

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

**PROCEDIMENTOS ELETRÔNICOS DE ADESÃO ÀS
OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS**

Claudio Gonçalves Maes
Matrícula nº 0301005

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

JULHO DE 2005

As opiniões expressas neste trabalho são da responsabilidade exclusiva do autor

*“As adversidades são como montanhas,
só se aplainam quando avançamos sobre elas”.*
(Emile Zola, 1840-1902)

À Martinha, fonte de orgulho e inspiração;
A minha mãe Maria Lúcia, uma guerreira;
A minha irmã Ana Paula, pela ajuda;
A minha avó Margaux, pelo exemplo de fé.

Ao meu amado Pai, *in memoriam* **RESUMO**

A presente monografia foi elaborada com base em alguns requisitos.

Deveria tratar de assunto afeito à atuação da Comissão de Valores Mobiliários, haja vista que o trabalho conclui um curso de especialização em regulação do mercado de capitais brasileiro.

Deveria abordar questão atual, relevante e que ainda não tivesse sido enfrentada pelo Colegiado da Comissão, intérprete máximo das normas por ela expedidas.

Deveria possuir aplicabilidade material no mercado, de forma que as idéias nele contidas eventualmente possam fundamentar entendimentos dos agentes que nele operam.

Deveria utilizar tantas matérias quantas fossem possíveis, dentre as oferecidas ao longo do curso.

Em observância aos requisitos impostos, escolhi tratar dos procedimentos eletrônicos de adesão às ofertas públicas de valores mobiliários.

A adesão eletrônica de investidores às ofertas públicas está sob a égide da CVM; é uma questão atual, na medida em que é relacionada ao tráfego digital de informações; e é cara aos investidores, às instituições intermediárias, aos ofertantes de valores mobiliários e ao sistema regulador.

Ao longo do trabalho utilizo, algumas constantemente, outras de forma tímida, as seguintes matérias: direito societário, civil e administrativo; macro e microeconomia; finanças, regulação financeira; e auditoria.

Os principais objetivos a serem perseguidos foram fornecer noções elementares acerca do mercado de capitais; verificar a possibilidade legal de documentos e assinaturas eletrônicas serem utilizadas em seu âmbito; fazer uma análise das vantagens e desvantagens que a utilização de procedimentos eletrônicos oferece; e elaborar propostas que visem a sanar lacuna ora presente na regulamentação pátria.

A principal conclusão a qual cheguei a partir do presente trabalho é a de que as transações eletrônicas realizadas no âmbito de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários são válidas e eficazes, desde que sua operacionalização contemple determinados requisitos.

GLOSSÁRIO

ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANDIMA: Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN: Banco Central do Brasil

BM&F: Bolsa de Mercadorias & Futuros

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CMN: Conselho Monetário Nacional

CRSFN: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

Dow Jones: Indicador do desempenho de uma carteira teórica de ações listadas na NYSE.

IBOVESPA: Indicador do desempenho de uma carteira teórica de ações listadas na bolsa.

NASDAQ: The Nasdaq Stock Market, Inc.

NYSE: New York Stock Exchange

SEC: U.S. Securities and Exchange Commission

SPC: Superintendência Nacional de Previdência Complementar

SRF: Secretaria da Receita Federal

STF: Supremo Tribunal Federal

SUSEP: Superintendência de Seguros Privados

UNCITRAL: Comissão de Comércio Internacional das Nações Unidas

Web: rede mundial de computadores.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
I. OFERTAS PÚBLICAS	9
1.1 MERCADO DE CAPITAIS	9
1.2 OFERTA PÚBLICA; MERCADO PRIMÁRIO; INVESTIDOR NÃO QUALIFICADO	10
1.2.1 Caracterização das ofertas públicas	10
1.2.2 Subscrição e negociação	11
1.2.3 Qualificação	11
1.3 PROCEDIMENTO DE DISTRIBUIÇÃO	13
1.4 TRANSAÇÕES ELETRÔNICAS NO MERCADO DE CAPITAIS	15
II. ANÁLISE LEGAL	17
2.1 VALIDADE JURÍDICA DOS DOCUMENTOS E ASSINATURAS ELETRÔNICAS	17
2.1.1 Documentos	17
2.1.2 Assinatura	19
2.1.3 Certificação	21
2.2 HISTÓRICO LEGISLATIVO	21
2.3 OBJETIVOS DA REGULAÇÃO	28
III. VANTAGENS DOS PROCEDIMENTOS ELETRÔNICOS	30
3.1 VANTAGENS E DESVANTAGENS EM GERAL	30
3.2 VANTAGENS PARA O MERCADO DE CAPITAIS EM PARTICULAR	31
Fiscalização	32
CONCLUSÃO	34
REQUISITOS	34
CONSIDERAÇÕES FINAIS	35
REFERÊNCIAS	36
BIBLIOGRÁFICAS	36
LEGISLATIVAS	37

INTRODUÇÃO

O Capítulo I aborda as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Seu objetivo é fornecer uma compreensão básica do funcionamento do mercado de capitais, de forma a contextualizar a atuação do sistema regulador.

Para tanto, a 1ª Seção conceitua mercado de capitais; a 2ª Seção caracteriza oferta pública, distingue mercado primário de secundário e identifica os investidores não qualificados; a 3ª Seção lista requisitos a serem observados pelos planos de distribuição; e a 4ª Seção traça pequeno panorama das transações eletrônicas no mercado de capitais.

O Capítulo II trata das transações eletrônicas e da certificação digital. Seu objetivo é demonstrar que a adoção de procedimentos eletrônicos em uma oferta pública pode ocorrer em observância à lei e aos regulamentos vigentes.

Sua 1ª Seção apresenta uma análise acerca da viabilidade jurídica da utilização de documentos e assinaturas eletrônicos para fechar negócios no âmbito de uma oferta pública. A 2ª Seção traz um histórico legislativo sobre a matéria em tela (histórico esse que fornece um bom indicativo de sua atualidade e relevância). Na 3ª Seção, os objetivos da regulação são contrapostos à adesão eletrônica à oferta.

O Capítulo III trata de vantagens que a utilização de procedimentos eletrônicos apresenta quando comparada com os procedimentos tradicionais. Há muitas, que vão desde a redução dos custos da distribuição, uma questão microeconômica, até a ecologia, uma questão social. Dividido em duas Seções, na 1ª apresenta vantagens em geral e na 2ª para o mercado de capitais em particular.

Na Conclusão, com base nas informações apresentadas ao longo do desenvolvimento do trabalho, proponho alguns requisitos a serem observados caso as adesões eletrônicas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários sejam admitidas e finalizo com meu entendimento sobre a matéria.

I – OFERTAS PÚBLICAS

1.1 MERCADO DE CAPITALS

O Sistema Financeiro Nacional pode ser dividido em dois subsistemas (“regulatório” e “operador”). Do regulatório fazem parte órgãos públicos – entes despersonalizados (CMN, CRSFN etc) – e pessoas jurídicas de direito público da administração indireta – BACEN, CVM, SUSEP e SPC.

Associações civis, tais como a ANBID e a ANDIMA, regulam seus associados; e a BOVESPA e a BM&F possuem poder-dever de auto-regulação, por força do disposto no art. 8º, § 1º, e no art. 17, ambos da Lei nº 6.385/76, bem como nos termos do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/00.

A partir da doutrina jurídica, apura-se que as funções precípua do subsistema regulatório são normatizar, fiscalizar e desenvolver os mercados sob sua competência. Sob uma ótica macroeconômica, o principal objetivo do agente regulador é mitigar as falhas de mercado¹.

