

ALEXANDRE ZANOTTA

**REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

MESTRADO EM DIREITO

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
SÃO PAULO
2005**

ALEXANDRE ZANOTTA

**REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO NO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Fernando A. Albino de Oliveira.

SÃO PAULO

2005

Banca Examinadora

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha esposa, Cibele, minha fonte de inspiração e de força, pela compreensão e apoio em todos os momentos.
Aos meus pais, Sandra e Pedro, e ao meu irmão, André, por tudo, pois sem eles jamais chegaria a lugar algum.

Agradecimentos

Agradecimento: *s. m.* Ato ou efeito de agradecer. Reconhecimento e declaração de se estar grato por algo dado ou feito por outrem; gratidão. Discurso, palavra, gesto ou fato que denote esse reconhecimento. (Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa).

Obrigado ao Prof. Fernando A. Albino de Oliveira, não apenas pela orientação, mas também pela confiança em mim depositada e a decisiva influência que passou a exercer em minha vida profissional e acadêmica.

Agradeço também aos amigos que, direta ou indiretamente, de alguma forma contribuíram para a realização deste trabalho: Vânia Wongtschowski, Maurício Teixeira dos Santos, Rabih Ali Nasser, Gilberto de Castro Moreira Junior, Camila Calais, Eduardo Pavia, Euro Bento Maciel Filho e Luis Guilherme Aidar Bondioli.

Por fim, agradeço à Tiffany, companheira incansável durante a redação desta dissertação.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo trazer uma contribuição para o debate em torno da adequação do atual sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro e apontar uma solução para sua melhora, de forma a aumentar o número e a qualidade das operações realizadas em referido mercado e torná-las mais seguras para os investidores. Nesse contexto, somente serão analisados os aspectos da regulação e da auto-regulação no segmento do sistema financeiro disciplinado pela Lei nº 6.385/76, conforme alterada, ou seja, aspectos relativos exclusivamente ao mercado de valores mobiliários nacional. A finalidade aqui proposta é apresentar e discutir, de forma abrangente, os aspectos jurídicos relacionados à regulação e à auto-regulação no mercado de capitais no Brasil, partindo da compreensão do conceito de regulação e dos aspectos a ele relacionados, incluindo suas características e limites, bem como as características do poder regulamentar em nosso mercado de capitais, demonstrando que o exercício de função normativa pelo Poder Executivo é juridicamente válido no ordenamento jurídico brasileiro. O tema da auto-regulação foi analisado tendo em vista não apenas suas características gerais, como também suas características específicas no mercado de capitais brasileiro, incluindo a fundamentação legal do exercício do poder de auto-regulação por entidades privadas, a relação entre a Comissão de Valores Mobiliários e referidas entidades, a análise das atividades das Bolsas de Valores e a análise de casos concretos atuais pertinentes à auto-regulação no mercado de valores mobiliários no Brasil. Assim, pretendeu-se demonstrar que a alternativa mais segura e adequada ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro é um maior equilíbrio entre a regulação e a auto-regulação, com o aumento da participação da auto-regulação em nosso mercado de capitais.

ABSTRACT

This work intends to bring a contribution for the debate about the adequacy of the current regulation system of the Brazilian capital markets and to propose a solution for its enhancement, with the intention to increase the number and the quality of the transactions held in such market, and to make them safer for investors. In this context, it will only be analyzed the aspects of regulation and self-regulation in the segment of the financial system governed by Law nr. 6385/76, as amended, i.e., aspects exclusively related to the national securities market. The purpose hereby proposed is to present and discuss, in a comprehensive manner, the legal aspects related to regulation and self-regulation in the Brazilian capital markets, from the comprehension of the concept of regulation and its related aspects, including its characteristics and limits, as well as the characteristics of the regulatory power in our capital markets, demonstrating that the exercise of regulatory function by the Executive Power is legally valid in the Brazilian juridical system. The topic of self-regulation was analyzed bearing in mind not only its general characteristics, but also its specific characteristics related to the Brazilian capital markets, including the legal rationale for the exercise of self-regulation power by private entities, the relationship between the Brazilian Securities Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*) and mentioned entities, the analysis of the Stock Exchanges activities and the analysis of factual events related to self-regulation in the securities market of Brazil. Thus, the intention hereby was to demonstrate that the safer and more adequate alternative for the development of the Brazilian securities market is a greater balance between regulation and self-regulation, with the increase of the participation of self-regulation in our capital markets.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	11
I. - O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O MERCADO DE CAPITAIS	15
I.1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	15
I.2 CONCEITO DE MERCADO DE CAPITAIS	22
I.3 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	24
II. - REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	37
II.1. INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO	37
II.1.1. <i>Estado Liberal</i>	37
II.1.2. <i>Estado Intervencionista</i>	39
II.1.3. <i>Estado Neoliberal</i>	42
II.2. MODALIDADES DE INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ORDEM ECONÔMICA	43
II.3. RAZÕES DA INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ORDEM ECONÔMICA.....	45
II.4. CONCEITO DE REGULAÇÃO.....	47
II.5. PODER REGULAMENTAR.....	50
II.5.1. <i>Delegação Legislativa</i>	57
II.6. O REGULAMENTO NO DIREITO BRASILEIRO	59
II.7. LIMITES DO PODER REGULAMENTAR	62
II.8. PODER REGULAMENTAR NO MERCADO DE CAPITAIS.....	63
II.9. OBJETIVOS DA REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....	67
II.10. O ARTIGO 25 DO ATO DAS DISPOSIÇÕES CONSTITUCIONAIS TRANSITÓRIAS	69
II.11. REGULAÇÃO E O PRINCÍPIO DA SEPARAÇÃO DOS PODERES	70
II.12. CONSIDERAÇÕES ACERCA DO PRINCÍPIO DA LEGALIDADE	76
III - AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	83
III.1. CARACTERÍSTICAS DA AUTO-REGULAÇÃO	83
III.1.1. <i>Auto-Regulação e Regulação</i>	87
III.1.2. <i>Supervisão Estatal</i>	88
III.2. VANTAGENS E DESVANTAGENS DA AUTO-REGULAÇÃO	89
III.3. AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....	93
III.4. AUTO-REGULAÇÃO E FUNÇÃO DAS BOLSAS DE VALORES	102
III.4.1. <i>Poderes de Fiscalização das Bolsas de Valores</i>	105
III.4.2. <i>Responsabilidades das Bolsas de Valores</i>	107
III.5. O NOVO MERCADO DA BOVESPA	110
III.5.1. <i>Características do Novo Mercado</i>	110
III.5.2. <i>Câmara Arbitral do Mercado</i>	112
III.5.3. <i>Níveis Diferenciados de Governança Corporativa</i>	113
III.5.4. <i>Atual Estágio de Desenvolvimento</i>	115
III.5.5. <i>Principais Questões Relacionadas ao Novo Mercado</i>	115
III.6. CÓDIGOS DE AUTO-REGULAÇÃO DE ENTIDADES AUTO-REGULADORAS PRIVADAS	118
III.6.1 <i>Breve Introdução</i>	118
III.6.2 <i>Códigos de Auto-Regulação da ANBID</i>	119
III.6.3 <i>Código de Auto-Regulação do IBGC</i>	123
IV - CONCLUSÃO	125
BIBLIOGRAFIA	132

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo contribuir para o debate em torno da adequação do atual sistema de regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil e apontar uma solução para a melhora de referido sistema, de forma a aumentar o número e a qualidade das operações do mercado de capitais brasileiro e torná-las mais seguras para os investidores. Nossa intenção é apresentar e discutir, de forma abrangente, os aspectos jurídicos relacionados à regulação e à auto-regulação no mercado de capitais brasileiro — partindo desde a compreensão do conceito de regulação e dos limites e características do poder regulamentar em nosso mercado de capitais, até a análise das características e de casos concretos atuais pertinentes à auto-regulação no mercado de valores mobiliários no Brasil, apresentando, ao final, uma solução que entendemos a mais adequada para a melhora e o desenvolvimento do sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro. Ao longo desta dissertação, serão examinados desde a Constituição Federal de 1988 até regulamentos e códigos de auto-regulação em vigor elaborados por entidades privadas, especificamente ligadas ao mercado de capitais.

Importante frisar, desde logo, que analisaremos aqui somente aspectos da regulação e da auto-regulação no segmento do sistema financeiro disciplinado pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, conforme alterada, ou seja, aspectos relativos exclusivamente ao mercado de valores mobiliários nacional. Dessa forma, como o tema é tratado sob a ótica do direito positivo brasileiro, as incursões a autores estrangeiros têm interesse relativo, já que o objetivo principal é o de colher subsídios para a análise de uma situação legislada concreta.

Este trabalho começa com a apresentação e descrição das características do Sistema Financeiro Nacional e de seus segmentos, destacando, dentre estes, o mercado de capitais, com o fim de delimitar a área de abrangência desta dissertação. Em seguida, no mesmo capítulo, descreve-se mais especificamente a estrutura legal do mercado de capitais brasileiro, abordando desde a Constituição Federal até as normas infralegais, com enfoque dirigido à identificação na legislação das características da atuação do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários.

No capítulo II, serão analisados os aspectos da regulação, tanto naquilo que possuem de genérico quanto ao que possuem de específico em relação ao mercado de capitais. Inicialmente, será apresentada de forma sumária a questão da intervenção estatal no domínio econômico, desde a concepção liberal até o surgimento do Estado neoliberal no final do século passado. Ainda quanto ao tema da intervenção do Estado na economia, serão estudadas as modalidades e razões dessa intervenção.

Após o estudo da intervenção do Estado no domínio econômico, passaremos a analisar o conceito de regulação e todos os aspectos que lhe são inerentes, incluindo os aspectos mais polêmicos que o tema suscita, avaliando-se a atuação do Poder Executivo no exercício do poder regulamentar, sugerindo a fundamentação legal de tal exercício e fazendo uma diferenciação entre o poder regulamentar e a delegação legislativa. Em seguida, apresentamos uma breve caracterização doutrinária acerca dos tipos de regulamento admitidos no sistema constitucional brasileiro e acerca da demarcação dos limites do poder regulamentar exercido pelo Poder Executivo.

Ainda no mesmo capítulo, analisaremos o exercício do poder regulamentar no mercado de capitais brasileiro, com o estudo da competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, incluindo os objetivos da regulação no mercado de capitais. A seguir, apresentamos um enfoque atual da questão do artigo 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

Ao final deste capítulo, serão abordadas as questões relacionadas a dois princípios constitucionais: (i) o da separação de poderes e (ii) o da legalidade, apresentando uma proposta moderna de interpretação de referidos princípios, diversa daquela tradicionalmente estudada, demonstrando que não há violação destes princípios mesmo quando se reconhece a capacidade normativa do Executivo.

O capítulo III, por sua vez, será dedicado ao estudo da auto-regulação no mercado de valores mobiliários brasileiro. Primeiramente, serão analisadas as características gerais da auto-regulação, com enfoque na interação entre regulação e auto-regulação e na importância da supervisão estatal sobre as entidades auto-reguladoras. Ainda em relação às

características gerais da auto-regulação, serão apresentadas as vantagens e desvantagens da auto-regulação em relação à regulação estatal.

Na continuação, serão estudados os aspectos da auto-regulação especificamente no mercado de valores mobiliários brasileiro, com o embasamento legal do exercício do poder de auto-regulação por entidades privadas do mercado de capitais, as características e limites do poder auto-regulador de referidas entidades e os aspectos legais referentes à relação entre a Comissão de Valores Mobiliários e os agentes participantes de nosso mercado de capitais.

Neste capítulo, ainda, será feita uma abordagem mais detida sobre as atividades das Bolsas de Valores, principalmente no que se refere à autonomia e à competência que possuem para elaborar suas regras de auto-regulação. A seguir, será estudado o segmento especial de negociação criado pela Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, chamado de Novo Mercado, cujo propósito é atrair empresas de capital aberto dispostas a fornecer mais informações sobre seus negócios e que se comprometem a adotar práticas diferenciadas de administração, transparência e proteção aos acionistas minoritários. Serão explicadas as principais regras do Novo Mercado, informando seu atual estágio de desenvolvimento mediante uma abordagem das principais questões a ele relacionadas.

No final deste capítulo serão também analisadas as questões centrais relacionadas aos principais códigos de auto-regulação de entidades privadas do mercado de valores mobiliários brasileiro. Nesse sentido, serão analisados o Código de Auto-Regulação da ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários, o Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento, ambos elaborados pela ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento, e o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC.

Foram escolhidos para análise nesta dissertação os códigos de auto-regulação mencionados no parágrafo anterior e o Regulamento de Listagem do Novo Mercado porque são os conjuntos de regras de auto-regulação considerados as principais referências no âmbito das operações de mercado de capitais no Brasil.

Além dos códigos mencionados, outras entidades elaboraram seus próprios códigos de auto-regulação, dentre os quais destacam-se o Código de Ética e o Código Operacional do Mercado, ambos da ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. Essas normas de auto-regulação, apesar de terem importância no cenário do mercado de valores mobiliários brasileiro, não serão analisadas nesta dissertação pelo fato de tratarem de regras relacionadas mais diretamente ao mercado financeiro. Ademais, a própria ANBID possui outros dois códigos de auto-regulação: o Código de Auto-Regulação da ANBID para o Serviço de Custódia Qualificada e o Código de Auto-Regulação da ANBID para o Programa de Certificação Continuada. Ambos os códigos tampouco serão analisados nesta dissertação.

