativo, que se encontre subjacente, o que obsta sua subsunção à categoria dos derivativos, os quais se caracterizam por ser uma variação de uma oferta existente²⁴.

Ademais, critica-se a própria presença, na espécie, do *hedge*, dê que a proteção com derivativos se revela na obtenção de um ganho financeiro com eles, de arte a compensar uma perda das operações da sociedade, por força das oscilações de preços de um ativo referente, que pode ser, como visto, desde matérias-primas a taxas de câmbio e juros.

Não se vislumbra como a preocupação com os gastos em tecnologia na adoção duma atividade de projeto, que levam o agente a optar pela compra de RCEs, possa constituir, verdadeiramente, um *hedge*, traduzindo-se, em verdade, em simples alternativa de mercado, custo-efetiva, à disposição dos agentes econômicos.

Assim, haveria, para uns, apenas um contrato de compra e venda tendo por objeto um ativo intangível, sendo esta sua única peculiaridade. Como sabido, nada impede que o negócio jurídico de venda e compra não recaia sobre um bem físico, como ocorre, p. ex., com a alienação onerosa de estabelecimento comercial, de patentes, de lote de ações etc.

Como ativo intangível, seu valor não guarda relação com a forma, física ou diversa, na qual os direitos correspondentes são incorporados, representando a RCE o direito a um benefício futuro bem particular, qual seja, em última análise, a "poluir, porém em conformidade com o Protocolo de Quioto".

Por natural, saliente-se, não haveria empeço à celebração de contratos futuros ou de opções envolvendo as RCEs, caso em que estar-se-ia, sim, diante de um derivativo.

Outra corrente, enfim, sustenta tratar-se de um contrato atípico, provido de caracteres próprios, a começar por incidir em um ativo recém-criado.

Importa notar que, quer cuidando-se de contrato de venda e compra, quer de contrato atípico, as RCEs são ativo que não se subsume no conceito de valor mobiliário, diante da legislação vigente, em especial o artigo 2º, da Lei n. 6.385²⁵.

Mesmo a inclusão no item XI do artigo 2º, daquele diploma legal, de acordo com a Lei n. 10.303 – que traz a figura do contrato de investimento

coletivo publicamente ofertado e que, para muitos²⁶, fez adotar o largo conceito de *security* do direito norte-americano²⁷, para o qual, de consonância com a jurisprudência da Suprema Corte²⁸, constitui valor mobiliário todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em virtude de uma captação pública de recursos, com vistas ao fornecimento de capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro –, revela-se impossibilitada.

Isto porque, a uma, não há de se falar em “direito de participação, de parceria ou de remuneração” gerado a partir do título, essencial à sua *fattispecie*, uma vez que tal direito inexistente nas operações com Reduções Certificadas de Emissões.

A duas, pois esta Comissão de Valores Mobiliários, no exercício de suas atribuições regulamentares, fundadas no item I, do §3º, do artigo 2º, da Lei n. 6.385, inserido pela Lei n. 10.303, expediu a Instrução CVM n. 270, de 23.01.1998, rezando, no artigo 1º, que só “poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima”, enquanto as RCEs são emitidas, como supra anotado, pelo *Executive Board*.

Desta feita, inviabilizado está o enquadramento como “título ou contrato de investimento coletivo”, ainda que se considere ter o legislador enunciado uma cláusula *omnibus*, de fechamento de sistema e emprego da acepção lata para a expressão “valor mobiliário”, como ocorrente no direito norte-americano.

Logo, para que se considere um valor mobiliário e, como tal, sob o pálio desta CVM, a prevalecer o entendimento contrário à concepção derivativa, será imprescindível a edição de ato normativo estabelecendo expressamente que o é, de modo a sujeitar as RCEs ao regime da Lei n. 6.385.

Finalmente, deve-se dizer que, a despeito desta exposição, um eventual enquadramento das RCEs no rol de derivativos não será de todo surpreendente, visto que a própria noção de derivativo vem sendo repensada, nela avultando a atividade de *hedge*²⁹.

Para além do que antecede, não se deve olvidar a existência de instrumentos derivativos por equiparação, i. é, os assim enquadrados, tão simplesmente, por receberem tratamento próprio dos derivativos, dentre os quais tem-se o contrato de *swap*³⁰.

De toda sorte, a importância do novel mercado de RCEs é evidente, sobretudo para os países em desenvolvimento, como o Brasil³¹, devendo submeter-se, é forçoso convir, à competência administrativa desta CVM, como firmada em sua lei de regência, bastando, para tanto, atribuir-se às RCEs, por lei ou medida provisória, a natureza de valor mobiliário.

Igualmente, na esteira de projetos para a instalação de mecanismos de mercado brasileiros, mormente o concebido pela Fundação Getúlio Vargas e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social³², vislumbra-se a criação de ativos de circulação interna, entanto de atração do investidor estrangeiro.

Naquele, o BNDES desempenharia um papel catalisador de atividades de absorção ou redução de poluentes a serem levadas a cabo pelo empresariado no País, em um modelo estruturado à semelhança do internacional.

Ao final do processo, adviriam ativos próprios, como quotas de Fundos de Investimento e, principalmente, as Reduções Certificadas de Emissões (RCEs) de registro doméstico, a serem negociados tanto nos mercados de subscrição primária (colocação inicial de títulos), por meio de leilões públicos realizados pelo BNDES, como secundário (transação com ativos já existentes), em Bolsa.

Exsurge como apodíctico que estas últimas são derivativos, porquanto terão sua precificação dependente, ao menos parcialmente, do valor de mercado das Reduções internacionais, que assumirão papel subjacente.

Não obstante, a elaboração de normativo assim dispendo gozaria do mérito de espancar eventuais dúvidas sobre sua regulação e a autoridade competente para promovê-la.

3. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Não se pode encerrar este painel sem consignar algumas breves linhas sobre a regulação na seara do mercado de capitais, a incidir nas operações envolvendo RCEs.

No contexto de um Estado pós-moderno e pluricêntrico³³, caracterizado pelo refluxo de sua atuação direta nas atividades econômicas, quer no tocante à prestação dos serviços públicos, quer quanto à exploração lucrativa em concorrência com os particulares ou monopolística, tem a função regulatória ganhado crescente importância.

Entende-se por regulação, consoante autorizada doutrina, a parcela da atividade administrativa de intervenção no domínio econômico, materializada em atos gerais, individuais ordinatórios e decisórios, com o desiderato de atender aos interesses mais relevantes da coletividade. Isto posto, a regulação compreende competências normativas, fiscalizatórias e parajurisdicionais³⁴.