No operador encontram-se as instituições que trabalham nos mercados de capitais (valores mobiliários), de crédito (moeda), de taxas de câmbio (moedas estrangeiras), futuro (derivativos), e de previdência, seguros e capitalização. Sua atuação é pautada pela Teoria da Firma – maximizar receita, minimizar custo.

Através do mercado de capitais, nosso foco, os emissores de valores mobiliários – tomadores de recursos –, interagem com os investidores – poupadores de recursos (abdicam do consumo em troca de uma renda futura, fixa ou variável).

Essa relação é intermediada por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários², operadores do sistema, e está sob a égide da CVM.

Os emissores são companhias abertas³ e fundos de investimento.

¹ Eventos que tornam os preços ineficazes para pautar as alocações de recursos, o que gera ineficiência no mercado e, portanto, devem ser combatidos pelo regulador.

² Mas não necessariamente. Há poucas exceções, relacionadas à natureza do título e ao público alvo da oferta. Por exemplo: securitizadoras ofertam emissões de CRIs de valor nominal superior a R\$ 300 mil sem intermediação.

³ Há poucas exceções: os emissores de notas comerciais; certificados de investimento audiovisual; e certificado de potencial adicional de construção - CEPACS.

Os intermediários são as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e as instituições bancárias (inclusive bancos comerciais, especialmente no que se refere à colocação de cotas de emissão de fundos de investimento). E os investidores são qualificados ou não.

Resumindo, no mercado de capitais, a oferta e a demanda por valores mobiliários são intermediadas por instituições administradas e a relação entre os agentes do mercado é regulada pela CVM, na qualidade de representante dos interesses da sociedade.

1.2 OFERTA PÚBLICA; MERCADO PRIMÁRIO; INVESTIDOR NÃO QUALIFICADO

1.2.1 Caracterização das Ofertas Públicas

As ofertas de distribuição de valores mobiliários podem ser públicas ou privadas. Somente as ofertas públicas carecem do registro na CVM (art. 19 da Lei nº 6.385/76) e, portanto, estão sujeitas à sua análise. As ofertas privadas não representam um apelo à renda disponível da poupança pública e por isso prescindem da intervenção do regulador.

O art. 3º da Instrução CVM nº 400/03 (“Instrução 400”) caracteriza objetivamente as ofertas públicas:

“São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos”:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§ 1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

1.2.2 Subscrição e Negociação

O mercado primário é acessado quando uma emissão de valores mobiliários é ofertada à subscrição dos investidores: o título nunca circulou em mercado antes. Já o mercado secundário é a mera negociação dos valores mobiliários.

Exemplificando: quando uma assembléia geral de acionistas delibera o aumento do capital social da companhia através da subscrição de mil ações, estamos nos referindo ao mercado primário; quando o investidor que subscreveu tais ações ordena sua venda na bolsa, estamos diante de uma negociação no mercado secundário.

Note-se que a oferta pública pode ser referente a uma distribuição primária, secundária ou a ambas em conjunto. Tanto a companhia quanto o investidor acima poderiam proceder a uma oferta pública de ações, a primeira através de uma distribuição primária e o segundo através de uma distribuição secundária. A companhia e o acionista também poderiam ser ofertantes, em conjunto, na mesma distribuição, no caso, primária e secundária simultaneamente.

Ofertas públicas, em regra⁴, carecem da análise e do registro da CVM, sejam primárias, secundárias ou mistas.

1.2.3 Qualificação

Investidores podem ser divididos em duas categorias primárias: qualificados ou não. A Instrução CVM nº 409/04 possui boa caracterização para os investidores qualificados: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil, fundos de investimento a eles exclusivamente destinados; e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários (sob determinadas condições).

Investidores qualificados possuem experiência e conhecimento em finanças o suficiente para efetuar tomadas racionais de decisões de investimento, ao passo que os investidores não qualificados requerem maior atuação do regulador.

Eis a lógica: investidores qualificados são capazes de identificar, e exigir, toda a informação de que necessitam para analisar um investimento⁵. Já os investidores não qualificados, por

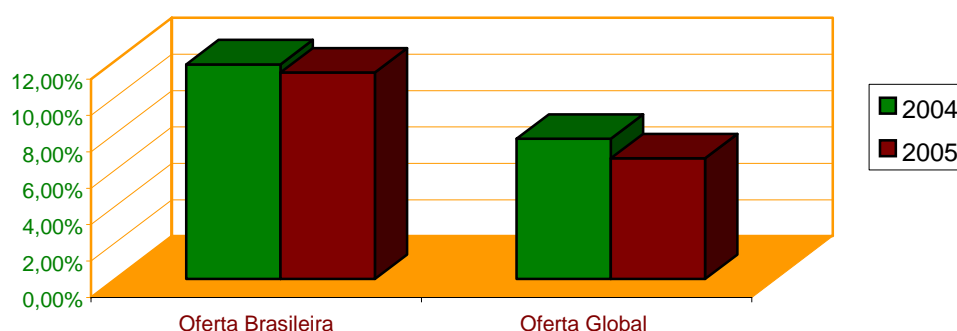
⁴ Existem hipóteses de dispensa do registro de distribuição, conforme o previsto no art. 5º da Instrução 400.

representarem um segmento pequeno da demanda, possuem menor poder negocial junto a ofertantes e intermediários.

A análise da CVM, focada na adequação legal e no *full disclosure*, visa especialmente que as informações relevantes sejam disponibilizadas. Portanto, quanto mais investidores não qualificados aderirem às ofertas públicas, tanto mais importante será a atuação da Autarquia.

Uma das características de um mercado eficiente é sua simetria informacional – todos os agentes possuem acesso simultâneo às mesmas informações que formam preço (cotações). A CVM, ao exigir *full disclosure*, tem por objetivo minimizar a assimetria informacional.

Figura I – Participação relativa de pessoas físicas nas ofertas públicas de distribuição de ações realizadas em 2004 e 2005, período comemorado pelo mercado como uma espécie de renascimento do mercado primário de ações⁶.



FONTE: BOVESPA (2005)

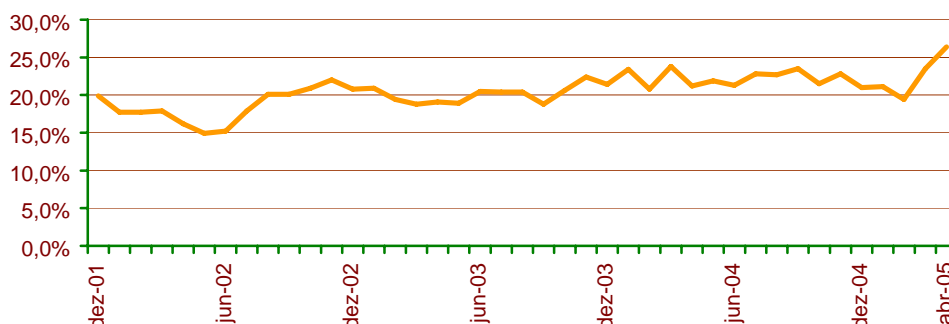
A participação das pessoas físicas é pequena, mas, lendo a informação sob outro enfoque, esse segmento tem tomado volumes superiores ao que o mercado projeta. Os planos de distribuição de ações elaborados pelas instituições financeiras intermediárias têm destinado apenas 10% da oferta brasileira para as pessoas físicas.

As pessoas físicas têm tomado cerca de 11% das ofertas. E esse volume é prejudicado, haja vista que as reservas das pessoas físicas são rateadas quando a demanda é superior à oferta, o que efetivamente tem ocorrido.

⁵ Demonstrações financeiras com relatório de auditoria, fatores de risco, contingências judiciais, liquidez do título, histórico, constituição de garantias, estatuto social, laudo de avaliação, atividades operacionais etc.