Finalmente, a conclusão terá como objetivo demonstrar que não só o reconhecimento de que o exercício de função normativa pelo Poder Executivo é legítimo no ordenamento jurídico brasileiro, como a auto-regulação também é juridicamente válida, sendo que a alternativa mais segura e adequada ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro seria um maior equilíbrio entre a regulação e a auto-regulação, com o aumento da participação da auto-regulação nas operações realizadas em referido mercado.

I. - O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O MERCADO DE CAPITAIS

Segundo frisamos na Introdução deste trabalho, nosso objetivo será o de apresentar e discutir os aspectos jurídicos relacionados à regulação e à auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. Para tanto, porém, precisamos antes delimitar o que se entende por mercado de capitais na ordem jurídica brasileira, diferenciando-o dos demais segmentos que compõem o sistema financeiro nacional.

I.1 O Sistema Financeiro Nacional

Antes da Segunda Guerra Mundial, a economia brasileira era sustentada por um modelo basicamente caracterizado pela exportação de produtos primários. Nessas condições, os bancos concentravam suas atividades nos empréstimos sob a forma de abertura de crédito para financiar as atividades relacionadas à exportação de matéria-prima.

Com a eclosão da Segunda Grande Guerra, dá-se uma alteração profunda no sistema bancário brasileiro. Abre-se uma lacuna com a liquidação de grande parte dos bancos estrangeiros, tornados inviáveis no País em virtude do conflito, desenvolvendo-se duas linhas de atuação: de um lado, o fortalecimento dos bancos estrangeiros remanescentes e, de outro, a implantação de organizações bancárias tipicamente nacionais, o que acarreta o surgimento de um sistema mais apto ao financiamento das atividades econômicas do País¹. Em 1945, é publicado o Decreto-lei nº 7.293, de 02 de fevereiro, que fixa as primeiras normas monetárias e cria a Superintendência da Moeda e do Crédito - SOMOC, embrião do atual Banco Central do Brasil.

Esse período, no entanto, é marcado por surtos inflacionários, o que coloca em risco o sistema bancário nacional, com a extinção e liquidação de muitos bancos. Era necessário, então, o retorno de instituições financeiras mais sadias e a criação de novos instrumentos de financiamento.

¹ BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. *Comentários à Constituição do Brasil*. v. 7. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 352.

Nesse contexto, é editada a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, que marcou o início da fase de especialização do sistema financeiro. Essa fase culminou na promulgação da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e, posteriormente, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que reestruturaram, respectivamente, o sistema financeiro nacional como um todo e, especificamente, o mercado de valores mobiliários.

Nos termos da Lei nº 4.595/64, o sistema financeiro nacional é composto por instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, distribuição e circulação de valores e regulação dessas atividades. Atualmente, os seguintes órgãos e entidades compõem o sistema financeiro nacional²: (i) Conselho Monetário Nacional - CMN, assessorado pela COMOC e demais Comissões Consultivas; (ii) Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP; (iii) Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC; (iv) órgãos subordinados ao CMN: (a) Banco Central do Brasil - BCB e (b) Comissão de Valores Mobiliários - CVM; (v) órgãos subordinados ao CNSP: (a) Superintendência de Seguros Privados - SUSEP e (b) IRB - Brasil Resseguros; (vi) órgão subordinado ao CGPC: Secretaria de Previdência Complementar - SPC; (vii) instituições subordinadas ao BCB e à CVM: (a) instituições financeiras captadoras de depósitos à vista; (b) demais instituições financeiras; (c) outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros; (d) bolsas de valores; e (e) bolsas de mercadorias e futuros; (viii) instituições subordinadas à SUSEP e ao IRB: (a) sociedades seguradoras; (b) sociedades de capitalização; e (c) entidades abertas de previdência complementar; e (ix) instituições subordinadas à SPC: entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).

A composição atual do sistema financeiro nacional é bem distinta daquela apresentada pela Lei nº 4.595/64, que previa como seus integrantes, além do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, o Banco do Brasil S.A., o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e as demais instituições financeiras públicas e privadas³. Com o passar dos anos, no entanto, a composição do sistema financeiro nacional foi ampliada por diversas leis e pela própria Constituição Federal de 1988. De qualquer maneira, analisaremos nesta dissertação somente o ramo do sistema financeiro nacional correspondente às competências do Conselho Monetário Nacional relacionadas ao mercado de capitais,

² Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

³ Redação original do artigo 1º da Lei nº 4.595/64.

especialmente no que tange às atividades da Comissão de Valores Mobiliários, excluindo, por fugirem do escopo aqui pretendido, os segmentos de competência do Conselho Nacional de Seguros Privados e do Conselho de Gestão da Previdência Complementar.

O sistema financeiro nacional está tratado na Constituição Federal de 1988, que o privilegiou de forma inédita em relação às Constituições anteriores ao conferir-lhe um artigo específico, o de número 192, inserido no Capítulo IV do Título VII, que dispõe sobre a Ordem Econômica e Financeira.

Antes de analisarmos com mais detalhes o artigo 192, porém, entendemos ser relevante fazer um breve exame dos princípios gerais da atividade econômica, inseridos no mesmo Título VII da Constituição de 1988 - “Da Ordem Econômica e Financeira”. Com efeito, assim estabelece o artigo 170 da Constituição Federal:

“Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

- I - soberania nacional;
- II - propriedade privada;
- III - função social da propriedade;
- IV - livre concorrência;
- V - defesa do consumidor;
- VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;
- VII - redução das desigualdades regionais e sociais;
- VIII - busca do pleno emprego;
- IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.”

Encontramos nesse dispositivo a relação dos princípios gerais que a Constituição Federal estabelece para a atividade econômica no Brasil. De uma análise mais atenta, podemos depreender que no artigo supracitado coexistem tanto princípios liberais (incisos II e IV) como intervencionistas (demais incisos), cujos preceitos ideológicos devem ser harmonizados, pois servirão como base para todas as normas reguladoras da atividade econômica no País.

A interpretação sistemática dos incisos do artigo 170 leva a entender que a Lei Maior consagrou o sistema capitalista, que garante a liberdade de iniciativa desde que, nas palavras de FERNANDO ALBINO, “*ao lado desse direito individual de livre exercício do comércio exista o do interesse coletivo de uma economia eficaz, dinâmica e que harmonize capital e trabalho, na busca do desenvolvimento integrado do País*”⁴.

É nesse contexto que devemos analisar o artigo 192 da Constituição que, como dissemos, também faz parte da Ordem Econômica e Financeira da Constituição Federal.

O artigo 192 sofreu profunda modificação em sua redação original com a edição da Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003⁵. Referida Emenda Constitucional não só alterou o *caput* do artigo 192, como também excluiu seus oito incisos e três parágrafos, que continham uma lista exemplificativa das matérias que deveriam ser tratadas por lei complementar, e que compreendiam o mercado financeiro, de seguro, resseguro, previdência e capitalização. Assim dispõe atualmente o artigo 192 da Constituição Brasileira:

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

⁴ *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. p. 187.

⁵ A EC nº 40/2003 alterou, ainda, o inciso V do artigo 163 da Constituição Federal e o *caput* do artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias.

Como podemos observar da leitura do artigo, os seguintes princípios deverão informar a atividade normativa da matéria referente ao sistema financeiro: (i) promoção do desenvolvimento equilibrado do País e (ii) atendimento aos interesses da coletividade. Sem nos esquecermos, obviamente, que esses princípios deverão ser conjugados com os princípios instituídos pelo artigo 170 supracitado.

Como desde 1988 até hoje nenhuma lei complementar foi editada para dispor sobre o sistema financeiro nacional (conforme estabelece o referido artigo 192), as leis ordinárias editadas sobre as matérias a ele referentes foram recepcionadas pela atual Constituição com *status* de lei complementar, dispondo validamente sobre elas.

Esse fenômeno jurídico-constitucional chamado de “recepção” consiste na permanência em vigor de toda legislação infraconstitucional nascida sob a égide de Constituições anteriores e que não seja incompatível com a Constituição atual. Ou seja, o novo sistema constitucional recepciona referidas leis como se Leis Complementares fossem, uma vez que o conteúdo normativo dessas regras trata de matéria de competência de Lei Complementar, como é o caso das Leis nº 4.595/64, nº 4.728/65, nº 6.385/76 e demais leis que tratam daquelas matérias.

Além do artigo 192, a Constituição Federal trata de matérias específicas atinentes ao sistema financeiro nacional em outros artigos que, se analisados sistematicamente, ditam as regras que nortearão o sistema financeiro nacional.

Um primeiro exemplo são as competências da União. No artigo 21 do Texto Constitucional, encontramos nos incisos VII e VIII as competências da União para, respectivamente, emitir moeda e administrar as reservas cambiais do País e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada. O artigo 22, por sua vez, diz competir privativamente à União legislar sobre direito comercial (inciso I), sistema monetário (inciso VI), política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores (inciso VII), sistema de poupança, captação e garantia da poupança popular (inciso XIX) e sistemas de consórcios e sorteios (inciso XX). Finalmente, o artigo 24 traz a competência concorrente da União, dos Estados e do Distrito Federal para legislar sobre direito financeiro (inciso I).

Mais à frente, a Constituição trata das competências do Congresso Nacional em relação a matérias financeira e de crédito. O artigo 48 prevê a competência do Congresso Nacional para dispor sobre operações de crédito e dívida pública (inciso II), matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações (inciso XIII) e moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida pública mobiliária federal (inciso XIV).

O sistema financeiro nacional, portanto, excluindo-se as disciplinas de seguro e previdência que não pertencem aos objetivos deste trabalho, está disciplinado na seguinte legislação infraconstitucional: (i) Lei nº 4.595/64 (acima mencionada, dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias); (ii) Lei nº 4.728/65 (também já mencionada, disciplina o mercado de capitais); (iii) Lei nº 6.385/76 (dispõe sobre o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários); (iv) Lei nº 6.024/74 (dispõe sobre a intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras); (v) Lei nº 7.492/86 (define os crimes contra o sistema financeiro); e (vi) Leis nºs 4.131/62 e 4.390/64 (dispõem sobre os capitais estrangeiros). Essas leis, juntamente com o artigo 192 da Lei Maior, e excluindo as leis que tratam de seguro e previdência, formam o arcabouço jurídico do sistema financeiro nacional, e foram recepcionadas pela atual Constituição Federal com *status* de leis complementares.

Com base na legislação apresentada, podemos depreender que esse setor do sistema financeiro nacional é segmentado nos seguintes subsistemas, divididos em função das características das operações realizadas em cada âmbito específico: (i) mercado de crédito; (ii) mercado monetário; (iii) mercado cambial; e (iv) mercado de capitais. A princípio, definiremos os três primeiros subsistemas.

O **mercado de crédito** é caracterizado pela intermediação financeira e nele são realizadas operações de financiamento de consumo corrente, de bens duráveis e capital de giro para as empresas. No mercado financeiro, a transferência de recursos (circulação da propriedade) tem sempre a participação de uma instituição financeira. A relação jurídica se estabelece entre a instituição financeira e o aplicador, ou entre a instituição financeira e o tomador dos recursos. Sendo a instituição financeira sempre parte do negócio jurídico, a transferência de recursos entre agentes ocorre de forma indireta.

O **mercado monetário** (ou *open market*) é utilizado como instrumento de política monetária, por meio do qual o Banco Central do Brasil atua sobre o nível de liquidez da economia, comprando e vendendo títulos públicos ou privados de sua própria carteira, em operações de curto ou curtíssimo prazo. O mercado monetário visa, sobretudo, o ajuste dos saldos de reservas bancárias das instituições financeiras e financiar desencaixes ocasionais do Tesouro Nacional.

No **mercado cambial**, por sua vez, são realizadas operações de compra e venda de moeda estrangeira, com a intermediação de instituições financeiras autorizadas. As operações no mercado de câmbio influenciam o mercado monetário em razão de afetarem os saldos de reservas bancárias das instituições financeiras⁶.

Os três segmentos definidos anteriormente formam o mercado financeiro. Dessa forma, podemos definir **mercado financeiro** como o conjunto de operações realizadas entre as instituições financeiras e o público em geral, consistentes nas operações realizadas nos mercados de crédito, monetário e cambial. O mercado financeiro é, portanto, o mercado da intermediação financeira, sendo caracterizado pela interposição da instituição financeira entre aqueles que têm recursos disponíveis e aqueles que necessitam de financiamento. São princípios norteadores do mercado financeiro a proteção do público poupador e a proteção da estabilidade das instituições financeiras⁷.

A noção conceitual de mercado financeiro decorre das definições acerca da atividade bancária e da profissão de banqueiro, com elas se confundindo. É no mercado financeiro que se desenvolve a atividade bancária por excelência, consistente na intermediação na circulação do dinheiro, cabendo às instituições financeiras um importante papel no cenário econômico. Nos termos da Lei nº 4.595/64, o mercado financeiro é fiscalizado pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil, sendo este último subordinado ao primeiro.

⁶ MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no Direito Brasileiro*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. p. 26.

⁷ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. São Paulo: Dialética, 1999. p. 22.

I.2 Conceito de Mercado de Capitais

O mercado de capitais diferencia-se do mercado financeiro por duas características: a natureza dos negócios jurídicos nele formalizados e, em consequência, a natureza dos títulos negociados. Enquanto no mercado financeiro são concretizados negócios creditícios, no mercado de capitais são realizados negócios que poderiam ser denominados de participação⁸.