Em sede de mercado de valores mobiliários, a regulação financeira, que se distingue da monitoração e supervisão³⁵, podendo ser funcional ou

institucional³⁶, é norteadada por três objetivos centrais, a saber: i) a proteção dos investidores contra fraudes e abusos similares; ii) a manutenção da competição no mercado, assegurando que seja justo, eficiente e transparente; e iii) a redução de riscos sistêmicos, de molde a preservar a integridade do sistema financeiro³⁷.

Com efeito, a maior preocupação reside na proteção aos investidores, em especial os minoritários, tanto os de varejo, que correspondem aos investidores em geral, como os institucionais, é dizer, os fundos mútuos e de pensão, além das companhias seguradoras. Estes últimos desempenham importante papel, de vez que estabilizam o mercado.

O principal meio de se proteger o investidor consiste na exigência de transparência de todas as informações relevantes (*full disclosure*), para que possa, de modo fundado, tomar as decisões de compra ou venda de valores mobiliários. Para tanto, impõe-se aos emitentes dos títulos o dever de as fornecer³⁸⁻³⁹.

Ademais, é necessário que o mercado seja competitivo.

A teoria microeconômica ensina que a competição ativa é resultante de quatro condições que se inter-relacionam, quais sejam: a) o número de *players* deve ser grande; b) nenhum deles pode ter significativo poder no mercado; c) e, por igual, têm de agir independentemente, não podendo indevidamente cooperar esforços para controlá-lo. Não pode haver, pois, manipulação, individual ou em grupo; e, por fim, d) o ingresso no mercado deve ser facilitado, de maneira que, tão logo investidores obtenham lucros acima do normal, em consideração ao risco, outros se interessem em nele entrar⁴⁰.

Por derradeiro, a diminuição do risco sistêmico não implica esperar-se do regulador a prevenção do fracasso financeiro de um intermediário de mercado, mas, sim, que busque reduzir o impacto daquela ruína, isolando-a, para que se não alastre e contamine todo o mercado⁴¹.

Com vistas à consecução destes fins, instalou-se, no País, uma estrutura regulatória nos moldes norte-americanos⁴²⁻⁴³, pelos quais as instituições e a negociação com valores mobiliários têm caráter privado, sujeitas, contudo, à regulação estatal e das bolsas de valores e a normas protetoras dos interesses públicos⁴⁴.

Há, portanto, dois níveis de regulação.

O primeiro – a auto-regulação –, correspondendo à levada a cabo, de modo voluntário, pelas próprias bolsas, é favorecido pela proximidade das atividades do mercado e por serem as regras que estabelece fixadas pela própria comunidade, o que aumenta a expectativa de seu fiel cumprimento⁴⁵.

O segundo, por seu turno, refere-se à regulação promovida pelo Estado. Para tanto, fruto de descentralização administrativa⁴⁶, foi instituída a Comissão de Valores Mobiliários⁴⁷, hoje entidade autárquica em regime especial, agência reguladora⁴⁸ vinculada ao Ministério da Fazenda, mas sem subordinação hierárquica, dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, bem assim de autonomia financeira e orçamentária, de cujas funções, tipicamente estatais, desincumbe-se mediante decisões marcadamente técnicas e despolitizadas⁴⁹.

A ela cometem-se competências para normatizar, fomentar, fiscalizar e sancionar as atividades privadas realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, com o fim de contribuir para o desenvolvimento da ordem econômica e a concretização dos princípios que a regem, estampados no artigo 170, preceito-cerne⁵⁰ da Constituição dirigente de 1988⁵¹.

Em síntese, a regulação do mercado de capitais tem por escopo revesti-lo de confiança e transparência, sem os quais não poderá prosperar e, destarte, ser instrumento a favor do crescimento econômico.

CONCLUSÃO

Conclui-se, erga, que a natureza jurídica das Reduções Certificadas de Emissões constitui tema controvertido, ainda em aberto.

Entrementes, independentemente de ser derivativo ou tão-só ativo, face às possibilidades que surgem com a institucionalização de um mercado para negociá-las, em especial para o País, que, espera-se, será recebedor de divisas e tecnologias, sua importância é clara, pelo que devem submeter-se à regulação desta Comissão de Valores Mobiliários, que promovê-la-á visando, em suma, a proteger os investidores, assegurar a competição no mercado e diminuir os riscos sistêmicos.

Tal como suso afirmado, o presente *paper* sobre as RCEs, sua natureza jurídica e regulação não visa a exaurir o assunto, ostentando cariz introdutório.

NOTAS

¹ Consta do documento “Nosso Futuro Comum”, também conhecido como Relatório *Brundtland*, publicado em 1987 e elaborado pela Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e o Desenvolvimento, a definição adotada pelo governo brasileiro para desenvolvimento sustentável. Trata-se do “desenvolvimento que satisfaz as necessidades presentes, sem comprometer a capacidade das gerações futuras de suprir suas próprias necessidades”.

² “Globalization can be thought of as a process in which economic markets, technologies, and communication patterns gradually exhibit more ‘global’ characteristics, and less ‘national’ or ‘local’ ones. In this sense, it is the millions of daily decisions concerning technology choices, market structures/prices, and communication patterns that ‘drive’ the globalization process. In altering these patterns, globalization will generate a variety of consequences. These

consequences will affect both the economy and the environment; they will also affect the global economy differently than they do that of individual nations. (...) Analyzing the environmental consequences of globalization must be done over a longer time frame than is required for many economic issues. Some elements of a more globalized economy may initially seem benign (or even positive) for the environment, but may seem quite the opposite when viewed in a more dynamic (i. e. longer-term) way. (...) There is considerable uncertainty about the long-term ability of the environment to withstand the pressures of even the current scale of economic activity, let alone the scale that might exist after the world economy has become more globalized. Globalization may therefore place significant new stresses on environmental resources, unless new measures are put in place to avert this result. On the other hand, globalization may open up opportunities for structural and/or technological changes that offset these scale in certain situations. This would imply that the (negative) scale effects of globalization on the environment might be held to lower levels over time than the (positive) technological and structural effects” (Economic Globalization and the Environment, Paris : Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), 1997, pp. 19, 23, 24, 25).