⁶ Entre 25/5/04 e 14/7/05, Natura, ALL Logística, Gol, Grendene, DASA, Porto Seguro, Renar Maçãs, Submarino, Localiza, EDP e OHL tiveram seus capitais abertos através de distribuições públicas de ações, em um volume total de R\$ 6,32 bilhões.

Figura II – Participação relativa de pessoas físicas nas transações com ações ocorridas no mercado secundário da BOVESPA (excetionadas as distribuições públicas), entre dezembro de 2001 e maio de 2005.



FONTE: BOVESPA (2005)

A figura acima fornece um indicativo de que, mesmo timidamente, tem aumentado o apetite da poupança da pessoa física, investidor não qualificado, pelo mercado acionário. É um movimento muito natural diante da estabilidade monetária, a qual permite que o investidor considere o longo prazo em seu planejamento financeiro⁷.

1.3 PROCEDIMENTO DE DISTRIBUIÇÃO

O procedimento através do qual os títulos serão colocados junto ao possui disciplina imposta pela Instrução 400. Entre outras, a norma estabelece obrigações para os intermediários e versa acerca dos documentos que devem ser utilizados na relação entre os ofertantes e seu público-alvo.

O art. 33 determina que a instituição intermediária líder deve organizar um plano de distribuição, de sorte a assegurar (inciso I) que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo; e (II) que o investimento seja adequado ao perfil de risco dos investidores a que se destina a oferta.

O líder da distribuição possui obrigações regulamentares a serem satisfeitas, dentre as quais destaco as seguintes, presentes em incisos do art. 37 da Instrução 400:

“VII - participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto (art. 38) e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º;

⁷ Para o investidor não qualificado o investimento em ações é (ou deveria ser...), essencialmente, um investimento de longo prazo. Poupadores e especuladores interajam, mas não representam a mesma personagem.

(...)

IX - acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta;

X - controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição;

(...)

XIII - guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto.”

No que tange aos instrumentos de adesão às ofertas, a Instrução 400 possui requisitos a serem observados no que se refere à utilização de boletins de subscrição (item 4 do Anexo II) e pedidos de reserva. Aplicamos aos contratos de compra e venda os mesmos dispositivos que versam sobre os boletins de subscrição, haja vista que ambos se traduzem, em última análise, em recibos de aquisição de valores mobiliários.

- (i) O boletim de subscrição deve conter (a) previsão para identificação de sua numeração; (b) espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente; (c) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e (d) declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do prospecto definitivo.

Os requisitos (a) a (c) podem perfeitamente estar presentes em um boletim de subscrição ou em um contrato de compra e venda eletrônico. Já a declaração mencionada pelo item (d) será admissível caso a referida assinatura digital possua as funções identificativa, declaratória e probatória.

A satisfação dos requisitos abaixo independe da adesão à oferta ser eletrônica ou não. Trataria-se, somente, de fazer com que os documentos eletrônicos disponibilizados ao público-investidor possuíssem as características necessárias.

- (ii) O art. 45 da Instrução torna admissível o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição de ações, desde que (a) tenha sido requerido o registro da distribuição junto à CVM; e (b) haja prospecto preliminar à disposição dos investidores.
- (iii) Caso seja utilizado procedimento de *bookbuilding* para fixar o preço da ação-objeto (art. 23, § 1º), o investidor pode estipular, no pedido de reserva, como condição de sua confirmação, um preço máximo de adesão (art. 45, § 3º).
- (iv) Nos termos do art. 31, caso esteja prevista a possibilidade de distribuição parcial da oferta – art. 30 –, o investidor terá direito a, no ato de adesão (eletrônica), condicionar

sua adesão a que haja distribuição (a) da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou (b) de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários ofertados.

Conforme previsto no art. 42, é obrigatória a entrega de exemplar do prospecto ao investidor, porém, é admitido seu envio ou obtenção por meio eletrônico.

1.4 TRANSAÇÕES ELETRÔNICAS NO MERCADO DE CAPITAIS

Negociações de valores mobiliários no mercado secundário, realizadas remotamente, através de sistemas eletrônicos de roteamento de ordens acessados a partir de computadores pessoais, já fazem parte da rotina dos mercados de capitais mais desenvolvidos.

O antigo balcão de negócios, movido à voz e à presença física de operadores, onipresente no imaginário coletivo, deu lugar a ambientes onde as transações ocorrem por meio da utilização de procedimentos eletrônicos.

A hermética bolsa de valores de Tokyo, com operadores fechando negócios em silêncio, utilizando a mais moderna tecnologia de informação, é um bom indicativo do paradigma que se avizinha para os mercados organizados⁸.

O implemento desse novo modelo é tão perceptível, que atualmente mesmo a mídia não especializada informa, conjuntamente aos tradicionais IBOVESA e Dow Jones, a variação no índice da NASDAQ, um mercado unicamente eletrônico.

Quanto à relação entre o investidor e os intermediários, essa realidade se configura em efetiva evolução frente à antiga ordem, na qual tal relação ocorria quase que unicamente através de telefonemas ou mediante a presença do investidor nas dependências do intermediário.

Atualmente, o investidor possui mais conforto, agilidade e, principalmente, informação em tempo real, quando toma suas decisões de investimento.

Diante desse novo cenário, as corretoras e distribuidoras de valores brasileiras têm desenvolvido novas tecnologias de atendimento ao público investidor, assim adquirindo expertise e *know-how* em operações realizadas por meios eletrônicos.

⁸ A bolsa brasileira segue a tendência universal, mas, por curiosidade, vale deixar registrado que a NYSE mantém o apego à tradição, de forma que seu pregão resiste!

No entanto, se no mercado secundário as transações eletrônicas realizadas a partir de computadores pessoais já são rotineiras, no âmbito das ofertas públicas de distribuição de ações ainda não são utilizados procedimentos eletrônicos de adesão.

Existe o interesse das instituições intermediárias em fazê-lo, o que ora as detêm são incertezas que permeiam a possibilidade de adoção dos procedimentos eletrônicos em tela frente às formalidades a serem satisfeitas em uma oferta pública.

II – ANÁLISE LEGAL

2.1 VALIDADE JURÍDICA DOS DOCUMENTOS E ASSINATURAS ELETRÔNICAS

2.1.1 Documentos

De acordo com Peixoto (2005),

“documento eletrônico pode ser entendido como a representação de um fato, concretizada por meio de um computador e armazenado em formato específico, capaz de ser traduzido ou apreendido pelos sentidos mediante o emprego de programa (software) apropriado”.

Aceita essa premissa, pode-se conceituar documento eletrônico como sendo a representação não material de um fato, tendente a alcançar segurança jurídica.

A principal diferença que se nota entre documentos tradicionais e eletrônicos é o meio em que são celebrados, haja vista que os documentos tradicionais são representados por manuscritos em papéis e os documentos eletrônicos são representados por *bits*.

Existem duas correntes doutrinárias acerca da validade dos chamados documentos eletrônicos. Uma delas sustenta a impossibilidade jurídica do documento eletrônico. A outra admite a existência e a validade dos documentos eletrônicos.

Esta última desdobra-se em duas vertentes: (i) a que admite o documento eletrônico como realidade jurídica válida por si; e (ii) a que somente aceita o documento eletrônico com o atendimento de certos requisitos (devido a sua volatilidade e a uma suposta ausência de traço personalíssimo de seu autor).

Caso preencham os requisitos da integridade, da autenticidade e da tempestividade (os mesmos exigidos para os documentos tradicionais), os documentos digitais possuem validade jurídica.

Entende-se por integridade a estimativa que se faz se um documento foi ou não modificado após sua concepção. A integridade diz respeito ao conteúdo, às informações inseridas no documento.