Assim, podemos conceituar **mercado de capitais** como o conjunto de operações realizadas entre pessoas físicas e/ou jurídicas, que consistem na captação de capitais de forma direta entre os poupadores de recursos financeiros e os tomadores de capital. Os recursos são captados junto ao público investidor mediante a emissão de títulos ou valores mobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão⁹. Por essa razão, o mercado de capitais também é conhecido como mercado de valores mobiliários. Nesse mercado, as instituições financeiras aparecem como intervenientes obrigatórias nos negócios realizados, atuando como instrumento para viabilizar a realização das operações realizadas, não sendo juridicamente partes nessa relação. O mercado de capitais é norteado por princípios protecionistas da economia popular e da estabilidade das instituições financeiras¹⁰.

Conforme podemos depreender dessa definição, no mercado de capitais o trânsito de recursos financeiros entre o detentor de poupança e o necessitado de financiamento dá-se de forma direta. A instituição financeira insere-se na relação apenas como interveniente obrigatória, e não como captadora de recursos de terceiros para posteriormente repassá-los ao público. Por isso, o mercado de valores mobiliários é conhecido como o mercado da “desintermediação” financeira, já que nele a instituição financeira não se interpõe entre o indivíduo que detém a poupança e aquele que está necessitado dela.

⁸ OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Op. cit., p. 28.

⁹ Esta forma de captação de recursos, por meio de oferta pública de títulos ou valores mobiliários a serem negociados em bolsa ou mercado de balcão, somente pode ser feita por companhias autorizadas a ofertar publicamente títulos ou valores mobiliários, denominadas “companhias abertas”. Este é o tipo de operação que interessa para os fins deste trabalho. As empresas, porém, podem também captar recursos junto aos próprios acionistas, ou junto a um grupo restrito de pessoas, caso em que, se fazem dessa forma por não terem autorização para fazê-lo de forma pública, são consideradas “companhias fechadas”.

¹⁰ MOSQUERA. Op. cit., p. 25.

O mercado de capitais é dividido em duas subespécies: o **mercado primário** e o **mercado secundário**. A função do mercado primário é viabilizar a captação de recursos por meio da emissão de novos títulos ou valores mobiliários, que nele são negociados pela primeira vez. Dessa forma, no mercado primário, aquele que necessita de recursos financeiros coloca-se diretamente em contato com o financiador, emitindo títulos ou valores mobiliários e, dessa forma, financiando-se. É neste mercado que se materializa, realmente, uma operação de participação, na qual se cumpre a função econômica de levar a poupança ao ente necessitado.

A função do mercado secundário, por outro lado, é proporcionar liquidez ao mercado de capitais, pela negociação dos títulos e valores mobiliários já existentes entre os próprios investidores. O mercado secundário origina-se do mercado primário e é onde se realizam as operações de negociação com os valores mobiliários já emitidos naquele mercado, viabilizando a liquidação dos investimentos originalmente realizados pelos poupadores.

Vemos, assim, que o mercado primário e o mercado secundário exercem funções distintas no interior do mercado de valores mobiliários. Enquanto o mercado primário desempenha função estratégica na captação de recursos pelas empresas ao dispor o capital para quem dele precisa, o mercado secundário desempenha papel fundamental como instrumento de financiamento do mercado de capitais, na medida em que permite o retorno do capital investido ao poupador original. Assim, a existência de um mercado secundário eficiente é vital para o crescimento do mercado primário, pois além de propiciar liquidez, o mercado secundário também estabelece critérios de avaliação dos valores nele ofertados, além de fornecer um parâmetro de preço para novas emissões no mercado primário.

Partindo das definições anteriormente referidas, adotaremos neste trabalho a expressão *mercado de capitais* de modo a poder distingui-lo do *mercado financeiro* — que, como vimos, abrange os mercados de crédito, monetário e cambial —, sendo importante tornar inequívoca tal expressão na medida em que focamos nosso estudo no exercício da regulação e da auto-regulação no âmbito do mercado de capitais.

I.3 O Mercado de Capitais no Brasil

O surgimento do mercado de valores mobiliários no Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento, é fenômeno recente se comparado aos mercados de capitais dos países mais desenvolvidos. Entretanto, o mercado de capitais brasileiro teve uma evolução bastante rápida, quer quanto à sofisticação de suas operações, quer quanto ao volume de recursos envolvidos nas operações diárias nas bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados ou não.

As regras que disciplinam o mercado de capitais brasileiro estão dispostas de forma hierarquizada e têm como norma superior e fundamental a Constituição Federal de 1988. Em escalão hierárquico inferior ao Texto Supremo, encontraremos as Leis n^{os} 4.595/64, 4.728/65 e 6.385/76. Ademais, outros corpos normativos regem o mercado de valores mobiliários, que entre si apresentam uma hierarquia na qual cada unidade normativa buscará seu fundamento de validade na norma superior e assim sucessivamente, até tocar na norma fundamental positiva, que é a Constituição Federal Brasileira¹¹.

Apesar de a Constituição Federal não mencionar textualmente a expressão *mercado de capitais*, sabe-se, como explicado acima, que o mercado de capitais integra o sistema financeiro nacional, estando sujeito não só ao previsto no artigo 192, como também às demais regras constitucionais referentes a mencionado sistema.

Em virtude da redação anterior do artigo 192 da Lei Maior, havia uma discussão quanto ao mercado de capitais fazer parte ou não das matérias que deveriam ser reguladas pela lei complementar ali mencionada. Isso porque os incisos e parágrafos do artigo 192 não se referiam expressamente a mercado de capitais, mas somente a *mercado financeiro*. De qualquer forma, entendia-se que o artigo 192 compreendia o mercado de capitais, uma vez que a expressão “mercado financeiro” teria sentido mais amplo do que o apresentado neste trabalho, equivalendo a “sistema financeiro”. Esse, aliás, foi o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do seguinte trecho do Parecer CVM/PJU n^o 009, de 27 de maio de 1998:

¹¹ MOSQUERA. Op. cit., p. 27.

“45. Em nenhum dos dispositivos dos demais capítulos do Título VII, nem nos incisos e parágrafos do artigo 192 do Capítulo IV, a Constituição menciona textualmente a expressão “mercado de capitais”, mas dispõe somente sobre o “sistema ou mercado financeiro”. Seguindo-se a interpretação literal, podemos dizer que a Carta de 1988 não admite a existência de um “mercado de capitais” no Brasil!

46. Ora, é evidente que o legislador constituinte utilizou a expressão “sistema financeiro” ou “mercado financeiro” em sentido amplo, compreendendo, como aduzido acima, os mercados de crédito, monetário, cambial e de valores mobiliários.”

Logo abaixo da Constituição Federal, com *status* de lei complementar, encontramos as três principais leis que tratam do mercado de capitais no Brasil: as Leis n^{os} 4.595/64, 4.728/65 e 6.385/76. Como podemos ver, essa legislação é bem anterior à promulgação da atual Constituição Federal.

A Lei n^o 4.595/64, editada para reestruturar o sistema financeiro nacional, criou, dentre outros órgãos e instituições, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil.

O Conselho Monetário Nacional é o órgão superior do sistema financeiro nacional, responsável por definir as diretrizes desse sistema, sendo que todos os seus órgãos integrantes estão sujeitos às suas deliberações. Nos termos do artigo 3^o da Lei n^o 4.595/64, a política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

- “I - adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- II - regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;

- III - regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;
- IV - orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- V - propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- VI - zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- VII - coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.”

No que tange especificamente ao mercado de capitais, a Lei nº 4.595/64 atribuiu ao Conselho Monetário Nacional a função de “*disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos*” (art. 4º, XXI) e de “*regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades subordinadas a esta lei, bem como a aplicação das penalidades previstas*” (art. 4º, VIII). Ademais, o artigo 5º de referida Lei estabelece que “*as deliberações do Conselho Monetário Nacional (...) obrigarão também os órgãos oficiais, inclusive autarquias e sociedades de economia mista, nas atividades que afetem o mercado financeiro e o de capitais*”.

A composição do Conselho Monetário Nacional foi alterada (em relação ao que estava originalmente previsto na Lei nº 4.595/64) pela Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995¹². Atualmente, integram o Conselho Monetário Nacional o Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de Presidente, o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil.

¹² O artigo 8º da Lei nº 9.069/95, conforme alterado pela Medida Provisória nº 2.216-37, de 31 de agosto de 2001, modificou a composição do Conselho Monetário Nacional.

A Lei nº 9.069/95 criou também a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito - COMOC¹³, que atua junto ao Conselho Monetário Nacional, assessorando-o e propondo regulação para as matérias de sua competência, além de outras sete Comissões Consultivas (como, por exemplo, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e Futuros) que também auxiliam o Conselho Monetário Nacional, propondo regulação para as matérias de sua competência¹⁴.

O Banco Central do Brasil, por sua vez, é uma autarquia federal cuja finalidade precípua é cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Dentre suas funções privativas, estão a emissão de moeda, interferir no sistema de pagamentos e na circulação da moeda para assegurar o permanente poder de compra desta, controlar as operações de crédito, as atividades cambiais e as reservas bancárias¹⁵.

No que se refere ao mercado de capitais, a Lei nº 4.595/64 atribuiu ao Banco Central do Brasil a incumbência de *“exercer vigilância nos mercados financeiro e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem”* (art. 11, VII). Além disso, o parágrafo primeiro do artigo 18 da mesma Lei, que trata das autorizações a serem outorgadas pelo Banco Central do Brasil às instituições financeiras para funcionarem no Brasil, estabelece que: *“Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras”*.

¹³ O artigo 9º da Lei nº 9.069/95 criou a COMOC.

¹⁴ O artigo 11 da Lei nº 9.069/95 criou as demais Comissões Consultivas.

¹⁵ Artigo 10º da Lei nº 4.595/64.

A primeira lei que tratou especificamente do mercado de capitais, porém, foi a Lei nº 4.728/65, disciplinando-o e estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento. Antes da publicação desta lei, não existia, praticamente, qualquer controle governamental sobre a oferta de valores ao público.

A Lei nº 4.728/65 ampliou a atuação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil para o mercado de capitais, conforme as finalidades estabelecidas em seu artigo 2º:

- “I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;
- II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;
- III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;
- IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;
- V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;
- VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.”

Com essas finalidades, a Lei nº 4.728/65 outorgou competência ao Conselho Monetário Nacional para, dentre outras competências, “*fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores*” (artigo 7º); “*fixar as normas gerais a serem observadas em matéria de organização, disciplina e fiscalização das atribuições e atividades das sociedades corretoras membros das Bolsas e dos corretores de câmbio*” (artigo 9º); “*fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários*” (artigo 10); e “*estabelecer normas gerais*

relativas às informações que deverão ser prestadas no pedido de registro previsto neste artigo [registro de emissão pública de títulos ou valores mobiliários]” (artigo 21, §1º).

Em relação ao Banco Central do Brasil, a Lei nº 4.728/65 outorgou-lhe competências amplas no sentido de disciplinar também o mercado de capitais. O Banco Central do Brasil passou, com a promulgação de referida Lei, a acumular as funções de órgão regulador e fiscalizador tanto do mercado financeiro, como do mercado de capitais. No que toca ao mercado de capitais, vale destacar as seguintes competências atribuídas pelo artigo 3º da Lei nº 4.728/65 ao Banco Central do Brasil:

- “I - autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bolsas de Valores;
- (...)
- V - registrar títulos e valores mobiliários para efeito de sua negociação nas Bolsas de Valores;
- VI - registrar as emissões de títulos ou valores mobiliários a serem distribuídos no mercado de capitais;
- VII - fiscalizar a observância, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na Bolsa, das disposições legais e regulamentares relativas a:
 - a) publicidade da situação econômica e financeira da sociedade, sua administração e aplicação dos seus resultados;
 - b) proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários distribuídos nos mercados financeiro e de capitais;
- VIII - fiscalizar a observância das normas legais e regulamentares relativas à emissão, ao lançamento, à subscrição e à distribuição de títulos ou valores mobiliários colocados no mercado de capitais;
- (...)
- X - fiscalizar a utilização de informações não divulgadas ao público, em benefício próprio ou de terceiros, por acionistas ou pessoas que, por força de cargos que exerçam, a elas tenham acesso.”

Mesmo com o esforço do governo para dar condições de crescimento e fortalecimento ao mercado de capitais brasileiro, a Lei nº 4.728/65 revelou-se insuficiente para suas finalidades, principalmente diante da crise de 1971.

A crise ocorrida no mercado de capitais brasileiro em 1971 foi resultado de uma febre especulativa que se alastrou a partir de 1968, na fase do “milagre brasileiro”. Durante essa fase, a possibilidade de enriquecimento rápido atraiu um grande número de investidores e qualquer oferta de papéis passou a ser facilmente absorvida pelo público, sem que os investimentos fossem realizados com o critério necessário para avaliar a qualidade efetiva dos papéis investidos. O preço das ações atingiu níveis insustentáveis, fazendo com que os papéis perdessem liquidez e provocando uma crise nas bolsas de valores, gerando prejuízos incomensuráveis à massa de investidores¹⁶.

Em face da intempérie financeira, restou comprovada a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de controle, fiscalização e informação relativos aos títulos negociados em bolsa. Ficou evidente, ainda, a incapacidade do Banco Central do Brasil para, dentre suas numerosas funções, desempenhar de forma eficaz as funções de controlar e fiscalizar todos os aspectos relacionados ao mercado de capitais e fomentar seu desenvolvimento.