³ Em Economia, todavia, há disputas teóricas quanto à possibilidade de se harmonizar o progresso econômico com a conservação do meio ambiente. Assim, cfr. NUSDEO, Fábio *in* Curso de Economia: introdução ao Direito Econômico, 3. ed., São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2001: “Analogamente ao ocorrido nos primeiros tempos da economia clássica, também nos dias atuais parecem ter-se definido duas escolas antagônicas entre os economistas: uma otimista e outra pessimista. E a origem dessa divisão, curiosamente, permanece a mesma: a influência da fator natureza sobre as atividades humanas. Enquanto a primeira sustenta a possibilidade da continuação do progresso e do desenvolvimento em termos econômicos, fazendo nele repousar a responsabilidade mesma pela superação dos problemas ambientais, a segunda advoga pura e simplesmente o abandono do crescimento como meta de qualquer política econômica, convencida da existência de limites incontornáveis postos pela natureza do planeta à expansão das atividades econômicas de seus habitantes”.

⁴ De acordo com o Anexo A do Protocolo de Quioto, são gases de efeito estufa o dióxido de carbono (CO₂), o metano (CH₄), o óxido nitroso (N₂O), os hidrofluorcarbonos (HFCs), os perfluorcarbonos (PFCs) e o hexafluoreto de enxofre (SF₆).

⁵ Cfr. artigo 3º, do Protocolo de Quioto.

⁶ “A definição do princípio foi dada pela Comunidade Econômica Européia, que preceitua: ‘as pessoas naturais ou jurídicas, sejam regidas pelo direito público ou pelo direito privado, devem pagar os custos das medidas que sejam necessárias para eliminar a contaminação ou para reduzi-la ao limite fixado pelos padrões ou medidas equivalentes que assegurem a qualidade de vida, inclusive os fixados pelo Poder Público competente’ (ver diretivas da União Européia)” (FIORILLO, Celso A. Pacheco *in* Curso de direito ambiental brasileiro, São Paulo : Saraiva, 2000, p. 27).

⁷ Decerto, depara-se com verdadeiro avanço frente à política ambiental, levada a cabo pelos Estados Unidos da América, iniciada em 1967 com o *Clean Air Act*, de comércio de emissões (*Emission Trading Policy*), na qual salientam-se variáveis como *bubble*, *offset* ou *netting*, de vez que nada agregam ao desenvolvimento das nações menos afortunadas. Por *bubble* ou “bolha de poluições”, entende-se o conceito pelo qual agrupam-se os equipamentos e plantas de produção numa certa área, dispensando-se-lhes um tratamento global, como se estivessem reunidos numa bolha, por parte da Agência de Proteção Ambiental norte-americana (EPA), que fixa parâmetros máximos de emissão de gases provenientes daquela unidade. A seu turno, *offset* é um procedimento de compensação-adequação do nível de poluição numa certa região geográfica, pelo que uma nova usina só poderá nela se instalar, caso não promova o aumento da *bubble* prefixada ou se as indústrias já instaladas diminuïrem seu quantitativo poluidor. Finalmente, o *netting* constitui forma de aplicação do *bubble* nos casos de modificação ou expansão de uma unidade fabril. Cfr. FREEMAN, Harry M. *in* Industrial Pollution Prevention Handbook, USA : McGraw-Hill, 1995.

⁸ O Protocolo de Quioto foi aberto para assinaturas em 16.05.1998. Eis senão quando seja ratificado por, pelo menos, 55 Partes da Convenção, incluindo os países desenvolvidos que contabilizaram pelo menos 55% das emissões totais de dióxido de carbono em 1990 desse grupo de países industrializados, passará a vigorar dentro de 90 dias (artigo 25). Neste entretanto, as Partes da Convenção sobre Mudança do Clima continuarão a observar os compromissos assumidos sob a Convenção e a preparar-se para a futura implementação do Protocolo.

⁹ “There are several reasons why the private sector could be motivated to participate in activities related to JI, emissions trading, and the CDM. First, in order to achieve their emission-reduction commitments under the Kyoto Protocol, many national governments will allocate rights to emit GHGs among industrial sources responsible for the emissions. Consequently, the private sector will be required to achieve reductions and, if allowed to do so, many choose to meet some of their obligations by carrying out JI and CDM projects or by purchasing emission credits. (...) The private sector could also engage in the development of climate-friendly technologies and sequestration methods that aid private firms or countries in meeting their GHG emission limits.(...) In addition, allowing private entities to participate directly in an international emissions-trading programme would increase the number of actors involved in the trading scheme, thereby increasing competition and stimulating greater cross-border capital flows. (...) New opportunities for private brokering agencies and the international insurance industry also exist within the international emissions-trading market. Brokering agencies could aid in developing forums for emission trading by identifying projects, matching partners, auditing and certifying emission offsets, and tracking emission trades. The growth of the international insurance industry may also occur as a result of the implementation of these flexibility mechanisms, as companies may seek to limit investment and political risk by use of insurance.

“(...) Some of the potential roles for NGOs relate to verification, enforcement, expertise, and public education, particularly in implementation of the mechanism. The use of NGOs in implementation of the mechanisms. The use of NGOs in implementing the mechanisms offers both economic and political advantages. In order to ensure that self-reported data of actual emission reductions from participants in the mechanisms are accurate, independent verification could be performed by NGOs. The verification process is critical for both parties to a transaction under the mechanisms. To avoid the possibility of either the host country or the investing agent inflating the carbon emission from a baseline scenario or the actual GHG-emission reductions derived from the project, careful monitoring and verification will be necessary. Verification would involve confirming that the estimated GHG abatement had actually occurred and ascertaining whether “additional” reductions took place which would not have occurred under a business-as-usual scenario. (...) For both developed and developing countries, the use of NGOs in the implementation of the flexibility mechanisms could provide both economic and political advantages. In terms of the economic advantages, verification by NGOs could counteract the tendency of participants in CDM and JI projects to overestimate emission reductions, thereby promoting a credible and stable emission market. Additionally, a credible market encourages further investment and trust by private and public entities. At the same time, private firms could gain knowledge in energy-efficient, cost-saving technologies. NGOs could work with private businesses in developing programmes and technology that balance economic environmental concerns. (...) Perhaps the most important aspect of the involvement of NGOs in the implementation of the mechanisms could be to confer additional “legitimacy and transnationalism” in enhancing the transparency of activities conducted under these mechanism. The promotion of transparency by NGOs could be valuable in revealing violations and encouraging compliance with the Protocol’s commitments. Under certain circumstances, NGOs may even be in a position to bring legal actions as a way of encouraging compliance among participants. Essentially, NGOs would promote transparency by performing independent assessments and monitoring of individual sources in order to ensure that there are no distortions in official, self-reported data of actual emission offsets.