O que demonstra a autoria de um documento tradicional, em papel, geralmente é a assinatura nele aposta.

O mesmo raciocínio se aplica aos documentos eletrônicos. Sua autenticidade deverá ser certificada por uma assinatura eletrônica, de forma que seja possível verificar a proveniência subjetiva do documento eletrônico, tornando possível determinar quem foi seu autor.

A tempestividade do documento deverá ser passível de conferência através, por exemplo, da verificação das formas de impressão e do tipo de tinta utilizado, os quais deverão estar compatíveis com a tecnologia disponível quando da produção do documento.

No mercado de capitais, a exemplo do que ocorre no comércio eletrônico tradicional – foco primário dos legisladores –, a confiança na validade jurídica e no valor probante dos atos das contrapartes de uma transação é condição *sine qua non* para sua eficiência.

Por conseguinte, para ser utilizada no mercado de capitais, a assinatura eletrônica deve possuir as mesmas funções fundamentais dos documentos tradicionais – identificativa, declaratória e probatória.

O uso e o controle da chave privada que permite o acesso ao sistema disponibilizado pela instituição intermediária deve pertencer exclusivamente a seu proprietário, permitindo assim a individualização da autoria da assinatura (função identificativa).

A autenticidade da chave privada deve ser passível de verificação, de forma a relacionar a assinatura eletrônica aposta no documento ao seu autor (autenticação, ligada à função declaratória).

A assinatura deve estar relacionada ao documento de forma tal que seja impossível a desvinculação ou adulteração do conteúdo do documento sem que tal operação seja perceptível, invalidando automaticamente a assinatura (função probatória).

Todos esses requisitos são observados pela tecnologia adotada no âmbito da ICP-Brasil, o que não significa que serão ignorados por tecnologias que não se submetam exatamente aos seus padrões.

2.1.2 Assinatura

A assinatura eletrônica possui os seguintes atributos:

- (i) Exclusividade (ligada à função identificativa) – decorrente de uma combinação de técnicas que impedem terceiros de reproduzi-la, falsificá-la ou utilizá-la sem autorização;
- (ii) Autenticação (função declaratória) – a assinatura deve indicar com certeza a identidade de quem produziu o documento, mensagem ou arquivo digital; e
- (iii) Autenticação do documento (função probatória) – a assinatura identifica o quê se assina, tornando impossível falsificar ou alterar o documento, mensagem ou arquivo digital sem a devida autorização.

A assinatura afirma, ainda, a manifestação da vontade de seu ator, possuindo o sentido cerimonial da assinatura tradicional, bem como seus reflexos de imposição legal.

Ademais, considerando que o método de criação e verificação da assinatura deve garantir a autenticidade de quem a apôs com o mínimo dispêndio possível, conclui-se que a assinatura eletrônica também possui o atributo da eficiência, pois inexistente um monopólio estatal explorando o serviço cartorial de autenticação de firmas.

Diante do acima exposto, adefere-se a dedução de que a assinatura eletrônica provê segurança às relações e aos negócios da mesma forma que faz a assinatura manuscrita pelo próprio punho.

Existem ponderações doutrinárias acerca da firma digital, no sentido de que ela não seria assinatura formal. Abaixo estão listadas tais ponderações e comentários a respeito delas:

- (i) Não seria um ato pessoal do assinante, por ser fornecida por alguém que não se repete, e, portanto, não poderia ser arquivada;

Caso alguém decida expressar sua vontade e manifestá-la através da assinatura digital, este é, sem dúvida, um ato pessoal.

A assinatura eletrônica não se repete. A de próprio punho também não. São únicas e ambas podem ser arquivadas e submetidas à perícia como marca pessoal representativa do exercício da vontade de alguém.

(ii) Não estaria ligada a um meio físico e, portanto, não poderia ser objeto de perícia;

O temor de que a assinatura eletrônica não estaria ligada a um meio físico é infundado, haja vista a própria tradução da abreviatura “HD” – *hard disk*, em português, disco rígido.

(iii) Não representaria a marca pessoal de alguém por ser uma série de letras e números de forma ininteligíveis;

O fato de se escolher um algoritmo para representar a assinatura eletrônica é irrelevante, haja vista que o art. 129 do Código Civil dispõe que a validade das declarações de vontade não depende de forma especial, senão quando a lei expressamente exige.

Ademais, no art. 131 do Código está disposto que as declarações constantes de documentos assinados presumem-se verdadeiras em relação aos signatários.

(iv) Não seria intransferível, atributo presente nas assinaturas manuscritas.

Segundo Ferreira (2001),

“... a assinatura digital é transferível, mas não necessariamente. Ela pode estar ligada a caracteres biológicos do emissor, exigindo a impressão digital, a íris, a voz, a palma da mão, o ritmo personalíssimo do teclado etc. Estes caracteres físicos já podem ser agregados às assinaturas digitais. Mas esta característica não parece desconfortável. Ao contrário, sempre foi possível delegar a outros a tarefa de expressar a vontade em nome alheio. O mandato existe há milênios. Ele pode ser verbal e até mesmo tácito (art. 1.290 do Código Civil)”.

Diante de todo o acima exposto, e com base nos princípios da liberdade de forma dos atos e das manifestações de vontade, bem como na ampla liberdade de prova, resta caracterizado que a assinatura eletrônica é assinatura formal.

Por conseguinte, a assinatura digital possui os mesmos efeitos jurídicos que a manuscrita e, assim, sua utilização para firmar uma adesão a uma oferta pública é perfeitamente válida e eficaz.

2.1.3 Certificação

Certificado digital é um arquivo que contém dados que comprovam a identidade de determinada pessoa perante terceiros. Funciona como uma espécie de identidade eletrônica, permitindo que uma transação realizada através da web seja segura, uma vez que as partes envolvidas terão que apresentar suas credenciais, comprovando suas identidades.

A certificação digital utiliza, basicamente, um conjunto de duas chaves, uma pública e outra privada (de uso restrito do proprietário). A chave privada é identificada por uma senha e instalada no computador do usuário (investidor).

O proprietário da chave privada responde civilmente pelos efeitos produzidos por sua utilização, de forma que ele possui a responsabilidade pela utilização indevida por terceiros.

A chave privada possibilita ao usuário apor sua assinatura digital em expedientes eletrônicos, com autenticação, comprovação de recebimento e assinatura. A certificação digital, por possuir um código cifrado, garante a remessa criptografada do documento eletrônico, bem como sua integridade.

2.2 HISTÓRICO LEGISLATIVO

Diversos países, com distintos perfis sócio-econômicos e mercados de capitais em diferentes níveis de desenvolvimento, adotaram leis tratando das transações eletrônicas, especialmente no que se refere às questões atinentes à utilização de documentos e assinaturas eletrônicos.

O objetivo precípua de tais legislações é estabelecer a confiança requerida por aqueles que tomam parte em uma transação eletrônica de que, sendo possíveis a comprovação da autenticidade (identificação do autor) e da integridade (não alteração) dos documentos e das assinaturas eletrônicas, os atos praticados no âmbito da transação a que se referem possuam validade jurídica e constituam valor probante.