Nessa circunstância, foi editada a Lei nº 6.385/76, que inovou no ordenamento jurídico brasileiro ao criar a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda com a função de controlar e fiscalizar o mercado de capitais e as sociedades por ações.

O artigo 4º da Lei nº 6.385/76 prescreveu as principais finalidades para o exercício das atribuições do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, mantendo praticamente as mesmas finalidades que já estavam refletidas no artigo 2º da Lei nº 4.728/65:

¹⁶ MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. Op. cit., pp. 39-40.

- “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 mobiliários¹⁷;
- 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 eqüitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

Essa enorme gama de finalidades a ser atendida pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários pode ser resumida, nas palavras de FERNANDO ALBINO, “*em três esferas básicas de preocupação: o estímulo à captação da poupança pública para sua aplicação em ações, com a conseqüente criação de mecanismo de capitalização das companhias; a criação de condições propícias para o funcionamento eficiente desse ‘mercado de capitais’, tal como antes conceituado, o que inclui o constante e*

¹⁷ Alínea “c” incluída pela Lei nº 10.303/01.

mais amplo acesso possível a informações relevantes; e a vedação de práticas abusivas nas operações com valores mobiliários. São esses três vetores que constituem, em seu conjunto, a finalidade da autarquia criada pela Lei n. 6.385/76.”¹⁸.

No mesmo sentido, os artigos 3º e 8º da Lei nº 6.385/76 estabeleceram as novas competências do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários, respectivamente¹⁹.

Ainda em relação às competências mencionadas acima, verifica-se que, assim como ocorre no mercado financeiro em relação ao Banco Central do Brasil nos termos da Lei nº 4.595/64, existe uma clara hierarquia entre as competências do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários no que se refere ao mercado de valores mobiliários.

Outra inovação introduzida pela Lei nº 6.385/76 foi a definição de “valores mobiliários”, para fins de exercício da competência da Comissão de Valores Mobiliários. A definição originalmente contida no artigo 2º da Lei nº 6.385/76 foi significativamente ampliada por normas posteriores aumentando o campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários, sendo que referido artigo tem atualmente a seguinte redação²⁰:

“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;

¹⁸ Op. cit., p. 60.

¹⁹ Referidas competências serão analisadas mais pormenorizadamente no capítulo seguinte.

²⁰ Redação atual dada pela Lei nº 10.303/01.

- 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.”

Excluem-se da definição anterior os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Como se pode depreender do conceito de “valores mobiliários”, a competência da Comissão de Valores Mobiliários é bem ampla, abrangendo todas as operações relacionadas aos valores mobiliários definidos no artigo 2º da Lei nº 6.385/76.

Dentre outras inovações trazidas pela Lei nº 6.385/76, incluem-se normas mais detalhadas em relação ao sistema de distribuição, emissão e negociação dos títulos e valores mobiliários sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, além da definição dos atos que caracterizam distribuição e emissão pública destes. De acordo com mencionada lei, as entidades participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários somente podem atuar se autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, e nenhuma emissão pública de valores mobiliários pode ser feita sem prévio registro em referida autarquia. Ainda consoante a Lei nº 6.385/76, cabe à Comissão de Valores Mobiliários definir as espécies de operações autorizadas para a negociação de valores mobiliários, atribuir responsabilidade aos intermediários em tais operações, bem como definir a configuração de negócios fraudulentos envolvendo valores mobiliários.

Juntamente com a Lei nº 6.385/76 foi editada a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações. O objetivo da Lei nº 6.404/76 não foi o de considerar as sociedades anônimas de forma isolada, mas sim normatizá-las tendo

em vista sobretudo seu papel econômico e os reflexos da sua atuação em relação aos interesses do público investidor.

Um importante dispositivo da Lei nº 6.404/76 é seu artigo 4º, que diferencia as companhias entre abertas e fechadas, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão. Nos termos do parágrafo primeiro do artigo 4º supracitado, as companhias abertas somente podem ter seus valores mobiliários distribuídos no mercado e negociados em bolsa ou no mercado de balcão se possuírem registro na Comissão de Valores Mobiliários. Assim, as normas relativas às companhias abertas presentes na Lei nº 6.404/76 contribuíram bastante para o objetivo precípua da Lei nº 6.385/76, qual seja, o de disciplinar o mercado de capitais.

Além disso, a Lei nº 6.404/76 contém dispositivos que conferem à Comissão de Valores Mobiliários um grande número de atribuições normativas que se referem ao relacionamento entre os agentes do mercado de capitais submetidos à competência de referida autarquia e também a esta, no que se refere às várias autorizações, aos registros e aprovações que lhe são atribuídos²¹.

Os dispositivos da Lei nº 6.385/76 foram posteriormente alterados por diversos diplomas legais, os quais foram ampliando as funções da Comissão de Valores Mobiliários. Dentre os diplomas legais que alteraram os dispositivos da Lei nº 6.385/76, é interessante mencionar: Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997; Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2002; Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001; Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002; e Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001.

A Lei nº 9.457/97 incluiu as entidades de mercado de balcão, organizado ou não, sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários, na qualidade de entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Além disso, sujeita os valores mobiliários negociados em balcão a serem também previamente registrados na Comissão de Valores Mobiliários. Ademais, com a edição da Lei nº 9.457/97, foram introduzidos dispositivos que permitem uma atuação punitiva mais eficaz e severa por parte da Comissão de Valores Mobiliários, e que ao mesmo tempo viabilizam uma postura mais flexível por

²¹ OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Op. cit., p. 77.

parte de referida autarquia nos processos punitivos na medida em que oferecem possibilidade de celebração de termo de compromisso com os infratores das normas do mercado de capitais.

A Lei nº 10.198/01 expandiu o rol de valores mobiliários constante do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, ao inserir o conceito legal de “contratos de investimento coletivo”, classificando-os como valores mobiliários.

A Lei nº 10.303/01, por sua vez, expandiu a competência de atuação da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a ser responsável por disciplinar e fiscalizar, além do mercado de valores mobiliários, o mercado de derivativos, o que antes era incumbência do Banco Central do Brasil. A Lei nº 10.303/01 ampliou, também, a competência da Comissão de Valores Mobiliários, ao inserir e consolidar as diversas inovações introduzidas no artigo 2º da Lei nº 6.385/76, com relação à definição de valores mobiliários.

A Lei nº 10.411/02, que originalmente foi editada como Medida Provisória nº 08/01, promoveu outra alteração de grande relevância no que diz respeito à independência e autonomia da Comissão de Valores Mobiliários como órgão auxiliar do Poder Executivo. Referida lei alterou o artigo 5º da Lei nº 6.385/76, fazendo com que a Comissão de Valores Mobiliários passasse a ser considerada *“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”*.

Ainda de acordo com as modificações introduzidas pela Lei nº 10.411/02, o Presidente e os quatro Diretores que compõem o quadro administrativo da Comissão de Valores Mobiliários, antes nomeados diretamente pelo Presidente da República, agora somente serão nomeados pelo Presidente da República após aprovação do Senado Federal. Além disso, o Presidente e os quatro Diretores da Comissão de Valores Mobiliários passam a ter mandato fixo de cinco anos, devendo um dos membros ser renovado a cada ano, e não podem mais ser exonerados *ad nutum*, mas somente em virtude de renúncia, condenação judicial transitada em julgado ou processo administrativo disciplinar.

A alteração na situação dos dirigentes da Comissão de Valores Mobiliários foi, sem dúvida alguma, um importante reforço na autonomia orgânica desta autarquia, porém não suficiente para transformá-la, ainda, em agência reguladora independente. Isso porque sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de, contra as suas decisões sancionatórias, permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda (artigo 11, §4º da Lei nº 6.385/76). Assim, somente se houvesse conjunção da autonomia orgânica com a funcional é que ficaria caracterizada a independência ou autonomia reforçada própria das agências reguladoras independentes²².

Por fim, o Decreto 3.995/01 traz disposições referentes aos documentos das entidades subordinadas que a Comissão de Valores Mobiliários tem competência para analisar, ao processo administrativo de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, bem como a matérias relacionadas às companhias abertas que podem ser objeto de normas da Comissão de Valores Mobiliários.

Além dos diplomas legais anteriormente mencionados existem inúmeros diplomas infralegais reguladores do mercado de capitais, editados sobretudo pelo Banco Central do Brasil, por meio de resoluções destinadas a fazer cumprir as decisões do Conselho Monetário Nacional, e pela Comissão de Valores Mobiliários, por meio de sua função normativa, que analisaremos mais detalhadamente no próximo capítulo.

Também fazem parte do arcabouço legal do mercado de capitais as normas editadas por entidades auto-reguladoras, nas suas tarefas de normatização, acompanhamento e fiscalização das atividades de seus membros. Essa atividade de auto-regulação será igualmente objeto de análise mais detalhada mais à frente neste trabalho.

²² ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras: e a evolução do Direito Administrativo Econômico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003. pp. 303-304.

II. - REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

II.1. Intervenção do Estado no Domínio Econômico

Para uma compreensão mais completa da regulação e da auto-regulação no mercado de capitais, é imprescindível a análise do tema da intervenção do Estado no domínio econômico. Essa análise servirá de auxílio na compreensão do fundamento jurídico que legitima o exercício do poder regulamentar e, conseqüentemente, a auto-regulação, de forma a atender a atual realidade econômica que demanda mecanismos e instrumentos cada vez mais céleres, sob pena de comprometimento da própria ordem econômica como um todo. Desse modo, o estudo da intervenção estatal no domínio econômico serve para dar base a definições que, de outra forma, poderiam parecer excessivamente dogmáticas.

II.1.1. Estado Liberal

Iniciamos nosso estudo com a derrocada do sistema absolutista e o surgimento do Estado liberal burguês, no século XVIII. O crescimento da atividade econômica da burguesia nas cidades havia propiciado a centralização do poder político nos Reis, em detrimento do poder anteriormente exercido pelos senhores feudais. Porém, a consolidação do crescimento econômico da burguesia não se adequou mais à estrutura real patrimonialista e às limitações que esta impunha. Era necessário, então, que se alterasse o sistema político e econômico, de forma a moldá-lo à liberdade de desempenho das atividades econômicas pretendida pela burguesia.

A Revolução Francesa e a Revolução Industrial, ambas no final do século XVIII, são os eventos históricos mais significativos da transição do absolutismo para o capitalismo liberal, como produto da ascensão da burguesia. É a partir desses eventos que se consolida a doutrina do liberalismo econômico como uma doutrina a serviço dos interesses da burguesia²³.

²³ GRAU, Eros Roberto. *Elementos de Direito Econômico*. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981. p. 16.

O pensamento liberal dominante até fins do século XIX propugnava a abstenção estatal de qualquer intervenção na economia, atividade esta que deveria ser exercida de forma livre e somente pelos particulares. O Estado, então, passou a cumprir um papel extremamente restritivo, atuando apenas para garantir a segurança, a justiça e a paz no plano interno, ou para assegurar a soberania e manter relações com outros Estados no plano internacional. Aos particulares coube toda e qualquer iniciativa no campo econômico, incumbindo-se eles próprios de perseguir os seus respectivos interesses. O funcionamento da sociedade baseava-se na autonomia dos indivíduos e nos seus interesses pessoais, levados todos pela “mão invisível” do mercado — conforme a teoria econômica elaborada pelo economista inglês Adam Smith, uma das mais claras expressões da ideologia liberal burguesa dessa época.

O modelo de pensamento liberal burguês, porém, assentava-se sobre premissas que ignoravam o abismo material existente entre os particulares que supostamente seriam livres e independentes para contratar. A propriedade privada e a autonomia contratual, dois pilares do sistema capitalista, não eram acessíveis, na prática, à maioria da população. O proletariado urbano, proprietário da força laboral, era forçado a trabalhar em condições quase sempre desumanas pela burguesia empresarial, e começou a exigir alterações no regime liberal e uma efetiva justiça social.

Além disso, o ambiente desigual no qual ocorria a liberdade de atuação na economia favoreceu principalmente o surgimento de monopólios e oligopólios. Esse processo de concentração levou à eliminação da concorrência, com o surgimento de barreiras à entrada de novos agentes no mercado e o impedimento de novas iniciativas econômicas, minando as bases da economia capitalista. Conseqüentemente, a liberdade dos mercados, tão apreciada pelo liberalismo, passou a dificultar o exercício da autonomia e a igualdade de contratar, tornando-se uma negação da própria ideologia liberal.

Nesse contexto, a intervenção estatal, antes tida como nociva à atividade dos particulares, passou a ser entendida como necessária para assegurar a manutenção da economia de mercado característica do sistema capitalista. O Estado foi forçado a abandonar a posição passiva em que se encontrava para começar a atuar de maneira mais ativa com o fim

de limitar as liberdades individuais, em nome da preservação do desenvolvimento e da eficiência de mercado.

A atuação estatal ocorreu inicialmente apenas para corrigir as distorções que comprometiam o regime liberal. Todavia, a intervenção do Estado revelou-se insuficiente para suprir a comprovada ineficiência distributiva da economia de mercado liberal. O Estado deveria atuar de forma mais incisiva para assegurar não apenas o equilíbrio das forças de mercado, mas principalmente uma efetiva justiça social e o desenvolvimento.