“(...) Multilateral developments could play an important role in the implementation of the mechanisms by absorbing some of the risk associated with early use of emerging mechanisms, as well as reducing costs. MDBs, and particularly the World Bank, could provide information-related services, capacity-building services, and risk-management services. With

respect to information-related services, MBDs and other international financial institutions (IFIs) could act as brokers, matching firms seeking emissions credits with groups seeking funding for GHG reduction activities. In this capacity, IFIs could lessen the costs of seeking partners and provide market recognition to smaller companies and obscure projects in developing countries. In addition, these organizations could use their expertise in identifying projects suitable for investment, assessing the potential environmental benefits and ERUs generated from the CDM or JI project. IFIs would also be able to help developing countries choose projects that would result in sustainable development.

“(…) The Kyoto Protocol, negotiated in an era of economic globalization, is precedent setting in its specific inclusion of non-state actors in its implementation provisions. Ensuring the effectiveness of the Protocol requires that a variety of non-state actors be constructively engaged in its implementation, including the private sector, NGOs, intergovernmental organizations, and international financial institutions” (CAMPBELL, Laura B. *The Role of the Private Sector and Other Non-State Actors in Implementation of the Kyoto Protocol in Inter-Linkages – The Kyoto Protocol and the International Trade and Investment Regimes* – Edited by W. Bradnee Chambers, New York : United Nations University Press, 2001, pp. 27-39).

¹⁰ Dentre os requisitos, destacam-se: (a) a voluntariedade da participação; (b) a aprovação pelo país local, receptor do projeto, tendo em vista fins de desenvolvimento sustentável por ele definidos; (c) o atendimento do critério da adicionalidade, exigindo-se que a atividade provoque ganhos ambientais, mensuráveis, reais e de longo prazo, superiores aos que adviriam se não fosse realizada; (d) a ausência de impactos colaterais negativos ao meio ambiente local; (e) a oitiva de todo o público potencialmente atingido por ela; e, afinal, (f) que se relacione com gases de efeito estufa, florestamento ou reflorestamento.

¹¹ A viabilidade do mercado dependerá, principalmente, de haver regular distribuição de informações, baixo custo das transações e liquidez, proporcionada pela existência de grande volume de negócios e de participantes. Neste sentido: “In summary, a good market for goods and services would have the following characteristics: 1. Timely and accurate information on the price and volume of past transactions and similar information on prevailing supply and demand. (...) 2. Liquidity. A buyer or seller of a good or service can buy or sell the asset quickly, at a price which is close to the price of previous transactions, assuming no new information has been received. In turn, a liquid market requires price continuity (i.e., prices do not change very much) from transaction to transaction. Price continuity itself requires depth. There must be a number of buyers and sellers willing and able to enter the market at prices above and below those prevailing. 3. Low transaction cost. This internal efficiency means that all aspects of the transaction entail low costs, including the cost of reaching the market, the actual brokerage cost involved in the transaction, as well as the cost of transferring the asset. 4. Rapid adjustment of prices to new information. This external efficiency ensures that the prevailing price reflects all available information regarding the asset” (REILLY, Frank K., *Secondary Markets in Handbook of Financial Markets – Securities, Options and Futures*, edited by Frank J. Fabozzi e Frank G. Zarb., Illinois : Dow Jones-Irwin, pp. 151, 152).

¹² “Financial markets perform the essential economic function of channeling funds from people who have saved surplus funds by spending less than their income to people who have a shortage of funds because they wish to spend more than their income. Those who have saved and are lending funds are the lender-savers, (...) and those who must borrow funds to finance their spending are the borrower-spenders. The principal lender-savers are households, but business enterprises and the government (particularly state and local government), as well as foreigners and their governments, sometimes also find themselves with excess fund and so lend them out. The most important borrower-spenders are businesses and the government (particularly the federal government), but households and foreigners also borrow to finance their purchases of cars, furniture, and houses” (MISHKIN, Frederic S. e EAKINS, Stanley G. *in Financial markets and institutions*, 3. ed., New York : Addison-Wesley Publishing Company, 2000, p. 14).

¹³ “Financial markets provide three additional economic functions. First, the interactions of buyers and sellers in a financial market determine the price of the trade asset; or, equivalently, the required return on a financial asset is

determined. The inducement for firms to acquire funds depends on the required return that investors demand, and it is this feature of financial markets that signals how the funds in the economy should be allocated among financial assets. This is called the price discovery process. Second, financial markets provide a mechanism for an investor to sell a financial asset. Because of this feature, it is said that a financial market offers liquidity, an attractive feature when circumstances either force or motivate an investor to sell. In the absence of liquidity, the owner will be forced to hold a debt instrument until it matures and an equity instrument until the company is either voluntarily or involuntarily liquidated. While all financial markets provide some form of liquidity, the degree of liquidity is one of the factors that characterize different markets. (...) The third economic function of a financial market is that it reduces the search and information costs of transacting. Search costs represent explicit costs, such as the money spent to advertise the desire to sell or purchase a financial asset, and implicit costs, such as the value of time spent in locating a counterparty. The presence of some form of organized financial market reduces search costs. Information costs are those entailed with assessing the investment merits of a financial asset; that is, the amount and the likelihood of the cash flow expected to be generated. In an efficient market, prices reflect the aggregate information collected by all market participants” (FABOZZI, Frank J. e MODIGLIANI, Franco *in* *Capital Markets – Institutions and Instruments*, 2. ed., New Jersey : Prentice Hall, 1996, p.11).

¹⁴ CÔRREA-LIMA, Osmar Brina *in* *Sociedade Anônima*, Belo Horizonte : Del Rey, 2. ed., 2003, p. 26.

¹⁵ “Funds to operate the corporation are derived in three principal ways: 1. By the issuance or sale of corporate debt securities (debt); 2. By the issuance of equity securities (equity); 3. Through retained earnings” (EMERSON, Robert W. e HARDWICKE, John W., *in* *Business Law*, 3. ed., New York : Barron’s Educational Series Inc., 1997, p. 339).