Dessa forma, as legislações que tratam da matéria visam não só a tornar viável como a incentivar o comércio eletrônico. Destaco os seguintes atos:

- (i) Em 30/6/2000 foi assinado o *Electronic Signatures in Global and National Commerce Act (Electronic Signatures Act)*, regulando a utilização comercial da assinatura eletrônica;

- (ii) A Rainha da Inglaterra sancionou em 2000 a Lei de Comunicação Eletrônica (*Electronic Communications Act 2000*);
- (iii) Em Hong Kong, a *Electronic Transactions Ordinance*, em vigor desde 2000, dispõe sobre assinatura digital e arquivos eletrônicos para todos os tipos de comunicações;
- (iv) O Presidente da Índia sancionou a *Information Technology Act 2000*, que dispõe sobre assinatura digital e arquivos eletrônicos para todos os tipos de comunicações;
- (v) Na Austrália, entrou em vigor o [*Electronic Transactions Act 1999*](#), regulando transações e assinaturas eletrônicas.
- (vi) A Argentina, através do Decreto nº 427/98, regulamentou a utilização de assinatura digital no âmbito da administração pública;
- (vii) Na Alemanha, a Lei de Serviços de Informação e Comunicação, de 1997, definiu as condições gerais para os serviços em referência, sob as quais as assinaturas digitais serão consideradas seguras. O sistema baseia-se na criptografia com chaves privada e pública;
- (viii) Na Itália, a "*lei bassanini*", de 1997, estabeleceu que os atos, dados e documentos criados pela administração pública ou pelo setor privado através de meios digitais são válidos e relevantes para todos os efeitos da lei (*Italian Digital Signature Legislation*). O Decreto nº 513/97 regulamentou a norma, dispondo que para conferir validade aos documentos eletrônicos, há a necessidade de uma assinatura digital criptografada, com chave pública;
- (ix) A Duma, Parlamento russo, adotou, já em 25/1/1995, a Lei de Informação, que dispõe sobre a aplicação da assinatura digital para todo o tipo de comunicação;

Há organizações mundiais trabalhando na harmonização das legislações referentes às assinaturas eletrônicas, com destaque para a UNCITRAL, o que denota a importância conferida à matéria pela comunidade global.

No Brasil, o diploma legal vigente é a Medida Provisória nº 2.200-2/01 ("MP"), que instituiu a Infra-Estrutura de Chaves Públicas Brasileira - ICP-Brasil.

A MP objetiva “garantir a autenticidade, a integridade e a validade jurídica de documentos em forma eletrônica, das aplicações de suporte e das aplicações habilitadas que utilizem certificados digitais, bem como a realização de transações eletrônicas seguras”.

O art. 10, § 1º da MP dispõe que “*as declarações constantes (...) de processo de certificação disponibilizado pela ICP-Brasil presumem-se verdadeiros em relação aos signatários, na forma do (...) Código Civil*”.

Porém, nada impede à iniciativa privada ingressar no setor de certificação digital sem aderir à ICP-Brasil, inclusive alcançando os mesmos efeitos jurídicos, conforme o disposto no § 2º do:

“O disposto (...) não obsta a utilização de outro meio de comprovação da autoria e integridade de documentos em forma eletrônica, inclusive os que utilizem certificados não emitidos pela ICP-Brasil, desde que admitido pelas partes como válido ou aceito pela pessoa a quem for oposto o documento”.

Existem, ainda, dois Projetos de Lei (“PL”) em tramitação, a saber:

- (i) O PL nº 1.589/99, desenvolvido pela OAB-SP, que ora tramita no plenário da Câmara dos Deputados e, baseado no modelo da UNCITRAL, visa a regular a validade jurídica e o valor probante do documento e da assinatura eletrônicos.

No art. 6º, tratando sobre a contratação eletrônica, dispõe que “*a oferta pública de bens, serviços ou informações a distância deve ser realizada em ambiente seguro, devidamente certificado*”.

Versando sobre a eficácia jurídica dos documentos eletrônicos – art. 14 –, o PL estabelece que “*considera-se original o documento eletrônico assinado pelo seu autor mediante sistema criptográfico de chave pública*”.

Parece presente a preocupação em impor a certificação digital (art. 6º) mediante chaves públicas (art. 14) como requisito de validade e valor probante dos documentos eletrônicos.

Arruda Jr. (2000) alerta para um ponto controverso do PL em referência, atinente à questão da regulamentação da certificação digital: as certificações eletrônicas foram divididas em duas categorias – certificações eletrônicas emitidas por certificadoras privadas (de natureza comercial); e certificações eletrônicas emitidas por tabelião.

Tal divisão originaria uma clara diferença entre os efeitos dos serviços prestados por elas, que teriam suas atividades sujeitas ao controle do Poder Judiciário e do Poder Executivo.

Segundo o autor,

“a certificação realizada por entidades certificadoras particulares, embora legítima, não gera presunção de autenticidade perante terceiros, ficando a cargo exclusivo do tabelião a atividade garantidora da identidade do signatário de documento digital”.

(ii) O PL nº 7.316/02, que ora aguarda parecer da Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados, se propõe a disciplinar o uso de assinaturas eletrônicas e a prestação de serviços de certificação digital.

O Projeto de Lei prevê a existência da (i) assinatura eletrônica e da (ii) assinatura eletrônica avançada. Somente essa última possuiria, expressamente – art. 4º –, “*o mesmo valor jurídico e probante da assinatura manuscrita*”.

Seria requisito da eficácia da assinatura eletrônica avançada estar baseada em ‘*certificado qualificado*’ – emitido por prestador de serviços de certificação credenciado (art. 2º, inciso VII).

O art. 4º, § 3º, do PL prevê uma alternativa à certificação digital em observância aos procedimentos impostos pela ICP-Brasil como requisito dos valores jurídico e probante dos documentos eletrônicos, a saber:

“Não serão negados efeitos jurídicos à assinatura eletrônica, nem será excluída como meio de prova, em virtude de se apresentar em forma eletrônica, de não estar baseada num certificado qualificado ou de não ter sido gerada através de dispositivo seguro de criação de assinaturas, desde que admitida pelas partes como válida ou aceita pela pessoa a quem foi oposta”.

Os documentos e assinaturas eletrônicos sem certificação digital emitida no âmbito da ICP-Brasil, portanto, alcançariam os mesmos efeitos jurídicos que os certificados que a ela aderissem, desde que admitidos pelas partes como válidos ou aceitos pela pessoa a quem fossem opostos.

Entretanto, o credenciamento do prestador de serviços de certificação estaria condicionado ao cumprimento das diretrizes e normas técnicas, regras operacionais e práticas de certificação editadas pelo ICP-Brasil, nos termos do art. 5º, § 1º, do PL:

“O credenciamento importa (...) na emissão do certificado do prestador de serviços de certificação pela AC Raiz da ICP-Brasil ou por prestadora de serviços de certificação credenciada na forma deste artigo”.

O Direito brasileiro também conta, no âmbito das normas infralegais, com disposições que visam a regulamentar a utilização de documentos e assinaturas eletrônicas, tais como os adiante listados.

- (i) A Instrução Normativa SRF nº 222/02, que instituiu, no âmbito da SRF, o Serviço Interativo de Atendimento Virtual (Receita 222), com o objetivo de propiciar o atendimento aos contribuintes de forma interativa, por intermédio da web;

A Instrução Normativa SRF nº 156/99 não exigia os padrões impostos pelo ICP-Brasil. Já a Instrução Normativa SRF nº 222/02, que a revogou, o faz. Essa mudança de padrão sugere que a SRF, após a edição da MP, passou a ter em vista suas disposições.

- (ii) A Resolução STF nº 287/04, que instituiu o e-STF, sistema que permite o uso de correio eletrônico para a prática de atos processuais;

Não exige a certificação digital pelo ICP-Brasil dos documentos e assinaturas que transitam pelo correio eletrônico. Porém, a utilização do e-STF é exclusiva de advogados previamente cadastrados junto ao Tribunal e a utilização do sistema não desobriga o usuário de protocolar os originais junto ao STF, assinados à mão.