No Brasil, a ausência estatal nesse período nunca chegou a ser absoluta (assim como efetivamente ocorreu, na prática, com a maioria das nações). Durante o Império, a regulação econômica do Estado fez-se sentir, com particular veemência, no comércio e na indústria. A partir do período republicano, cujos primeiros contornos políticos são dados pela Constituição de 1891, o Estado passa a intervir no domínio econômico com o fim de proteger o café, produto de exportação que era a base da economia brasileira na época. A partir de então, como veremos a seguir, a intervenção do Estado brasileiro na economia acentuou-se progressivamente.

II.1.2. Estado Intervencionista

Conforme visto anteriormente, a sociedade capitalista liberal foi substituída por um capitalismo regulado, por meio do qual os indivíduos politicamente representados passam a demandar a ingerência estatal para garantir e tornar efetiva a liberdade formalmente conquistada. A partir da limitação dos poderes do Estado chega-se à limitação das prerrogativas dos indivíduos. Em outras palavras, “*da liberdade frente ao Estado evolui-se para a liberdade através do Estado*”²⁴.

Assim, o Estado foi sendo gradualmente reintegrado ao sistema econômico, passando essa sua nova posição a ser considerada inerente à manutenção da própria democracia. Os princípios da atividade intervencionista estatal, já no início do século XX,

²⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Direito Econômico*. São Paulo: Unidas, 1973. p. 97.

passaram a integrar o marco jurídico das nações, sendo inseridos em capítulos especialmente dedicados à ordem econômica nas constituições dos países capitalistas. A primeira constituição a tratar especificamente dessa matéria foi a Constituição do México, de 1917. Porém, foi a Constituição de Weimar, de 1919, que influenciou decisivamente todas as constituições capitalistas que a seguiram. No Brasil, a primeira constituição que tratou da matéria econômica em capítulo próprio foi a Constituição de 1934.

A graduação da intervenção do Estado no domínio econômico variou bastante desde a extinção do Estado liberal até chegarmos ao Estado Neoliberal nos dias de hoje. O final do século XIX e os primeiros anos do século XX caracterizaram-se por um comportamento do Estado nomeadamente repressivo, sem ainda modificar as estruturas econômicas.

A partir da Primeira Guerra Mundial, a intervenção do Estado na economia tomou outro rumo. As nações tiveram que se preparar para o esforço bélico, o que exigiu a mobilização de todas as atividades econômicas para este objetivo. Com isso, as atribuições estatais foram ampliadas.

Outro fato marcante nessa época foi a Revolução Russa, ocorrida em 1917. Nesse processo revolucionário, ao invés de intervencionismo, houve um dirigismo estatal da economia, sendo o Estado o agente centralizador das decisões econômicas. No caso da Revolução Russa, as concepções políticas e econômicas eram diametralmente opostas às concepções capitalistas até então existentes.

No período compreendido entre os dois grandes conflitos bélicos mundiais, principalmente na década de 1930, a intervenção do Estado na economia atingiu patamares ainda mais elevados. Diante das conseqüências catastróficas da grande depressão econômica que se seguiu à crise de 1929, o economista britânico John Maynard Keynes publica sua teoria — pela qual defende que a tendência natural da economia não é o livre mercado, mas sim o monopólio estatal, que deve sustentar a demanda da atividade econômica. Estava aberto, pois, o caminho para que o Estado, com o apoio das classes dominantes, ampliasse decididamente suas funções e passasse a intervir de forma decisiva na economia. Foi nesse

período que surgiram as primeiras grandes políticas intervencionistas estatais, como o *New Deal* do presidente norte-americano Franklin Roosevelt e o *Welfare State*. A “mão invisível” de Adam Smith passou crescentemente a ser substituída pela “mão visível” do Estado, principalmente por meio de leis e regulamentos.

Interessante mencionar a legislação reguladora do mercado de capitais dos Estados Unidos da América, surgida nessa época e que até hoje se mantém em vigor - a *Securities Act*, de 1933, e a *Securities and Exchange Act*, de 1934. Essa legislação introduz um instrumento extremamente original de controle social, que é a divulgação completa e honesta de informações (*full and fair disclosure*), cujo propósito é o de possibilitar ao investidor comum dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação aos seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras²⁵.

Na década seguinte, durante a Segunda Guerra Mundial, as nações tiveram que mobilizar novamente suas atividades econômicas para o esforço bélico. Com isso, manteve-se o forte intervencionismo estatal na economia.

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, a economia permaneceu aquecida, sustentada pelas despesas com a Guerra Fria, pela conversão dos créditos norte-americanos contra países europeus e por empréstimos a fundo perdido aos países derrotados, o que gerou um processo de crescimento que durou trinta anos. Aplicando-se ainda a teoria econômica de Keynes, até meados da década de 1980 os Estados permaneceram intervindo constantemente na economia para manter a equidade social, desenvolver a infra-estrutura e fomentar regiões menos desenvolvidas, o que gerava gastos públicos excessivos e ineficientes, provocando crescimento inflacionário. Novamente, a conjuntura econômica demandava mudanças no âmbito da atuação do Estado.

²⁵ LEÃES, L.G. Paes de Barros. *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 16.

No Brasil, conforme mencionado, a matéria econômica é tratada em capítulo próprio pela primeira vez na Constituição de 1934 e, desde então, nas constituições que a seguiram, sempre houve um capítulo específico dedicado à ordem econômica. É com a Constituição de 1937, porém, que o intervencionismo estatal aparece de forma mais acentuada, o que é repetido na Constituição de 1967. A Constituição de 1988, diferentemente das constituições que a antecederam (1946 e 1967), disciplina a ordem econômica em capítulo separado da ordem social, mas mantém o modelo intervencionista do Estado na esfera privada, embora menos acentuado que em suas antecessoras.

II.1.3. Estado Neoliberal

A partir do final da década de 1980, devido ao longo período de gastos públicos sem lastro, ineficientes e supérfluos, juntamente com o fim da Guerra Fria, o modelo keynesiano tornou-se insustentável. Os Estados já não tinham mais capacidade econômica para manter os investimentos feitos no período do segundo pós-guerra. A alternativa, então, foi a de repassar os investimentos que tivessem maior potencial de lucro à iniciativa privada. Essa nova concepção da intervenção estatal passou a ser conhecida como *neoliberalismo*. O Estado reduziu seu papel interventor, mas manteve o controle sobre o domínio econômico.

O neoliberalismo em muito se assemelha ao liberalismo clássico, sendo que as principais diferenças são a centralização de seu discurso nas liberdades econômicas, ao invés de nas liberdades da pessoa como um todo, e o fato de admitir algum controle sobre a concentração do poder econômico que seja prejudicial ao próprio mercado²⁶.

Essa alteração na forma de intervenção estatal traduziu-se em formas diferentes de regulação pelo Estado, como por exemplo a substituição de formas de regulação direta pela regulação proveniente de entidades semipúblicas ou privadas, substituição da produção direta de bens ou serviços pela contratação de entidades privadas, novas formas de gestão dos serviços públicos e intervenção casuística em vez de regulação geral e abstrata²⁷.

²⁶ ARAGÃO. *Agências Reguladoras...* p. 70.

²⁷ SANTOS, Antônio Carlos; GONÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 1999. p. 22.

O neoliberalismo, porém, levou a uma disputa econômica entre os Estados pelos voláteis capitais financeiros e produtivos disponíveis no mundo. Mas por ser um fenômeno histórico relativamente recente, suas características ainda estão sendo potencializadas. No entanto, é possível afirmar que, se por um lado a concorrência globalizada e a redução dos gastos estatais trouxeram dificuldades, principalmente no plano social, por outro não deve ser levantada a hipótese de retorno à ideologia do capitalismo liberal do século XVIII. Essas dificuldades devem servir para fazer com que os Estados revejam suas estratégias regulatórias, e não para extingui-las — ou seja, para torná-las mais inteligentes e menos onerosas aos cofres públicos²⁸.

II.2. Modalidades de Intervenção do Estado na Ordem Econômica

Com base no histórico apresentado no item anterior, podemos definir intervenção do Estado na ordem econômica como o exercício do poder-dever estatal de tutelar o interesse público em consonância com os princípios estatuidos na Constituição Federal. Com base no pensamento de EROS ROBERTO GRAU, podemos dizer que a *intervenção* é a forma de atuação (ação) do Estado *no e sobre* o processo econômico²⁹. Assim, a intervenção do Estado em matéria econômica pode dar-se nas mais diversas formas de ação, implicando, normalmente, algum tipo de limitação ou condição imposta à atuação dos particulares, restringindo sua autonomia privada.

A Constituição Federal de 1988 estabelece que o Estado deve agir de acordo com os princípios da ordem econômica consagrados em seu artigo 170, para limitar a autonomia privada e tutelar o interesse público nessa área. Desse modo, a intervenção do Estado no domínio econômico compreenderá as medidas necessárias ao planejamento e à execução de políticas públicas, à regulamentação e fiscalização das atividades dos agentes privados e à regulação do acesso e do exercício de atividades econômicas por entes públicos e privados. O conjunto dessas ações consubstancia intervenção estatal na ordem econômica³⁰.

²⁸ ARAGÃO. Op. cit., p. 71.

²⁹ GRAU. *Elementos...* pp. 63-64. Para GRAU, ainda, *intervenção* é distinto de *intervencionismo*, que é o exercício, pelo Poder Público, de ações (intervensões) continuadas no e sobre o processo econômico.

³⁰ MOTTA. *O conceito...* p. 19.

Para qualificar as formas de intervenção estatal na ordem econômica, mais uma vez recorremos ao Professor EROS ROBERTO GRAU, que apresenta a seguinte classificação para as modalidades de intervenção (ou ação) do Estado na economia³¹:

- (i) *intervenção por absorção ou participação*: modalidade de atuação do Estado *no* processo econômico, que ocorre quando o Estado assume ou participa do capital de unidade econômica que detém o controle patrimonial dos meios de produção e troca;
- (ii) *intervenção por direção*: modalidade de atuação do Estado *sobre* o processo econômico, que ocorre quando a organização estatal exerce pressão sobre a economia, estabelecendo mecanismos e normas de comportamento compulsório para os sujeitos da atividade econômica;
- (iii) *intervenção por indução*: também modalidade de atuação do Estado *sobre* o processo econômico, que ocorre quando o Estado passa a manipular o instrumental de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento do mercado, não sendo seu cumprimento obrigatório juridicamente.

Com base na classificação do Professor EROS GRAU, é possível apresentar exemplos concretos das três diferentes modalidades de intervenção estatal na economia. Como modalidade de intervenção por absorção ou participação, temos a prestação de serviços públicos, nos termos do artigo 175 da Constituição Federal, assim como a criação de empresas públicas e sociedades de economia mista e a exploração de monopólios pela União, de acordo com os artigos 173 e 177 da Carta Magna, respectivamente. As normas e

³¹ GRAU. *Elementos...* p. 65.

determinações do Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários, como veremos mais adiante, são exemplos de intervenção por direção. Por fim, são exemplos da modalidade de intervenção por indução as políticas de taxa de juros periodicamente apresentadas pelo Governo Federal.

Dentre as modalidades de intervenção do Estado na economia, EROS GRAU não inclui o planejamento. Referido jurista esclarece que o planejamento apenas qualifica a ação intervencionista do setor público em relação ao processo econômico, na medida em que a ação intervencionista, quando precedida de uma anterior atividade de planejamento, torna-se mais racional³².

II.3. Razões da Intervenção do Estado na Ordem Econômica

Ainda no campo da intervenção estatal na ordem econômica, podemos delinear duas ordens de motivação para a ação intervencionista do Estado na economia, que nos ajudarão a melhor compreender o tema da regulação. Em primeiro lugar, o Estado atua no sentido de suprir certas disfunções na mecânica operacional do mercado, com o objetivo de corrigir suas falhas. Em segundo lugar, ele se faz presente com o objetivo de impor um desempenho consentâneo com objetivos previamente estabelecidos³³.

A primeira ordem de razões para a intervenção estatal no domínio econômico é relacionada às imperfeições do mercado, ou seja, às falhas que impedem o mercado de operar de maneira satisfatória. Trata-se de ação corretiva do Estado, necessária em função da chamada *market failure*, que consistiu nas primeiras ações estatais durante o Estado intervencionista que analisamos, voltadas nomeadamente a impedir maiores perturbações ao seu funcionamento. O Professor FÁBIO NUSDEO defende a existência de cinco grandes

³² Ibidem. pp. 66 e 67.

³³ NUSDEO, Fábio. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. Tese (concurso para Professor Titular do Departamento de Direito Econômico-Financeiro). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. p. 22.

inoperacionalidades que demonstram a ineficiência do mercado quando alguns de seus pressupostos deixam de estar presentes³⁴:

- “(i) crises de super ou sub produção geradas pela falta de mobilidade de fatores;
- (ii) acesso deficiente, pelos agentes econômicos, a todas as informações relevantes;
- (iii) concentração empresarial derivada do fenômeno das economias de escala que elimina o jogo concorrencial por inquinar a estrutura mercantil;
- (iv) efeitos externos da atividade econômica produzindo custos e benefícios sociais - as externalidades - que ficam sem compensação e, assim, deixam de sinalizar adequadamente a escassez;
- (v) impossibilidade de captar as necessidades da comunidade por bens de caráter coletivo, isto é, aqueles que atendem concomitantemente às necessidades de um número razoavelmente grande de pessoas.”

Não se conteve o Estado, entretanto, com o papel passivo de mero corretor das deficiências do mercado. Com sua participação cada vez maior na ordem econômica, passa a assumir um papel de maior envergadura, por meio do estabelecimento de objetivos de política econômica bem definidos para o desempenho da economia. É o planejamento referido por EROS ROBERTO GRAU e acima mencionado, que qualifica a ação intervencionista do setor público em relação ao processo econômico, tornando-a mais racional.