¹⁶ “Real Capital – consisting of buildings, equipment, consumer durables, and other tangible and intangible assets – is one of the three main factors of production, the other two being labor and land. It is of great importance to the satisfactory performance of any economy that (1) the supply of capital be approximately equal to the demand – in other words, that there be no major shortages or surpluses – and that (2) the existing capital be allocated efficiently – more precisely, that the marginal productivity of capital be substantially the same in different uses. If these two conditions are fulfilled, the aggregate return to real capital will be maximized. The financial markets play an essential role in the attainment of these objectives. They do so because, (...), most real capital is financed by equities or credit, which is to say that the ultimate users of real capital rely heavily on others to provide the funds with which to acquire real capital assets. These ultimate users are usually corporations and other firms, but they also include households (for dwellings and consumer durables) and various levels of government. The providers of funds are mostly individuals and the institutional investors (such as mutual funds, pension funds, and life insurance companies) to which they have entrusted their savings. Real capital formation depends to a large extent on the availability of financing” (HOUTHAKKER, Hendrik S. *et alli*, *in* *The Economics of Financial Markets*, New York : Oxford University Press, 1996, p. 284).

¹⁷ “Although closely related to asset/liability management and often used in conjunction with asset/liability management, hedging is a distinct activity. A hedge is a position that is taken as a temporary substitute for a later position in another asset (liability) or to protect the value of an existing position in an asset (liability) until the positions can be liquidated. Most done hedging is done in off-balance sheet instruments. The instruments most often used for hedging are forwards, futures, options, and, of course, swaps” (KAPNER, Kenneth R. e MARSHALL, John F., *in* *The Swaps Handbook: swaps and related risk management instruments*, New York : New York Institute of Finance Corp., 1990, p. 148).

¹⁸ “Derivatives contracts are bilateral and hence negotiated between two specific counterparties. Types of derivatives are often distinguished based on the manner in which they are negotiated. ‘Privately negotiated derivatives’ are contracts that are negotiated outside the world of organized financial exchanges in an opaque, decentralized environment of phones, faxes and quotation screens. As such, the two counterparties to a particular transaction may customize virtually any of the terms of that transaction (e.g., price, maturity, timing of payments, etc.) Popular types of privately negotiated derivatives include swaps, forwards, and some over-the-counter options. ‘Exchange-traded derivatives’, as their name

implies, are negotiated on organized financial exchanges, such as the Chicago Mercantile Exchange (CME) or the Chicago Board Options Exchange (CBOE). Unlike privately negotiated derivatives, the exchange that lists the contract for trading also determines most of the terms of the contract. The two counterparties to a trade thus generally negotiate only the transaction price, with terms such as maturity left to the listing exchange to define. Exchange-traded derivatives include futures, options on futures and options on securities” (CULP, Christopher, “Derivatives Regulation: problems and prospects”, *in* Restructuring regulation and financial institutions, California : Kluwer Academic Publishers, 2001, pp. 263, 264).

¹⁹ “Over-the-counter (OTC) derivatives are simply derivatives which are created as the result of bilateral negotiation between the parties to the trade, rather than through trade on a formal market. The benefit of OTC derivatives is that all terms of the contract (including, for example, the delivery date and contract volume) can be negotiated, whereas most terms of exchange-traded derivatives are pre-specified. The disadvantages of OTC products arise from the absence of a formal market place which leads to reduced liquidity and the absence of market oriented counterparty risk assessments. Data on the scale of OTC activity is scarce, but an ISDA survey suggests that in 1993, the notional value of OTC swaps activity was about 15% greater than of all exchange traded derivatives. (...) In the case of exchange-traded derivatives, the clearing house is the central counterparty of all derivative deals. The solvency of the clearing house is crucial for the stability of the exchange. To protect itself against potential failures of traders, the clearing house typically requires traders to deposit an initial margin. Positions are marked-to-market daily or sometimes even intraday and variation margin calls are made when prices change. Most clearing houses have a loss sharing agreement among members and/or a reserve fund in case a member fails and its margins are not sufficient to cover its positions. (...) It has been suggested to bring ‘standard’ OTC derivatives to centralized exchanges as a method of reducing counterparty risk (Folkerts-Landan and Steinherr, 1994). Bringing ‘standard’ OTC products to exchanges is useful and some OTC-products have come to exchanges once standardized. A recent example is the introduction of so-called flex options” (BOARD, John *et alli*, “Derivatives Regulation”, *in* Derivatives, Regulation and Banking, New York : Elsevier Science B.V., 1997, pp. 239, 240).

²⁰ “The main economic function of derivatives is to allow individual parties to transform risks arising from changing interest rates, foreign exchange rates, equity prices and commodity prices. Derivatives do not create new risks, but redistribute existing risks among participants. Derivatives increase economic efficiency in that they enable participants to unbundle risks components and trade them in a manner which they could not do, or not nearly as effectively, previously. It is now widely accepted that derivatives are hedging vehicles which do not cause volatility but have developed in response to volatility (BIS, 1994b). However, it should also be acknowledged that, although risks can be reduced, they can also be amplified by trading speculatively in futures, options and other derivative instruments” (BOARD, John *et alli*, *ob. cit.*, pp. 238, 239).

²¹ “A derivative can be defined as a financial instrument whose value depends on (or derives from) the values of other, more basic underlying variables. Very often the variables underlying derivatives are the prices of traded assets. A stock option, for example, is a derivative whose value is dependent on the price of a stock” (HULL, John C., *in* Options, futures, & other derivatives, New Jersey : Prentice Hall, 5. ed., 2003, p. 01).

²² Futuros são contratos padronizados de *commodities* ou ativos financeiros, pelos quais as partes se obrigam à sua venda e compra em certa data futura, por um preço determinado. Os contratos a termo aproximam-se destes, deles diferindo por não serem padronizados, não possuírem liquidez e sua liquidação depender somente da vontade das partes. As opções, a seu turno, atribuem a uma das partes direito de compra (opção de compra, *call*) ou de venda (opção de venda, *put*) de um lote de ativos (ativos-objeto), enquanto à outra a obrigação de vendê-lo ou comprá-lo, com preços e prazos de exercício preestabelecidos contratualmente. E, por fim, o *swap*, operação que se caracteriza por um contrato por meio do qual as partes assumem a obrigação de permutar fluxos de caixa futuros, de acordo com uma fórmula pré-ajustada. Este mecanismo, chamado de troca de rentabilidade, tem por finalidade permitir aos seus

participantes uma gestão financeira mais eficaz contra os riscos de variação de seus ativos e/ou passivos não nocionais (que constam de fato no patrimônio), sem que a sociedade tenha que se descapitalizar para fazê-la.