- (iii) A Circular BACEN nº 3.234/04, que prevê a assinatura digital em contratos de câmbio por meio da utilização de certificados digitais emitidos no âmbito da ICP-Brasil;
- (iv) A Carta-Circular BACEN nº 3.134/04, que divulgou procedimentos e padrões técnicos para uso de assinatura digital em contratos de câmbio;

Ambos os regulamentos exigem que os documentos e assinaturas eletrônicas emitidos no âmbito de operações de câmbio possuam certificação digital emitida no âmbito da ICP-Brasil.

- (v) A Circular SUSEP nº 277/04, que faculta a utilização da assinatura digital nos documentos eletrônicos relativos às operações de seguros, de capitalização e de previdência complementar aberta, por meio de certificados digitais emitidos no âmbito da ICP-Brasil;

Prevê expressamente, já em seu art. 1º, que “*os documentos (...) poderão ser assinados digitalmente desde que sejam utilizados certificados digitais emitidos no âmbito da Infra-estrutura de Chaves Públicas (ICP-Brasil)*”.

Ou seja, dentre os atos normativos supra, somente o expedido pelo STF não vincula a utilização de meios eletrônicos à obrigatoriedade de certificação digital dos documentos e assinaturas eletrônicos conforme o previsto nas regras da ICP-Brasil.

No entanto, a norma do STF visa somente a facilitar os trâmites processuais, haja vista que o fato dos originais físicos terem que ser protocolados sugere que serão tais originais que assegurarão validade jurídica à documentação que instruir o processo em trâmite no Supremo.

Diante de todo o acima exposto, fica claro que a administração pública brasileira, ao disciplinar a utilização de procedimentos eletrônicos nas relações com seus administrados, têm tido a preocupação de exigir a certificação digital emitida no âmbito da ICP-Brasil.

Alerto, por oportuno, que os atos normativos em referência regulamentam relações entre a administração pública e seus administrados, ao passo que os procedimentos de adesão *on-line* à oferta pública são referentes a uma relação entre particulares – os investidores e as instituições intermediárias.

No âmbito da regulamentação do mercado de capitais, a CVM expediu atos normativos que abordam a questão das manifestações eletrônicas:

- (i) A Instrução CVM nº 376/02 (“Instrução 376”) regulou os procedimentos a serem observados quando do encaminhamento de ordens de negociação de valores mobiliários em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, por meio da web;

Ao regular procedimentos em transações eletrônicas, a CVM reconheceu como válida uma prática adotada pelo mercado de capitais – utilizar a web para negociar valores mobiliários.

Vale observar que na Instrução 376 não há previsão de obrigatoriedade de certificação digital emitida no âmbito de chaves públicas para que as ordens de compra e venda de valores mobiliários por meio da web sejam tidas como juridicamente válidas.

Em verdade, na Instrução 376 não é exigida certificação digital alguma de documentos ou assinaturas.

É exigido somente que as corretoras eletrônicas garantam a segurança e o sigilo de todas as ordens de compra ou venda de valores mobiliários, devendo, ainda, utilizar elevados padrões tecnológicos de segurança de rede (art. 7º).

Ademais, denotando a atenção da CVM à informação e educação do investidor, o inciso IV do art. 3º da Instrução 376 determina que as características dos sistemas de segurança adotados pelas corretoras eletrônicas, incluindo uso de senhas e assinaturas eletrônicas, constem em suas páginas eletrônicas, de forma clara e precisa, e em linguagem acessível ao público investidor.

Ou seja, a despeito de não prever quais os procedimentos que devem ser adotados para conferir validade jurídica às assinaturas eletrônicas, a Instrução 376 exige que tais assinaturas se façam presentes.

(ii) O § único do art. 18 da Instrução CVM nº 391/03 (“Instrução 391”), que trata da constituição e da distribuição de cotas de emissão de fundos de investimento em participações, estabelece a possibilidade dos cotistas votarem em assembleia geral através de comunicação escrita ou eletrônica, observado o disposto no regulamento do fundo.

A Instrução 391 não possui dispositivos que versem acerca da operacionalização do voto eletrônico, mas estabelece tal possibilidade, caracterizando uma propensão do regulador a aceitar a adoção de procedimentos eletrônicos no mercado de capitais.

(iii) O art. 60 da Instrução CVM nº 356/01 (“Instrução 356”), que trata da constituição e da distribuição de cotas de emissão de fundos de investimento em direitos creditórios, considera o correio eletrônico como uma forma de correspondência válida nas comunicações entre a instituição administradora e os cotistas.

Mesmo não dispendo acerca dos parâmetros que devem ser observados, a Instrução 356 também reconhece como válida e eficaz a utilização de procedimentos eletrônicos.

2.3 OBJETIVOS DA REGULAÇÃO

Estimular a formação de poupança pública e a sua aplicação em valores mobiliários, bem como promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais, são finalidades a serem perseguidas pelo regulador.

Entretanto, tais objetivos não podem ser perseguidos em prejuízo do interesse público, da adequada informação a ser prestada ao mercado e da proteção ao investidor.

O art. 4º da Lei nº 6.385/76 estabelece os objetivos que a CVM deve perseguir no exercício de suas atribuições, a saber:

“O CMN e a CVM exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo CMN”.

A quantidade de investidores no mercado de capitais vem aumentando rapidamente desde que se tornou possível transacionar através da web. A comodidade e rapidez dos procedimentos eletrônicos são corroboradas pelo sucesso do sistema *Home-Broker*⁹ da BOVESPA, ambiente cuja participação relativa no volume de negócios tem crescido.

Diante de tal constatação, deduz-se que a adoção de procedimentos eletrônicos de adesão às ofertas públicas melhor atende às finalidades listadas nos incisos I e II supra (ligados ao desenvolvimento do mercado).

O raciocínio acima decorre da crença de que a formação de poupança através de longo prazo seria estimulada pela praticidade da forma de adesão oferecida ao poupador.

O inciso III seria contemplado na medida em que as entidades em tela possuem interesse na pulverização das ações colocadas em circulação, o que tende a aumentar com a adesão de mais pessoas físicas – principais beneficiadas.

O inciso IV, alínea (a) regula da oferta de valores mobiliários, não a demanda, e por isso sua aplicabilidade não é afetada pela forma de adesão às ofertas públicas.

⁹ Sistemas das corretoras de valores, interligados ao sistema de negociação da bolsa, permitem ao investidor enviar ordens de negociação via *web*.

Os incisos IV, alíneas (b) e (c), e VIII não dizem respeito especialmente aos procedimentos adotados em ofertas públicas e, portanto, não sofrem sua interferência.

A finalidade disposta no inciso V é fundamentalmente destinada ao monitoramento dos mercados secundários, posteriormente, portanto, à oferta pública. No âmbito das ofertas públicas ela também está presente, positivada por normas dispostas na Instrução 400, que não seriam afastadas pelo fato de restar prevista a possibilidade de adesão eletrônica.

A assinatura eletrônica do investidor daria sua quitação de haver obtido exemplar do prospecto de distribuição, prática essa que visa a atender ao disposto no inciso VI.

No que se refere ao inciso VII, considerando que é perfeitamente possível existirem investidores sem fácil acesso à web, o plano de distribuição deve aceitar documentos físicos e assinaturas manuais como instrumentos de adesão.

III – VANTAGENS DOS PROCEDIMENTOS ELETRÔNICOS

3.1 VANTAGENS E DESVANTAGENS EM GERAL

Inúmeras são as vantagens oferecidas pelo uso dos documentos digitais em relação aos documentos tradicionais. Destaco as seguintes:

- (i) Maior celeridade de elaboração, bem como redução dos custos de impressão;
- (ii) Arquivamento de forma simples e fácil recuperação de dados;
- (iii) Alta capacidade de armazenamento de dados, o que também implica em redução de custos;
- (iv) Duplicabilidade imediata, inexistindo a figura da cópia;
- (v) Transmissão imediata, o que facilita a divulgação da informação; e
- (vi) Capacidade de resistência ao envelhecimento e à deterioração.