³⁴ Ibidem. p. 23.

O poder estatal, portanto, exerce papel ativo, interferindo no funcionamento do sistema econômico com o fim de fazer com que os resultados produzidos deixem de ser apenas os “naturais”, para se adequarem às metas previamente fixadas. Desse modo, o Estado intervém no domínio econômico interessado na eficiência dinâmica do mercado, cujo suprimento não poderia se dar pelo seu simples funcionamento³⁵. Em outras palavras, o Estado deve intervir no domínio econômico não somente para suprir as falhas de mercado, mas, sobretudo, para promover o desenvolvimento harmônico e integrado da sociedade, o que se dá por meio da regulação.

II.4. Conceito de Regulação

Com base na classificação das formas de intervenção estatal na ordem econômica elaborada pelo Professor EROS GRAU, merece destaque, no contexto do presente trabalho, a modalidade de intervenção por direção, que diz respeito à função normativa do Estado, isto é, à produção de normas jurídicas. Segundo EROS GRAU, “*a atuação interventiva por direção é exercida mediante a dinamização, por órgãos e entidades da Administração Pública, de atividade normativa cujo exercício lhes tenha sido autorizado pela lei.*”³⁶. Essa produção de normas jurídicas pelo Estado, que constitui a modalidade de intervenção por direção, é conhecida como regulação.

A regulação consiste, portanto, *na atividade do Estado de editar medidas legislativas, administrativas e convencionais que, de maneira restritiva ou meramente indutiva em relação à liberdade privada, determinam, controlam ou influenciam o comportamento dos agentes econômicos, tendo em vista evitar danos aos interesses sociais definidos no marco da Constituição e orientá-los em direções socialmente desejáveis.*

Segundo VITAL MOREIRA, “*o essencial do conceito de regulação é o de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores),*

³⁵ NUSDEO. Op. cit., p. 26.

³⁶ *O Direito posto e o Direito pressuposto*. 5ª ed. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 231. Grifos do autor.

em relação ao que eles teriam se não houvesse a regulação, isto é, se houvesse apenas as regras de mercado”³⁷.

Do conceito de regulação está excluída a atividade direta do Estado como produtor de bens ou serviços e como fomentador das atividades econômicas privadas, que, junto com a regulação, constituem espécies do gênero da intervenção do Estado na economia³⁸. Além disso, a decisão do Estado em regular determinado mercado é principalmente política e relaciona-se diretamente com o modelo econômico do País. O Estado, dessa forma, tem a faculdade de substituir as forças do mercado ou então deixar o mercado livre de quaisquer controles.

CALIXTO SALOMÃO FILHO, por sua vez, nos ensina que a teoria da regulação, quando bem aplicada, pode representar *“a contribuição mais útil de um Estado que decide retirar-se da intervenção econômica direta (através da prestação de uma gama bastante variada de serviços) para sua função de organizador das relações sociais e econômicas e que, por outro lado, reconhece ser para tanto insuficiente o mero e passivo exercício de um poder de polícia sobre os mercados”*. Por essas razões, *“a acepção que se pretende atribuir ao termo ‘regulação’ (...) engloba toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício de poder de polícia. (...) O Estado está ordenando ou regulando a atividade econômica tanto quando concede ao particular a prestação de serviços públicos e regula sua utilização (...) como quando edita regras no exercício de poder de polícia administrativo. É, assim, incorreto formular uma teoria que não analise ou abarque ambas as formas de regulação”*³⁹.

A noção de regulação implica, deste modo, a integração de diversas funções: pressupõe que um quadro normativo seja imposto às atividades econômicas, devendo-se respeitar um certo equilíbrio entre os interesses das diversas forças sociais presentes. Esse quadro normativo é estabelecido por decisões gerais e abstratas, constantes geralmente de

³⁷ *Auto-regulação profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997. p. 36.

³⁸ ARAGÃO. *Agências Reguladoras...* p. 23.

³⁹ *Regulação da atividade econômica*. São Paulo: Malheiros Editores, 2001. pp. 14 e 15.

regulamentos, pela aplicação concreta das suas regras e pela composição dos conflitos que delas advêm, dando lugar, nestas duas últimas hipóteses, a decisões individuais. Há, assim, dentro do conceito apresentado, três poderes inerentes à regulação: aquele de editar a regra, o de assegurar a sua aplicação e o de reprimir as infrações⁴⁰.

A regulação, portanto, está diretamente relacionada ao desenvolvimento econômico das nações. Com efeito, em virtude do crescente dinamismo das relações sociais e econômicas atuais, cada vez mais se exige do Estado a elaboração de normas igualmente técnicas e ágeis, sob pena de colocar em risco seu desenvolvimento. Dessa forma, o Estado neoliberal, como indutor do desenvolvimento, tem como uma de suas características a regulação, maciça e detalhada, de inúmeros setores da economia, cuja especialização e dinamismo requerem regramento igualmente técnico e ágil, com o que não se mostra compatível o processo de criação de normas do Poder Legislativo⁴¹.

Como muito bem observado por SIMONE LAHORGUE NUNES, “*a complexidade das sociedades modernas exige a edição de um enorme volume de normas que regulem os diversos setores da ordem econômica, sendo que não nos parece ter o Legislativo condições de desincumbir-se desta vasta produção normativa, até porque a experiência demonstra não conseguir ele dar conta sequer da produção legislativa que diz respeito às matérias que, segundo o constituinte, deverão necessariamente ser regulamentadas por lei - ato do Poder Legislativo*”⁴².

Observa-se, aí, a necessidade de uma cooperação entre os Poderes para que o Estado possa atender aos anseios de seus habitantes, deixando de incidir, portanto, o ideal absoluto da separação de poderes. Temos, desse modo, que embora a função de editar normas pertença de maneira precípua ao Legislativo, nele não se esgota essa capacidade. Em muitos casos é o Executivo, via regulamentos, ou o Judiciário, via regimentos, que desempenham

⁴⁰ ARAGÃO. Op. cit., p. 24.

⁴¹ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A Questão, no Direito Brasileiro, da Atribuição de Funções Normativas ao Poder Executivo - O caso do Sistema Financeiro. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. v. 5. n° 18. p. 66.

⁴² *Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 148.

essa função. Vejamos, então, as bases que fundamentam o exercício da regulação pelo Executivo, também conhecido como poder regulamentar.

II.5. Poder Regulamentar

Antes de analisarmos o poder regulamentar, é importante fazermos uma breve diferenciação entre as expressões “poder” e “função”, para melhor compreender referido instituto. Como analisamos no início do presente capítulo, principalmente com o surgimento do Estado intervencionista e, posteriormente, com o Estado neoliberal, os Poderes (ou órgãos) estatais cooperam entre si para o cumprimento de suas funções. O Poder estatal, portanto, apresenta-se dividido no exercício das funções institucionais que lhe são inerentes (executiva, normativa e judiciária), deferidas a órgãos especializados e independentes do Estado (Executivo, Legislativo e Judiciário), porém harmônicos para assegurar a existência do próprio Estado.

A própria Constituição Federal brasileira emprega a palavra “poder” ora no sentido de “órgãos”, como podemos ver em seu artigo 2º (“*São Poderes da União, independentes e harmônicos entre si, o Legislativo, o Executivo e o Judiciário.*”), ora no sentido de “funções”, como verificamos na análise do artigo 76 (“*O Poder Executivo é exercido pelo Presidente da República, auxiliado pelos Ministros de Estado.*”).

Assim, verificamos que na menção aos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário, estamos na verdade a referir centros ativos de funções - da *função legislativa* ou *normativa* (produção das normas jurídicas), da *função executiva* (execução das normas jurídicas) e da *função jurisdicional* (aplicação das normas jurídicas), respectivamente.

Dessa forma, utilizando novamente as palavras de SIMONE LAHORGUE NUNES, “*parece-nos que a expressão mais apropriada seria ‘função regulamentar’, entretanto, é no próprio Texto Constitucional que encontramos a utilização do termo ‘poder’*”

*na acepção de 'função', o que acaba por legitimar o seu uso desta forma, lembrando que é a expressão utilizada pela doutrina nacional*⁴³.

Feita esta breve introdução, o poder regulamentar configura-se como instrumento que viabiliza a intervenção do Estado na ordem econômica. Apesar de já haver um certo reconhecimento desse poder atribuído ao Executivo por parte da doutrina, tanto nacional quanto estrangeira, grande parte dos doutrinadores não se sente ainda convencida para tratar da legalidade dessa matéria em virtude, principalmente, de um alegado conflito com os princípios da separação dos poderes e da legalidade. Por essa razão, o poder regulamentar já chegou a ser chamado de “*filho ilegítimo da separação dos poderes*”⁴⁴.

Grande parte da doutrina brasileira, ao atacar ou ignorar o exercício do poder regulamentar pelo Executivo, por considerá-lo inconstitucional, acaba por desconsiderar a existência de um conjunto de normas jurídicas que já há muito tempo regulam a ordem econômica de nosso país.

Poucos autores, porém, dedicam-se a um estudo mais aprofundado da questão. Dentre as teses mais estudadas, encontramos duas de maior relevo. A primeira preconiza que o exercício do poder regulamentar encontra justificativa na discricionariedade da Administração. Essa tese, porém, não nos parece adequada, uma vez que a natureza jurídica do poder regulamentar difere da do ato administrativo. Sendo o regulamento norma de direito, mesmo que em sentido material, não pode ser justificado pelo poder discricionário⁴⁵.

Outra solução apontada por alguns doutrinadores para resolver o problema da legalidade do exercício do poder regulamentar pelo Executivo é a teoria das “normas em branco”, análoga à norma penal. Para essa corrente da doutrina, determinadas leis seriam verdadeiras normas em branco com conteúdo a ser preenchido pelos respectivos órgãos da Administração Pública. NELSON ABRÃO é um dos que defendem essa teoria:

⁴³ Op. cit. pp. 118-119.

⁴⁴ Expressão usada por Michel Fromont à página V do prefácio à obra de Michel Verpeaux (*La Naissance du Pouvoir Réglementaire*). Apud ARAGÃO, Alexandre Santos de. Op. cit., p. 48.

⁴⁵ Cf. NUNES, Simone Lahorgue. Op. cit., p. 125.

“A constitucionalidade das resoluções do Banco Central, com base nas deliberações do Conselho Monetário Nacional, nunca foi posta em xeque. Isto porque a referida Lei n. 4595 editou verdadeiras normas em branco, cujo conteúdo deve ser preenchido pelas deliberações do Conselho Monetário Nacional”⁴⁶.

Também não nos parece que seja essa tese a mais apropriada para fundamentar o poder regulamentar exercido pelo Executivo. Como podemos verificar na leitura da Lei nº 4.595/64, por exemplo, há na realidade uma atribuição de função normativa ao Conselho Monetário Nacional, que vai além da mera tarefa de preencher uma norma em branco.

Em nossa opinião, o exercício do poder regulamentar pelo Executivo encontra justificativa na própria Constituição Federal, que atribui ao Poder Executivo o poder de dispor sobre determinadas matérias, sendo certo que o Texto Constitucional encarregar-se-á de estatuir quando se trata de função legislativa e quando se trata de função normativa.

Esse posicionamento encontra-se muito bem formulado por FERNANDO ALBINO: “*Será do exame do texto constitucional e, especificamente, das competências ali atribuídas, que poder-se-á resolver a questão das matérias que são exclusivas da lei e daquelas a respeito das quais o regulamento pode dispor. Ou seja, o critério da competência constitucional é que tornará possível estabelecer os terrenos próprios de lei e regulamento*”⁴⁷.

Podemos encontrar na Constituição a distinção entre os campos em que a atuação do Legislativo é soberana e aqueles em que se faz possível o regramento por agentes de outros Poderes, ou seja, a distinção entre *função normativa* e *função legislativa*. Para isso, devemos primeiro distinguir *lei e norma*.

⁴⁶ *Direito bancário*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2001. p. 225.

⁴⁷ *Poder regulamentar...* p. 135

EROS GRAU, apresentando a conceituação enunciada por ALESSI, nos ajuda nessa distinção: “Norma é todo preceito expresso mediante estatuições primárias (na medida em que vale por força própria, ainda que eventualmente com base em um poder não originário, mas derivado ou atribuído ao órgão emanante), ao passo que lei é toda estatuição, embora carente de conteúdo normativo, expressa, necessariamente com valor de estatuição primária, pelos órgãos legislativos ou por outros órgãos delegados daqueles. A lei não contém, necessariamente, uma norma. Por outro lado, a norma não é necessariamente emanada mediante uma lei”⁴⁸.

Na seqüência, o mesmo autor define *função normativa*, conceito de natureza material, como a função de emanar estatuições primárias, seja em decorrência de poder originário (caso das leis editadas pelo Parlamento), seja em decorrência de poder derivado (caso das normas editadas pelo Executivo), contendo preceitos abstratos e genéricos. Assim, em uma tentativa de conciliação de critérios, teremos que a *função normativa* (material) compreende a *função legislativa* e a *função regulamentar* (institucionais) - mais a *função regimental*, se considerarmos a normatividade emanada do Poder Judiciário⁴⁹.