²³ Neste sentido: “The most recent financial wave is in response to the capital market’s need to further distribute risk. Just as the banking system became a bottleneck and gave birth to disintermediation, the capital markets became a bottleneck and in turn gave birth to a new kind of disintermediation – derivatives (...) [which] have allowed institutions to take broader views of the market. This activity brings more capital into play, thus producing a quantum leap in how much risk the capital market can absorb. That’s good for corporations and governments because it allows them to expand and enter into new ventures. In other words, derivatives help accelerate economic growth. Just as the growth of the securities markets helped distribute risk more efficiently in the marketplace relative to the loan market, the growth of derivatives has helped distribute risk more efficiently relative to the securities market. Financial institutions now act as risk holding-tanks. For example, they hold risk transferred to them by issuers and investors until they can find a safe place to transfer the risk themselves” (RULLE, Michael S. “New products, old mistakes – putting the derivatives business into context” *in* Derivatives risk and responsibility, KLEIN, Robert A. e LEDERMAN, Jess, Chicago : Irwin Professional Publishing, 1996, pp. 51, 52).

²⁴ “In today’s securities industry, there are usually two types of products to which the Operations Manager will be exposed. The first is the totally original product, one that is unlike any other product the firm or even the industry might offer. The second is the derivative product that is a variation of an existing offering” (REDDY, Michael T., *in* Securities Operations: a guide to operations and information systems in the securities industry, 2. ed., New Jersey : New York Institute of Finance, 1995, p. 384).

²⁵ Art. 2º. “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º. Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões”.

²⁶ “A Lei n. 10.198/2001 constitui importante marco no direito sobre mercado de capitais, ao conferir uma concepção abrangente aos valores mobiliários, por meio da adaptação do conceito de *security* do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais. A Lei n. 10.303/2001 sistematiza o elenco de valores mobiliários, nele incorporando o conceito mais amplo já contido na Lei n. 10.198/2001, de títulos ou contratos de investimento coletivo, além de incluir os chamados derivativos em seu escopo” (CARVALHOSA, Modesto, *in* A nova Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo : Saraiva, 2002, p. 472).

²⁷ O *Securities Act of 1933*, na *Section 2(a)(1)*, traz o conceito legal de *security*, *verbis*: "The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a 'security', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing".

²⁸ BARROS LEÃES, Luiz G. P. de, "O conceito de 'security' no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro", in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 14, Ano XIII, São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 1974, p. 57.

²⁹ "The term 'hedge' followed a similar pattern of distortion as the derivatives markets developed. Initially, hedging meant balancing gains and losses. With the introduction of viable options exchanges, the complexity of hedging jumped, since options provided so many new ways of addressing specific risks that the definition of hedging was significantly stretched. Eventually, a whole menagerie of other derivatives were developed. Hedging began to cover any kind of risk that was changed through using a derivative; very often this is not necessarily risk reduction". (BEIER, Greg, "Understanding the Difference Between Hedging and Speculating", in *Derivatives risk and responsibility*, KLEIN, Robert A e LEDERMAN, Jess, Chicago : Irwin Professional Publishing, 1996, p. 27).

³⁰ Neste passo, cfr. HENDERSON, Schuyler K., in *Credit Derivatives – Law, regulation and accounting issues*, London : Sweet & Maxwell, 1999, p. 11: "Finally, credit derivatives are properly classed as derivatives because they are in fact treated as derivatives. They are documented under derivatives documentation. More significantly, they are treated commercially, in terms of pricing and liquidity, as derivatives. Even the total return swap transactions, which is the least 'derivative-like' of the credit products, represents the transfer of credit and market risk through a derivatives structure which is valued as a derivative on early termination, and for this reason is properly classed as a derivative".

³¹ Saliente-se que a existência duma sedimentada estrutura regulatória do mercado brasileiro de capitais põe-no em vantagem, comparativamente à China e à Índia, países com respeitável potencial de captação de recursos e tecnologias no âmbito do MDL, mas cujo sistema de regulação se mostra ainda incipiente. Cfr. CHEEK III, James H., "Approaches to Market Regulation", in *The future for the global securities market – Legal and regulatory aspects*, Oxford : Clarendon Press, 1996, p. 248.

³² Conforme lançamento para discussão pública, realizado no "Seminário Nacional – Guia de Orientação do Mecanismo de Desenvolvimento Limpo – MDL", que teve lugar na Cidade do Rio de Janeiro, aos 10.12.2002.

³³ Cfr. BARROSO, Luís R. in *Temas de direito constitucional*, Rio de Janeiro : Renovar, 2001, pp. 390, 391.

³⁴ SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Função Regulatória* in *Revista Diálogo Jurídico*, Salvador, CAJ – Centro de Atualização Jurídica, n. 11, Fevereiro, 2002. Disponível na Internet: <<http://www.direitopublico.com.br>>. Acesso em: 18 de Novembro de 2002.

³⁵ A doutrina estrangeira distingue regulação de monitoramento e de supervisão. Assim: "Distinction is made between *regulation* (the establishment of specific rules of behavior), *monitoring* (observing whether the rules are obeyed), and *supervision* (the more general observation of the behavior of financial firms)" (GOODHART, Charles *et alli*, in *Financial Regulation: why, how and where now?*, New York : Routledge, 2002, p. 189).

³⁶ "Financial regulation may be functional or institutional. Functional regulation is the regulation of certain economic functions provided by the financial system, such as the provision of a secure payments system or the provision of risk-

shifting opportunities. In practice, such functional regulation translates into the regulation of specific financial markets and products. Institutional regulation, by contrast, is the regulation of certain institutions because they are special. As noted earlier, banks, for example, are institutionally regulated because they are perceived as 'systemically important' and because their demand deposits are federally insured. In institutional regulation, all activities and financial products in which the enterprise is engaged are regulated. In functional regulation, by contrast, all institutions participating in the regulated products are regulated" (CULP, Christopher, "Derivatives Regulation: problems and prospects", *in* Restructuring regulation and financial institutions, California : Kluwer Academic Publishers, 2001, p. 276).

³⁷ Consoante *paper* intitulado *Objectives and Principles of Securities Regulation*, publicado em Setembro de 1998 e elaborado pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

³⁸ Vide o artigo 157, da Lei n. 6.404, de 15.12.1976, e a Instrução CVM n. 358, de 03.01.2002, que dispõe, entre outros, sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas.