Riso (2005) apresenta a tese de que a utilização de documentos eletrônicos representa, ainda, uma prática que preserva o meio-ambiente:

“Atrelado aos objetivos da lei americana ou qualquer outro diploma legal de países do globo, atrevemos a citar, também o apelo ambiental positivo provocado pelo uso eletrônico de documentos: a preservação da fauna e flora do planeta, que irá, com certeza, minimizar desmatamentos com a finalidade de abastecimento da indústria de papel e celulose”.

Vale o realce nessa preocupação, pois danos ao meio-ambiente se constituem em uma significativa externalidade negativa para a economia¹⁰.

Os documentos tradicionais, apostos em papel, não mais correspondem às necessidades de agilidade na circulação das informações.

São evidentes as suas limitações, seja no que se refere à simples conservação, seja no que se refere à transmissibilidade ou segurança.

¹⁰ Efeitos que reduzem o bem-estar de terceiros, decorrentes de evento sobre o qual eles não possuem ingerência alguma.

Ademais, o documento tradicional é apostado no papel em forma escrita e assinado pelas partes. Já o documento eletrônico pode ser representado por som, vídeo ou tudo o mais que ateste uma manifestação de vontade.

Comprovar um fato mediante o acesso a um arquivo digital se configura em franca evolução frente à comprovação através de papéis manuscritos.

Já no que se refere às desvantagens, destaco somente duas:

- (i) A dependência que sua utilização possui em relação à tecnologia, computadores e tudo mais que o envolve, uma vez que, para que possamos ter acesso às informações que se encontram arquivadas eletronicamente, faz-se mister deter conhecimentos, ao menos elementares, de microinformática; e
- (ii) O fato de que teremos que submeter o arquivo digital à intermediação de um computador para que seu conteúdo possa ser visualizado e compreendido.

Fica claro que as vantagens da utilização de procedimentos eletrônicos, permanentes, superam as desvantagens, que tendem a desaparecer através do uso constante da informática no cotidiano das pessoas e do desenvolvimento de novas tecnologias.

3.2 VANTAGENS PARA O MERCADO EM PARTICULAR

Dentre as vantagens dos procedimentos aqui tratados, destaco o fato de que a utilização da adesão eletrônica às ofertas públicas de ações nada mais significaria do que estender ao mercado primário uma prática já usual no mercado secundário, de forma que seria propiciado aos investidores aderirem às ofertas sem modificarem suas rotinas.

Hoje, caso um investidor que negocia no mercado secundário exclusivamente por meio eletrônico deseje aderir a uma oferta pública, terá que entregar à instituição intermediária seu instrumento de adesão. Parece razoável supor que, uma vez obrigado a alterar sua rotina, o investidor possa não adquirir os valores mobiliários ofertados.

Obrigar o investidor a abrir mão de comprar ações pela web somente por se tratar de uma oferta pública dificultaria a obtenção dos mesmos efeitos – a aquisição de valores mobiliários.

Portanto, ao facilitar a adesão do público às ofertas públicas, a utilização de procedimentos eletrônicos representa um incremento na o mercado de capitais, o que significa não só um benefício para os agentes que nele atuam, como também atende à finalidade da CVM de desenvolver o mercado em referência.

A utilização de meios físicos na comunicação entre o investidor e a instituição intermediária no âmbito de uma oferta pública representaria um retrocesso, haja vista que no mercado secundário tais meios físicos não se fazem necessários.

A redução da burocracia na produção de documentos em papel geraria uma maior eficiência no processo de captação de investidores. Formalidades, quando se mostram materialmente inócuas, servem somente para frear o crescimento do público investidor do mercado.

Fiscalização

Observados padrões de segurança que assegurem a validade e a eficácia dos dados, a auditoria através de sistemas pode ser mais eficiente que a auditoria nos dados impressos, haja vista que o acesso aos dados através de sistemas é mais fácil e ágil que o acesso a papéis.

Com a utilização de recursos informatizados é possível realizar análises em toda a população fiscalizada, ou seja, em todos os dados enviados por todas as entidades fiscalizadas. A auditagem em dados registrados em papel, como na auditoria tradicional, é mais onerosa e requer mais tempo, o que leva à utilização de procedimentos de análises amostrais.

Atualmente existem diversos *softwares*, e a CVM dispõe de recursos dessa natureza, que permitem a realização de auditoria com '*sistemas*'.

A manutenção e guarda os documentos de adesão à oferta – pedidos de reserva, boletins de subscrição e contratos de compra e venda – pelo prazo mínimo de cinco anos, conforme previsto no art. 37, inciso XIII, da Instrução 400, vem a ser mais produtiva em um ambiente eletrônico do que sob a forma de arquivos em papel. Os dados arquivados eletronicamente serão mais facilmente tratados em qualquer demanda do órgão regulador.

Podemos encontrar o posicionamento da SEC acerca do armazenamento eletrônico de dados em sua Norma 17 a-4 (f), a qual estipula requisitos a serem observados pelas instituições intermediárias na utilização de procedimentos eletrônicos.

A própria SEC explicita sua filosofia na interpretação denominada “*Comission Guidance to Broker-Dealers on the Use of Electronic Storage Media under the Electronic Signatures in Global and National Commerce Act of 2000 with respect to rule 17a-4(f)*”¹¹:

“Esse incremento nos registros em mídia eletrônica indica o quanto a Comissão encoraja o uso de inovações tecnológicas que beneficiarão intermediários e investidores”.¹²

Diante de todo o acima exposto, conclui-se que a adoção de procedimentos eletrônicos no âmbito da adesão a uma oferta pública oferece vantagens para a atuação fiscalizadora da CVM.

¹¹ <http://www.sec.gov/rules/interp/34-44238.htm>.

¹² No original, “This progression from paper to electronic media is indicative of how the Commission encourages the use of technological innovation when broker-dealers and investors will benefit”.

CONCLUSÃO

A partir das informações apresentadas ao longo do desenvolvimento do trabalho, vislumbro alguns requisitos que os intermediários de ofertas públicas deveriam observar para utilizar procedimentos eletrônicos de adesão e teço minhas considerações finais.

Requisitos

A eficácia dos procedimentos eletrônicos de adesão ora está legalmente condicionada à certificação digital da assinatura eletrônica do investidor.

Contudo, tendo em vista o histórico legislativo apresentado e a doutrina jurídica da matéria, a certificação digital ocorrer no âmbito da ICP-Brasil não deve ser uma prática compulsoriamente imposta aos sistemas disponibilizados pelos intermediários.

Alternativamente, caso os padrões da ICP-Brasil não fossem observados, (1) exigiria que o sistema de adesão disponibilizado pelo intermediário fosse certificado por selo emitido por entidade reconhecida, selo esse que atestaria sua observância a altos padrões tecnológicos de segurança, nos termos do art. 7º da Instrução 376.

Ademais, buscando mitigar os riscos jurídicos advindos de uma matéria cuja jurisprudência inexistente, (2) solicitaria às instituições intermediárias a só contratarem eletronicamente tomando a cautela de obter declaração do investidor, no instrumento de adesão, de que (i) reconhece sua assinatura eletrônica como expressão de sua vontade; (ii) conhece os efeitos do ato; e (iii) se responsabiliza integralmente pelo uso de sua chave eletrônica privada, inclusive perante o uso inadvertido por terceiros.