Em outros termos, compete privativamente ao Poder Legislativo apenas a *função legislativa*, espécie da *função normativa*. É essa função legislativa, que corresponde à lei em sentido formal, que não pode ser delegada, exceto nos casos explicitamente previstos na Constituição. Ao Poder Executivo, por sua vez, cabe a edição de regulamentos, de acordo com sua *função regulamentar*, como forma de intervenção do Estado no domínio econômico, podendo conter preceitos abstratos e genéricos que inovem a ordem jurídica e criem direitos e obrigações aos particulares. Importante frisar que o exercício da *função regulamentar*, pelo Executivo, não decorre de uma delegação de *função legislativa*, mas sim de diferentes espécies do gênero *função normativa*.

Destarte, é indispensável o exercício da função normativa pelo Poder Executivo para possibilitar o real direcionamento da esfera econômica pelo Estado, com o

⁴⁸ *O Direito posto...* p. 241. Grifos do autor.

⁴⁹ *Ibidem*. pp. 242 e 243.

dinamismo e a profundidade que a regulação da matéria requer. No mesmo sentido, encontramos o entendimento de EDUARDO GARCÍA DE ENTERRÍA:

“A complexidade técnica de muitos destes produtos normativos [regulamentos] tampouco faria possível atribuir sua aprovação a um Parlamento de composição política, sem hábitos, sem conhecimentos, experiências, arquivos ou capacidade técnica. Por força, a lei não pode governar ela mesma senão recorrendo à colaboração (cada vez mais estreita e generalizada) dos regulamentos. *Agrade ou desagrede, sejam ou não grandes os riscos de uma normação secundária deste carácter, a potestade regulamentária da Administração é hoje absolutamente imprescindível*⁵⁰.”

DALMO DE ABREU DALLARI, a seu turno, corrobora o entendimento do exercício de função normativa regulamentar pelo Executivo:

“(…) a evolução da sociedade criou exigências novas, que atingiram profundamente o Estado. Este passou a ser cada vez mais solicitado a agir, ampliando sua esfera de ação e intensificando sua participação nas áreas tradicionais. Tudo isso impôs a necessidade de uma legislação muito mais numerosa e mais técnica, incompatível com os modelos da separação de poderes. O Legislativo não tem condições para fixar regras gerais sem ter conhecimento do que já foi ou está sendo feito pelo Executivo e sem saber de que meios este dispõe para atuar. O Executivo, por seu lado, não pode ficar à mercê de um lento processo de elaboração legislativa, nem sempre adequadamente concluído, para só então responder às exigências sociais, muitas vezes graves e urgentes”⁵¹.

⁵⁰ *Curso de Direito Administrativo*, p. 201. Apud NUNES, Simone Lahorgue. Op. cit., p. 120. Grifos nossos.

⁵¹ *Elementos de Teoria Geral do Estado*. 19ª ed. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 185.

Também na Constituição Federal de 1988 encontramos o fundamento para o exercício do poder regulamentar pelo Executivo. Conforme menciona SIMONE LAHORGUE NUNES, encontramos na Constituição vigente elementos de uma “economia de mercado” distanciada do modelo liberal puro e ajustada à ideologia neoliberal⁵². Nesse sentido, nossa Carta Magna consagra um papel ativo e atuante ao Estado no cenário econômico, em seu artigo 174, que assim dispõe:

“Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

Com base neste dispositivo constitucional, é atribuída ao Executivo a função normativa regulamentar que é distinta da expedição de regulamentos de execução prevista no artigo 84, IV, que assim estabelece:

“Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República:

(...)

IV - sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução;

(...)”.

O artigo 174, portanto, reveste-se de particular importância, pois é o fundamento constitucional do exercício do poder regulamentar pelo Executivo, na medida em que confere ao Estado a **função de agente normativo e regulador da atividade econômica**. E a forma pela qual o Estado exerce essa função normativa é por meio de regulamentos autorizados, melhor analisados a seguir.

Importante ainda salientar que não são todas as atividades, dentro do conceito de “atividade econômica”, que poderão ser reguladas pelo Estado, mas apenas aquelas cuja

⁵² Op. cit. p. 70.

legislação ordinária atribua ao Executivo uma competência regulamentar, como é o caso da Lei nº 6.385/76, que em diversos artigos atribui competência normativa ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários para expedir normas (regulamentos autorizados) que disponham sobre o mercado de capitais.

Assim, é essencial ressaltar que a função normativa do Executivo somente será exercida em virtude de lei - a lei que atribuir competência normativa ao Executivo, estando, portanto, preservado o princípio da legalidade, como veremos com mais detalhes ainda neste capítulo.

Mas não é só esse dispositivo constitucional que fundamenta o exercício do poder regulamentar pelo Executivo. O artigo 49 de nossa Carta Magna assim determina em seus incisos V e XI:

“Art. 49. É da competência exclusiva do Congresso Nacional:

(...)

V - sustar os atos normativos do Poder Executivo que exorbitem do poder regulamentar ou dos limites de delegação legislativa;

(...)

XI - zelar pela preservação de sua competência legislativa em face da atribuição normativa dos outros Poderes;

(...)”

Por meio do artigo 49, a Constituição Federal de 1988 inova ao outorgar poderes ao Congresso Nacional para sustar atos do Poder Executivo que exorbitem do poder regulamentar, introduzindo, assim, o controle direto e específico sobre o regulamento expedido pelo Executivo⁵³.

Fazendo-se uma análise mais atenta desta questão, destacamos a expressão “*atos normativos do Poder Executivo que exorbitem do poder regulamentar*” constante no

⁵³ NUNES. Op. cit., p. 72.

inciso V supracitado. Fica claro que a Constituição reconhece, com todas as letras, o exercício do poder regulamentar pelo Executivo, sendo esse poder uma espécie do gênero função normativa, conforme visto anteriormente, sendo certo que no caso do Executivo editar algum ato normativo que exorbite seu poder regulamentar definido através de uma lei, aí sim o Congresso Nacional poderá sustá-lo, exercendo o controle de constitucionalidade.

Ademais, o inciso XI ratifica o entendimento anterior, pois estabelece ao Legislativo a tarefa de zelar pela preservação de sua competência, em face da **atribuição normativa dos outros poderes**. Mais uma vez e de forma cristalina, a Constituição Federal reconhece que o Poder Executivo, e também o Poder Judiciário, podem exercer função normativa, o que comprova a constitucionalidade do poder regulamentar no direito brasileiro.

Concluindo, as reflexões apresentadas demonstram que o poder regulamentar tem seu fundamento na Constituição e não na lei. Não tem seu fundamento em um poder discricionário amplo da Administração, mas no cometimento de certas matérias ao Poder Executivo pela Constituição, sobre as quais o Congresso Nacional legisla e o Executivo regulamenta. Voltando às lições de FERNANDO ALBINO: *“fica claro que o poder regulamentar não constitui delegação legislativa, tal como antes entendida, pois não se trata de atribuir ao Poder Executivo matéria reservada ao Legislativo, mas de incumbir àquele a tarefa de execução da administração pública, dentro dos limites e para os fins colimados pela lei, para o que, respeitada a ordem jurídica global, pode ele expedir regulamento”*⁵⁴.

II.5.1. Delegação Legislativa

O conceito de delegação legislativa refere-se aos conceitos de lei material e lei formal, sendo um ato do Poder Legislativo que transfere ao Poder Executivo a faculdade de legislar sobre determinado assunto. E, nesse caso, *legislar* significa expedir normas com força de lei, isto é, normas legislativas no sentido formal. Assim sendo, não há confusão entre delegação legislativa e poder regulamentar.

⁵⁴ Op. cit. p. 135.

A princípio, a delegação legislativa é vedada, a não ser que esteja expressamente consubstanciada no Texto Constitucional. Isso porque se os Poderes são eles próprios delegados (pelo povo, seu detentor original), não podem legitimamente re-delegar suas funções a qualquer outro Poder⁵⁵. É esse o entendimento do Professor HELY LOPES MEIRELLES:

“As delegações dentro do mesmo Poder são, em princípio, admissíveis, desde que o delegado esteja em condições de bem exercê-las. O que não se admite, no nosso sistema constitucional, é a delegação de atribuições de um Poder a outro⁵⁶.”

Apesar de não estar consagrado expressamente na Constituição Federal de 1988, ao contrário do que ocorria na Constituição anterior (de 1967) que consagrava explicitamente o princípio da indelegabilidade das funções em seu artigo 6º, a doutrina nacional não diverge sobre a desnecessidade de literal menção à indelegabilidade das funções no Texto Constitucional, afirmando que esta decorre do princípio da separação dos poderes, bem como da representação política, da supremacia da Constituição e do devido processo legal.

Mesmo assim, a Constituição Federal vigente prevê determinados casos de delegação legislativa. É o caso da previsão contida no artigo 68 de nossa Lei Maior, que prevê a edição de leis delegadas pelo Presidente da República, e do artigo 62, que prevê a edição de medidas provisórias com força de lei também pelo Presidente da República. Nesses casos há transferência ao Poder Executivo do poder de editar leis em sentido formal. E somente nesses casos citados é que a Constituição Federal permite delegação da função legislativa, própria do Poder Legislativo, ao Poder Executivo.

⁵⁵ ROCHA, Bolívar B. M.. O Poder Normativo de Órgãos da Administração - O caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 64. p. 48.

⁵⁶ *Direito Administrativo Brasileiro*. Apud MOREIRA, Ricardo Guimarães. Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários em face dos Princípios da Legalidade e Separação de Poderes. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 131. p. 128.

Por fim, é importante mencionar a edição da Emenda Constitucional nº 32, de 11 de setembro de 2001. A nova redação dada por referida Emenda Constitucional aos artigos 48, 61 e 84⁵⁷ demonstrou a tendência irresistível de se atribuir ao Executivo funções antes reservadas ao Legislativo⁵⁸. A EC nº 32/2001 conferiu ao Presidente da República competência para, *mediante decreto*, dispor sobre “*a organização e funcionamento da administração federal, quando não implicar aumento de despesa nem criação ou extinção de órgãos públicos*” e “*extinção de funções ou cargos públicos, quando vagos*”. Verifica-se, neste caso, mais do que ampliação da função normativa exercida pelo Executivo, uma transferência de matéria tradicionalmente reservada ao âmbito da lei, sendo verdadeiramente uma delegação do Poder Legislativo para o Executivo das matérias mencionadas.

II.6. O Regulamento no Direito Brasileiro

Conforme vimos no item anterior, o poder regulamentar constitui uma atribuição conferida ao Poder Executivo de expedição de normas jurídicas com conteúdo material semelhante ao das leis, também chamadas de regulamentos, dentro dos limites constitucionalmente ou legalmente impostos. Analisaremos agora qual o tratamento dado ao regulamento no direito brasileiro.

Existem diversas definições para regulamento. Ficaremos, no entanto, com a definição dada por BONIFÁCIO FORTES: “*Podemos definir regulamento como sendo um ato administrativo, contendo regras ou preceitos gerais, abstratos e obrigatórios, emanado de uma autoridade pública (...), em virtude de uma atribuição constitucional. Visa a execução de uma lei (regulamento de execução) ou para o fim de governar ou administrar, pois, nos casos em que inexistirem leis ordinárias, cabe ao Executivo a faculdade de dar aplicação à Constituição*”⁵⁹.

⁵⁷ Além desses artigos, a EC nº 32/2001 deu nova redação aos artigos 57, 62, 64, 66, 88 e 246 da Constituição Federal.

⁵⁸ MOREIRA. Op. cit., p. 129.

⁵⁹ *O poder regulamentar*. Apud Fernando Albino de Oliveira. Op. cit., p. 138.

A doutrina nacional reconhece a existência, pelo menos no campo teórico, de quatro tipos de regulamento no direito brasileiro: (i) os de necessidade, (ii) os de execução, (iii) os delegados ou autorizados, e (iv) os autônomos.

O *regulamento de necessidade* é aquele em que o Chefe do Poder Executivo, para atender a uma situação de fato grave, apropria-se das faculdades do Poder Legislativo, cuidando de matérias que somente poderiam ser veiculadas mediante lei. Não são, assim, verdadeiros regulamentos, mas medidas tomadas em defesa imediata da coletividade, às vezes *contra legem*, para fazer frente a uma situação anormal e urgente.

O *regulamento de execução* está previsto no inciso IV do artigo 84 da Constituição Federal, tem natureza de ato administrativo e é aquele cujo conteúdo será o desenvolvimento da lei, detalhando-a e tornando mais fácil o seu entendimento. O regulamento de execução decorre, portanto, de atribuição explícita no texto constitucional do exercício de função normativa para o desenvolvimento de uma lei. Ao regulamento de execução se aplica o entendimento que prevalece na doutrina brasileira a respeito dos regulamentos em geral.

O *regulamento delegado* ou *autorizado*⁶⁰, por sua vez, é editado pelo Executivo em razão de competência explícita conferida pelo Legislativo, exclusivamente nos limites definidos nessa competência. O regulamento autorizado, assim, decorre de atribuição de função normativa de ato legislativo, importando o exercício pleno de referida função nos limites da atribuição, inclusive com a criação de obrigação de fazer ou não fazer alguma coisa, sendo fundamental para a análise da capacidade normativa de conjuntura⁶¹.

Finalmente, o *regulamento autônomo* decorre de atribuição ao Poder Executivo do exercício de função normativa implícita no texto constitucional ou decorrente de sua estrutura e se destina a viabilizar sua atuação na organização ou no desenvolvimento da

⁶⁰ EROS GRAU alerta que é incorreta a expressão “regulamento delegado”, sendo que o correto seria chamá-lo de “regulamento autorizado”, uma vez que tal regulamento decorre de atribuição de função normativa ao Executivo, e não de função legislativa, não havendo, então, qualquer delegação (*O Direito posto e o Direito pressuposto*, p. 252).