³⁹ "The rationale underlying the disclosure requirements is that retail investors need sufficient information on which to base their investment decisions. The view was taken that market forces alone were not enough to compel issuers to provide adequate information so the disclosure was made mandatory. The requirements are substantially the same for all issuers, to ensure that investors will be able to compare different companies. The same considerations do not apply to certain institutional investors, who are deemed capable of looking after their own interests. It is thought they are better equipped both to know what information is important to their investment decisions and to obtain that information. Thus, offerings that are made only to sophisticated, institutional investors do not attract the same level of regulation" (GREENE, Edward F. *et alli*, "Concepts of Regulation – The US Model", *in* The future for the global securities market – Legal and regulatory aspects, Oxford : Clarendon Press, 1996, p. 162).

⁴⁰ Cfr. HOUTHAKKER, Hendrik S. *et alli*, *ob. cit.*, p. 285.

⁴¹ "The possibility of a systemic problem, such as a bankruptcy of one brokerage house with a domino effect on other market participants, imposes a taxlike cost on market participants that can be thought of as an additional cost of transacting. Regulators attempt to reduce this taxlike cost by imposing, for example, capital requirements and minimum margins" (ALBRECHT, William P., "Regulatory regimes: the interdependence of rules and regulatory structure", *in* The industrial organization and regulation of the securities industry, Chicago : The University of Chicago Press, p. 11).

⁴² "(...) la legislación universal ha implantado tres sistemas fundamentales diferentes, em materia de negociación de títulos valores. El sistema inglés, de absoluta libertad; el régimen seguido por varios países europeos, que consagran las bolsas oficiales y consideran a los agentes de bolsa como funcionarios públicos; y el sistema de la legislación federal de los Estados Unidos de Norteamérica, adoptado por numerosos países, que establece el carácter privado de las instituciones y negocios de títulos valores, aunque sujetos a leyes protectoras del interés público, mediante uma amplia publicidad de los datos económicos y financeiros de las empresas y de la actuación de todos los intervinientes em el comercio de los títulos, com uma adecuada fiscalización del Estado y las bolsas que asegure la veracidad y eficacia de la información suministrada, el cumplimiento estricto de la ley y um régimen de sanciones severo para quienes vulneren sus normas" (cfr. Exposición de Motivos de la Ley n° 17.811/68 - Comisión Nacional de Valores y de Oferta Pública de los valores – Argentina).

⁴³ Cfr. EIZIRIK, Nelson Laks *in* O papel do Estado na regulação do mercado de capitais, Rio de Janeiro : IBMEC, 1977, pp. 129 e 130.

⁴⁴ "No estudo dessas circunstâncias em mudança, ODETE MEDAUAR, em trabalho prospectivo de grande valia sobre o Direito Administrativo, averba que "A uma concepção de homogeneidade do interesse público, segue-se, assim, uma situação de heterogeneidade" na linha já garimpada na Europa por AZZARITI e SANCHEZ MORÓN" (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo *in* Mutações do Direito Administrativo, 2. ed., Rio de Janeiro : Renovar, 2001, p. 156).

⁴⁵ Cfr. artigos 8º, § 1º, e 17, § 1º, ambos da Lei n. 6.385.

⁴⁶ “(...) o Estado tanto pode prestar por si mesmo as atividades administrativas, como pode desempenhá-las por via de outro sujeito, caso em que se estará perante a chamada *descentralização*. (...) Nesta hipótese ora o Estado *transfere o exercício de atividades que lhe são pertinentes para particulares, ora cria pessoas auxiliares suas*, para desempenhar os cometimentos dessarte descentralizados” (grifos do autor) (MELLO, Celso A. Bandeira de *in* Curso de direito administrativo, São Paulo : Malheiros Editores, 13. ed., 2001, p. 115).

⁴⁷ Artigo 5º, da Lei n. 6.385, na redação determinada pela MP n. 8/2001: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

⁴⁸ Sobre a natureza jurídica da CVM, assim se pronuncia a doutrina: “No direito brasileiro, existem, desde longa data, entidades com função reguladora, ainda que sem a denominação de agências. Manoel Gonçalves Ferreira Filho, em trabalho sobre o papel das agências reguladoras e fiscalizadoras, publicado na revista *Fórum Administrativo*, ano 1, n 3, p. 253-257, menciona, no início do século passado, no período de 1930-1945, o Comissariado de Alimentação Pública (1918), o Instituto de Defesa Permanente do Café (1923), o Instituto do Açúcar e do Alcool (1933), o Instituto Nacional do Sal (1940), todos esses institutos instituídos como autarquias econômicas, com a finalidade de regular a produção e o comércio. Além desses, podem ser mencionados outros exemplos, como o Conselho Monetário Nacional, a Comissão de Valores Mobiliários e tantos outros órgãos com funções normativas e de fiscalização” (DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella *in* Direito Administrativo, 14. ed., São Paulo : Atlas, 2002, p. 402) e “Dessa exposição, e segundo os critérios por nós adotados, deflui, sem grandes dificuldades, que o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários são autoridades reguladoras, não se encaixando nesta categoria o Banco Central. Não há dúvidas de que o Banco Central regula diversas operações financeiras. Porém, não o consideramos uma agência reguladora, por não possuir uma característica peculiar dos entes recentemente criados e que proporcionaram toda essa onda de discussões: poder para produzir normas gerais e abstratas” (MENDES, Conrado Hubner *in* Direito Administrativo Econômico, São Paulo : Malheiros, 2001, p. 130). Neste sentido, o PARECER/CVM/PJU N. 001/2003, de 27.01.2003.

⁴⁹ “O caráter técnico da atuação das agências reguladoras se revela através dos requisitos de formação técnica que a lei impõe aos seus dirigentes e, principalmente, pelo fato dos seus atos e normas demandarem conhecimento técnico e científico especializado para que possam ser emanados, aplicados e fiscalizados. Com efeito, os fenômenos industriais e pós-industriais já analisados no Capítulo II, fizeram com que a vida social deixasse de se fundar apenas em valores preponderantemente políticos em sentido estrito, para também se inspirar fortemente em fatores técnicos. Ainda nos casos em que aqueles, em princípio, devam prevalecer, não podem, via de regra, ser satisfatoriamente realizados sem o necessário arcabouço técnico” (ARAGÃO, Alexandre Santos de *in* Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico, Rio de Janeiro : Forense, 2002, p. 323).