No que se refere a requisitos relacionados ao sistema disponibilizado pelo intermediário para firmar as adesões, (3) apresento alguns procedimentos que deveriam ser adotados pelos mesmos:

- (i) Criptografar os documentos de adesão disponibilizados – boletim, contrato, pedido de reserva –, de forma que uma tentativa de adulteração fosse detectada pelo sistema;
- (ii) Realizar o *back-up* das informações geradas, de forma a assegurar que os dados sempre poderão ser acessados por uma auditoria em sistemas;

- (iii) Assegurar que os ambientes de desenvolvimento e de utilização de sistemas sejam plenamente independentes (“*chinese wall*”), monitorando tal segregação de atividades através de seu *compliance*¹³; e
- (iv) Garantir a segurança física do sistema, impondo restrições de acesso aos locais estratégicos e utilizando mecanismos de controle das pessoas que tiverem acesso a tais ambientes (acesso através da identificação das digitais ou da íris dos olhos, por exemplo).

Seria obrigatório que os prospectos definitivo e preliminar, caso existente, (4) fossem disponibilizados para *download* (a disponibilização para consulta via web já é exigida pela Instrução 400).

Como forma de contemplar o *full disclosure* e atender plenamente ao disposto no art. 42 da Instrução 400, o investidor, antes de efetivar a adesão eletrônica à oferta, (5) seria obrigado a transitar por uma tela onde atestaria que obteve exemplar do prospecto de distribuição.

A comprovação de que o investidor consultou ou fez um *download* do prospecto de distribuição seria pré-requisito para que ele pudesse concluir sua adesão à oferta pública.

Considerações Finais

A utilização de documentos e assinaturas eletrônicas no âmbito da adesão de investidores às ofertas públicas (i) pode ser realizada em observância à lei e aos regulamentos; (ii) oferece benefícios ao mercado e para a ação do regulador; (iii) fornece maior comodidade e agilidade para os investidores; e (iv) tende a originar um maior volume de adesão às ofertas, sem implicar em prejuízo para a segurança que o mercado de capitais exige.

Portanto, finalizo a presente monografia defendendo a tese de que, uma vez observadas as normas já existentes, bem como os requisitos supra, a utilização de procedimentos de adesão às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários não só seria admissível, como recomendável.

¹³ Departamento responsável pela operacionalização do sistema de controles internos da instituição financeira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BLUM, Renato Opice – *Certificação Digital: A Dependência no Mundo Virtual e a Segurança Jurídica*;
www.mct.gov.br/legis/Consultoria_Juridica/artigos/certificacao_digital.htm; 2003;
Acesso em 2005.
- CASTRO, Aldemário Araújo – *O Documento Eletrônico e a Assinatura Digital*;
www.cbeji.com.br/br/downloads/secao/artaldemario17122001.htm; 2001; Acesso em 2005.
- CHAHIN, Ali; CUNHA, Maria Alexandra; PINTO, Solon Lemos – *E - Gov.br - A Próxima Revolução Brasileira*; Makron Books; 2004.
- FERREIRA, Paulo Roberto G. – *A assinatura digital é assinatura formal*;
www.esaber.com.br/ver_artigo.asp?codigo=880; 2001; Acesso em 2005.
- GANDINI, João Agnaldo Donizeti; JACOB, Cristiane; SALOMÃO, Diana Paola da Silva – *A Validade Jurídica dos Documentos Digitais*;
www.boletimjuridico.com.br/doutrina/texto.asp?id=37; 2001; Acesso em 2005.
- ARRUDA JUNIOR, Itamar – *Considerações ao PL N.º 1589/99*;
www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=2086; 2000; Acesso em 2005.
- MARTINS, Henrique – *Assinaturas Eletrônicas - Primeiro Passo para o Desenvolvimento do Comércio Eletrônico?*;
www.cbeji.com.br/br/downloads/secao/artasselet.htm; Acesso em 2005.
- PEIXOTO, Marcelo Magalhães – *Documentos Eletrônicos, Autoridades Certificadoras e Legislação Aplicável*; www.direitovirtual.com.br/artigos.php?details=1&id=14;
Acesso em 2005.
- SQUARCINI, Rodrigo Fabrício Rossi – *Responsabilidade Civil na Internet*;
www.ibdi.org.br/index.php?secao=&id_noticia=378&acao=lendo; Acesso em 2005.
- RISO, Douglas Leme de – *Assinatura Eletrônica: Certeza ou Insegurança?*;
www.cbeji.com.br/artigos/artdouglas02.htm; Acesso em 2005.
- USP, Equipe de Professores da – *Manual de Economia*; Saraiva; 3ª Edição; 1998.

REFERÊNCIAS LEGISLATIVAS

- BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 9/12/1976.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 17/12/1976.
- BRASIL. Medida Provisória nº 2.200-2, de 24 de agosto de 2001. Institui a Infra-Estrutura de Chaves Públicas Brasileira - ICP-Brasil, e dá outras providências.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 27/8/1976.
- BRASIL. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 24/8/2004. Seção 1, pgs. 19 a 26.
- BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. 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.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 9/1/2004. Seção 1, pgs. 8 a 15.
- BRASIL. Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 18/7/2003. Seção 1, pgs. 11 a 13.
- BRASIL. Instrução CVM nº 376, de 11 de setembro de 2002. 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.
Diário Oficial da União, Brasília-DF. Seção 1, pgs. 27 e 28.
- BRASIL. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. 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.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 24/1/2002. Seção 1, pgs. 29 a 33.

- BRASIL. Circular BACEN nº 3.234, de 15 de abril de 2004. Altera a regulamentação cambial para prever a assinatura digital em contratos de câmbio por meio da utilização de certificados digitais emitidos no âmbito da Infra-Estrutura de Chaves Públicas (ICP-Brasil), e dá outras providências.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 16/4/2004.
- BRASIL. Carta-Circular BACEN nº 3.134, de 27 de abril de 2004. Divulga os procedimentos e padrões técnicos para uso de assinatura digital em contratos de câmbio.
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 28/4/2004.
- BRASIL. Instrução Normativa SRF nº 222, de 11 de outubro de 2002. Institui o Serviço Interativo de Atendimento Virtual (Receita 222).
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 16/10/2002.
- BRASIL. Circular SUSEP nº 277, de 30 de novembro de 2004. Faculta a utilização da assinatura digital, nos documentos eletrônicos relativos às operações de seguros, de capitalização e de previdência complementar aberta, por meio de certificados digitais emitidos no âmbito da Infra-estrutura de Chaves Públicas (ICP-Brasil).
Diário Oficial da União, Brasília-DF, 2/12/2004.
- BRASIL. Resolução STF nº 287, de 14 de abril de 2004. Institui o e-STF, sistema que permite o uso de correio eletrônico para a prática de atos processuais, no âmbito do Supremo Tribunal Federal.
Diário de Justiça, Brasília-DF, 16/4/2004.
- BRASIL. Projeto de Lei nº 1.589, de 31 de agosto de 1999. Dispõe sobre o comércio eletrônico, a validade jurídica do documento eletrônico e a assinatura digital.
Diário da Câmara dos Deputados, Brasília-DF, 24/9/1999. Pg. 44.338, Col. 02.
- BRASIL. Projeto de Lei nº 7.316, de 7 de novembro de 2002. Disciplina o uso de assinaturas eletrônicas e a prestação de serviços de certificação.
Diário da Câmara dos Deputados, Brasília-DF, 9/12/2004. Letra A.
- Estados Unidos da América. Rule 17a-4(f) of Securities and Exchange Commission. Estipula os requisitos para armazenamento eletrônico de dados estendidos a instituições intermediárias.
www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf. 1º/5/2001. Acesso em 2005.