⁵⁰ “Este não é o momento adequado para um discurso sobre diferentes graus de intensidade vinculativa das normas constitucionais, mas insisto neste ponto: a Constituição do Brasil é – tem sido – uma Constituição dirigente e vincula o legislador. E ainda que tenha sido múltiplas vezes emendada, o seu cerne, que identifico fundamentalmente nos preceitos dos seus artigos 3º, 1º e 170, resta intocado” (GRAU, Eros Roberto, na resenha do prefácio da 2ª edição, p. XXIII, da obra *Canotilho e a constituição dirigente* / Organizador Jacinto Nelson de Miranda Coutinho; participantes Agostinho Ramalho Marques Neto... [et al], Rio de Janeiro : Renovar, 2003).

⁵¹ “[A constituição dirigente] é entendida como o bloco de normas constitucionais em que se definem fins e tarefas do Estado, se estabelecem diretivas e estatuem imposições. A constituição dirigente aproxima-se, pois, da constituição programática” (CANOTILHO, J. J. Gomes *in* Constituição dirigente e vinculação do legislador, 2. ed., Coimbra : Almedina, 2001, p. 224).

REFERÊNCIAS

ALBRECHT, William P., "Regulatory regimes: the interdependence of rules and regulatory structure", *in* The industrial organization and regulation of the securities industry, Chicago : The University of Chicago Press.

ARAGÃO, Alexandre Santos de *in* Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico, Rio de Janeiro : Forense, 2002.

BARROS LEÃES, Luiz G. P. de, "O conceito de 'security' no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro", *in* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.º 14, Ano XIII, São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 1974.

BARROSO, Luís R. *in* Temas de direito constitucional, Rio de Janeiro : Renovar, 2001.

BEIER, Greg, "Understanding the Difference Between Hedging and Speculating", *in* Derivatives risk and responsibility, KLEIN, Robert A e LEDERMAN, Jess, Chicago : Irwin Professional Publishing, 1996.

BOARD, John *et alli*, "Derivatives Regulation", *in* Derivatives, Regulation and Banking, New York : Elsevier Science B.V., 1997.

CAMPBELL, Laura B. The Role of the Private Sector and Other Non-State Actors *in* Implementation of the Kyoto Protocol in Inter-Linkages – The Kyoto Protocol and the International Trade and Investment Regimes – Edited by W. Bradnee Chambers, New York : United Nations University Press, 2001.

CANOTILHO, J. J. Gomes *in* Constituição dirigente e vinculação do legislador, 2. ed., Coimbra : Almedina, 2001.

CARVALHOSA, Modesto, *in* A nova Lei das Sociedades Anônimas, São Paulo : Saraiva, 2002.

CHEEK III, James H., "Approaches to Market Regulation", *in* The future for the global securities market – Legal and regulatory aspects, Oxford : Clarendon Press, 1996.

CÔRREA-LIMA, Osmar Brina *in* Sociedade Anônima, Belo Horizonte : Del Rey, 2. ed., 2003.

COUTINHO, Jacinto Nelson de Miranda (org.) *in* Canotilho e a constituição dirigente, Rio de Janeiro : Renovar, 2003.

CULP, Christopher, "Derivatives Regulation: problems and prospects", *in* Restructuring regulation and financial institutions, California : Kluwer Academic Publishers, 2001.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella *in* Direito Administrativo, 14. ed., São Paulo : Atlas, 2002.

Economic Globalization and the Environment, Paris : Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), 1997.

EIZIRIK, Nelson Laks *in* O papel do Estado na regulação do mercado de capitais, Rio de Janeiro : IBMEC, 1977.

EMERSON, Robert W. e HARDWICKE, John W., *in* Business Law, 3. ed., New York : Barron's Educational Series Inc., 1997.

FABOZZI, Frank J. e MODIGLIANI, Franco *in* Capital Markets – Institutions and Instruments, 2. ed., New Jersey : Prentice Hall, 1996.

FIORILLO, Celso A. Pacheco *in* Curso de direito ambiental brasileiro, São Paulo : Saraiva, 2000.

FREEMAN, Harry M. *in* Industrial Pollution Prevention Handbook, USA : McGraw-Hill, 1995.

GOODHART, Charles *et alli*, *in* Financial Regulation: why, how and where now?, New York : Routledge, 2002.

GREENE, Edward F. *et alli*, "Concepts of Regulation – The US Model", *in* The future for the global securities market – Legal and regulatory aspects, Oxford : Clarendon Press, 1996.

HENDERSON, Schuyler K., *in* Credit Derivatives – Law, regulation and accounting issues, London : Sweet & Maxwell, 1999.

HOUTHAKKER, Hendrik S. *et alli*, *in* The Economics of Financial Markets, New York : Oxford University Press, 1996.

HULL, John C., *in* Options, futures, & other derivatives, New Jersey : Prentice Hall, 5. ed., 2003.

KAPNER, Kenneth R. e MARSHALL, John F., *in* The Swaps Handbook: swaps and related risk management instruments, New York : New York Institute of Finance Corp., 1990.

MELLO, Celso A. Bandeira de *in* Curso de direito administrativo, São Paulo : Malheiros Editores, 13. ed., 2001.

MENDES, Conrado Hubner *in* Direito Administrativo Econômico, São Paulo : Malheiros, 2001.

MISHKIN, Frederic S. e EAKINS, Stanley G. *in* Financial markets and institutions, 3. ed., New York : Addison-Wesley Publishing Company, 2000.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo *in* Mutações do Direito Administrativo, 2. ed., Rio de Janeiro : Renovar, 2001.

REDDY, Michael T., *in* Securities Operations: a guide to operations and information systems in the securities industry, 2. ed., New Jersey : New York Institute of Finance, 1995.

REILLY, Frank K., Secondary Markets *in* Handbook of Financial Markets – Securities, Options and Futures, edited by Frank J. Fabozzi e Frank G. Zarb., Illinois : Dow Jones-Irwin, 1990.

ROCCA, Carlos Antônio (coord.) *in* Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, Rio de Janeiro : José Olympio, 2001.

RULLE, Michael S. “New products, old mistakes – putting the derivatives business into context” *in* Derivatives risk and responsibility, KLEIN, Robert A. e LEDERMAN, Jess, Chicago : Irwin Professional Publishing, 1996.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Função Regulatória *in* Revista Diálogo Jurídico, Salvador, CAJ – Centro de Atualização Jurídica, n. 11, Fevereiro, 2002.