⁶¹ Vide nota de rodapé n. 69.

atividade administrativa de sua competência. Para EROS GRAU, “a sua emanção é indispensável à efetiva atuação do Executivo em relação a determinadas matérias, definidas como de sua competência”⁶².

O regulamento autônomo é o que gera maior polêmica na doutrina brasileira. A maior parte dos doutrinadores sequer admite sua existência no direito brasileiro, defendendo apenas a existência do regulamento de execução⁶³. GERALDO ATALIBA demonstra grande repulsa quando trata desse assunto. Referido jurista critica ferozmente os doutrinadores nacionais que buscaram na doutrina francesa subsídios para tratar deste tipo de regulamento em suas obras, chegando a afirmar que o regulamento autônomo não deveria sequer ser tratado na doutrina nacional por total incompatibilidade com o nosso sistema constitucional⁶⁴.

Atualmente, os doutrinadores que sustentam a tese da existência apenas do regulamento de execução fundamentam sua defesa nos artigos 5º, II e 84, IV da Constituição Federal. Ou seja, entendem que o Poder Executivo, por ato seu, mediante regulamentos autorizados ou autônomos, não pode estabelecer restrições à liberdade e à propriedade dos indivíduos, sob pena de violação do princípio da legalidade. Ademais, o inciso IV do artigo 84 de nossa Lei Maior estabelece que, dentre as atribuições do Executivo, estaria a expedição de regulamentos para a fiel execução das leis, não lhe sendo, portanto, permitido expedir qualquer outro tipo de ato normativo.

De acordo com o que vimos sustentando até o momento, não concordamos integralmente com a posição da corrente majoritária da doutrina brasileira. Em nossa opinião, tais doutrinadores fixam sua análise no inciso IV, do artigo 84 da Carta Magna brasileira, não considerando outros dispositivos constitucionais que, quando analisados em conjunto, nos

⁶² Op. cit. p. 253.

⁶³ Neste sentido, mencionamos os seguintes autores: ATALIBA, Geraldo. Poder Regulamentar do Executivo. *Revista de Direito Público*. n. 57/58; VELLOSO, Carlos Mário da Silva. Do Poder Regulamentar. *Revista de Direito Público*. n. 65; MELLO, Celso Antonio Bandeira de. Regulamento e Princípio da Legalidade. *Revista de Direito Público*. n. 96; BARROSO, Luís Roberto. Disposições Constitucionais Transitórias, Delegações Legislativas, Poder Regulamentar. *Revista de Direito Público*. n. 96; SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo Ordenador*. 1ª ed., 3ª tiragem. São Paulo: Malheiros. p. 32.

⁶⁴ Op. cit. p. 197. Assim se refere o autor sobre o assunto: “É até ridículo que um brasileiro, tratando da faculdade regulamentar, à luz do nosso direito, abra um tópico sob tal designação [regulamentos autônomos]. (...) Só quem desconheça que significa legislar; só quem ignore que no Brasil o executivo não tem essa

levam a concluir que outras atribuições são conferidas ao Executivo, conforme analisado no item anterior. Deste modo, entendemos ser plenamente compatível com o sistema constitucional brasileiro a existência de regulamentos autorizados e de regulamentos autônomos.

II.7. Limites do Poder Regulamentar

Um relevante problema que surge em relação ao exercício do poder regulamentar é a demarcação de seus limites. Não raro se verifica a extrapolação dos limites desse exercício pelo Executivo, chegando a colidir com o Texto Constitucional.

FERNANDO ALBINO adverte que existem dois limites ao regulamento diante da lei: (i) de um lado, o regulamento deve guardar uma relação de compatibilidade com a lei regulada, entendida esta como uma compatibilidade com as finalidades da lei, cujo conteúdo está particularizando, e (ii) de outro lado, deve o regulamento guardar uma relação de compatibilidade com a ordem jurídica em geral, não podendo inovar em confronto com princípios e regras estabelecidos no ordenamento vigente, ainda que isso não entre diretamente em conflito com a lei regulada⁶⁵.

Em relação ao primeiro limite, seguindo as idéias do autor, o exercício do poder regulamentar é válido apenas e tão-somente quando inova para atender aos fins legais, sendo este seu teste de adequação: as finalidades que a lei quer alcançar e para as quais depende da norma regulamentar.

Já no que se refere ao segundo limite, sua materialização se dá a partir do princípio da legalidade. Ou seja, há matérias sobre as quais somente a lei, em sentido formal, pode dispor e, assim, o regulamento não pode regular. Dessa forma, desde que o regulamento seja compatível com a lei regulada e com a ordem jurídica global, não invadindo o princípio

faculdade (...); só quem não faça a mais remota idéia do conceito de Constituição pode ler textos de doutrina estrangeira (especialmente francesa) com a pretensão de expô-los aqui.”

⁶⁵ Op. cit. p. 132.

da reserva de lei, estará em conformidade com seus limites e será, portanto, válido, mesmo que inove diante da ordem jurídica pré-estabelecida.

II.8. Poder Regulamentar no Mercado de Capitais

Na área de mercado de capitais no Brasil, os exemplos mais evidentes de função normativa exercida pelo Poder Executivo são o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários, que detêm e exercem funções normativas nos termos da Lei nº 6.385/76, além do Banco Central do Brasil, que detém uma competência residual.

Conforme observamos no capítulo anterior, existe uma hierarquia entre as regras baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários, cabendo àquele fixar as diretrizes, enquanto a esta cabe cumpri-las e editar, se necessário, regras complementares.

Assim, o artigo 3º da Lei nº 6.385/76 estabelece as seguintes competências ao Conselho Monetário Nacional no âmbito do mercado de capitais:

“Art. 3º. Compete ao Conselho Monetário Nacional:

- I - **definir a política** a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários;
- II - **regular** a utilização do crédito nesse mercado;
- III - **fixar a orientação geral** a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;
- IV - **definir as atividades** da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil;
- V - **aprovar** o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de valores mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores.

No artigo 8º da mesma Lei, encontramos definidas as competências da Comissão de Valores Mobiliários:

“Art. 8º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

- I - **regulamentar**, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;
- II - **administrar** os registros instituídos por esta Lei;
- III - **fiscalizar permanentemente** as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV - **propor ao Conselho Monetário Nacional** a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
- V - **fiscalizar e inspecionar** as companhias abertas, dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.”

Finalmente, no parágrafo único do artigo 3º da Lei nº 6.385/76 acima mencionado, encontra-se a atribuição de competência residual ao Banco Central do Brasil:

“Parágrafo único. Ressalvado o disposto nesta Lei, a **fiscalização** do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil.”

Encontramos, ainda, no decorrer de referida Lei, outros dispositivos que atribuem função normativa à Comissão de Valores Mobiliários. Adicionalmente, a Lei nº 6.404/76 estabelece algumas outras funções normativas regulamentares à referida autarquia para o controle das atividades das sociedades anônimas de capital aberto.

Como podemos ver, portanto, a respeito da função normativa atribuída ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários, e conforme anteriormente mencionado, a especificidade das questões a serem disciplinadas nos diversos setores da ordem econômica exige um conhecimento técnico em inúmeros campos, que a estrutura do Legislativo não comporta. O Executivo, por sua vez, encontra-se mais apto a lidar com a tecnicidade das questões, em virtude de seu enorme aparelho burocrático, que pode abranger diversas especialidades, além de ter um contato mais próximo com a realidade das questões a serem abordadas, especialmente na área de mercado de capitais, onde as alterações ocorrem numa velocidade impressionante⁶⁶.

Por esse motivo, a regulação do mercado de capitais pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários é cada vez mais intensa e detalhada, com um grande número de normas reguladoras que envolvem todas as atividades exercidas neste mercado. Referidas normas reguladoras, aliás, podem ser de diversos tipos: resoluções, emanadas do Conselho Monetário Nacional⁶⁷, e instruções, deliberações, pareceres, pareceres de orientação, notas explicativas, portarias e atos declaratórios, editados pela Comissão de Valores Mobiliários⁶⁸.

Importante notar que referidas normas editadas para regular o mercado de capitais no Brasil inovam a ordem jurídica determinando comportamentos, estabelecendo condutas e criando obrigações e deveres para os agentes do mercado de capitais. São, portanto, regras que em tudo se assemelham ao conceito de lei em sentido material, ainda que emanadas do Conselho Monetário Nacional ou da Comissão de Valores Mobiliários.

⁶⁶ EROS GRAU trata brilhantemente dessa questão, em crítica aos doutrinadores que ainda consideram inconstitucionais as normas emanadas do Poder Executivo no sistema financeiro: “*No que tange ao dinamismo do sistema financeiro, desconhece que o caráter instrumental da atuação dos seus agentes, e dele próprio, desenha uma porção da realidade à qual não se pode mais amoldar o quanto as teorias jurídicas do século passado explicavam. Por isso não estão habilitados, os seus adeptos, a compreender o particular regime de direito a que se submete o segmento da atividade econômica envolvido com a intermediação financeira. Não é estranho, assim, que essa doutrina - no mundo irreal em que se afaga - não avance um milímetro além da afirmação, por exemplo, de que todas as resoluções do Conselho Monetário Nacional, editadas pelo Banco Central do Brasil, são inconstitucionais!*” (*O Direito posto...* p. 233)

⁶⁷ As Resoluções emanadas do Conselho Monetário Nacional são editadas pelo Banco Central do Brasil.

⁶⁸ A Deliberação CVM nº 1, de 23 de fevereiro de 1978, determina a nomenclatura dos atos a serem expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições.

Em relação a este assunto, ficamos com as palavras de SIMONE LAHORGUE NUNES, que afirma: “*parece evidente que o direito já não regula exclusivamente situações estruturais, passando a regulamentar situações conjunturais, nas quais a norma abstrata e geral que garante e assegura a previsibilidade não mais atende, pelo que a ‘lei’, texto normativo produzido pelo Legislativo, passa a dar lugar às normas editadas pelo Executivo no exercício da função regulamentar, ao que EROS GRAU denomina de ‘capacidade normativa de conjuntura’*”⁶⁹⁻⁷⁰.

Nesse mesmo sentido, é o que FERNANDO ALBINO designa *ação normativa de conjuntura*, “*onde o Estado procura induzir a atividade econômica a operar dentro de certos parâmetros ou com vistas à obtenção de certas finalidades. (...) A regra [norma jurídica regulatória] que visa atingir a conjuntura tem algumas características: é prospectiva, tentando induzir comportamentos econômicos; necessariamente ágil e dinâmica, pois lida com fatos temporários e mutáveis; e técnica, requerendo um conhecimento especializado de seu editor*”⁷¹.

Assim, resta evidente que o Poder Legislativo, por meio da Lei nº 6.385/76 (e, em menor escala, da Lei nº 6.404/76), atribuiu poder regulamentar ao Poder Executivo, mais especificamente ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários, para normatizar as matérias relativas ao mercado de valores mobiliários no Brasil, sendo tal atribuição totalmente constitucional.

⁶⁹ “*Nesse clima, a instabilidade de determinadas situações e estados econômicos, sujeitos a permanentes flutuações - flutuações que definem o seu caráter conjuntural -, impõe sejam extremamente flexíveis e dinâmicos os instrumentos normativos de que deve lançar mão o Estado para dar correção a desvios ocorridos no desenrolar do processo econômico e no curso das políticas públicas que esteja a implementar. Aí, precisamente, o emergir da capacidade normativa de conjuntura, via da qual se pretende conferir resposta à exigência de produção imediata de textos normativos, que as flutuações da conjuntura econômica estão, a todo tempo, a impor. À potestade normativa através da qual essas normas são geradas, dentro de padrões de dinamismo e flexibilidade adequados à realidade, é que denomino de capacidade normativa de conjuntura*” (GRAU, Eros. *O Direito posto...* p. 232). Grifos do autor.

⁷⁰ Op. cit. p. 150.

⁷¹ Op. cit. p. 160.

II.9. Objetivos da Regulação no Mercado de Capitais

A finalidade do Estado na regulação de qualquer mercado, incluindo o mercado de capitais, é fazer com que os recursos alocados em determinado mercado obtenham o máximo retorno e que o processo de alocação dos recursos se dê ao custo mais baixo. E a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e as informações que devem ser prestadas aos investidores.

NELSON EIZIRIK relaciona quais devem ser os objetivos básicos da regulação estatal do mercado de capitais — que, se atendidos, permitem supor que o mercado atuará eficientemente e que os investidores estarão protegidos⁷²:

- (i) eficiência na determinação do valor dos títulos negociados: o ideal é que a cotação de determinado título reflita toda a informação publicamente disponível, o que pode ser obtido mediante uma eficaz regulação de *disclosure* e uma efetiva fiscalização da fidedignidade dos dados revelados;
- (ii) eficiência nas transferências de títulos entre os investidores, sendo desejável que os custos da transação sejam reduzidos tanto quanto possível;
- (iii) equidade nas relações do investidor com seu agente financeiro, sendo que podem ser reconhecidas quatro dimensões da equidade de atuação do intermediário financeiro: (a) com relação aos preços dos serviços de corretagem; (b) inexistência de discriminação pelos intermediários financeiros entre seus clientes; (c) execução de ordens de compra ou venda de títulos na ordem em que

⁷² *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 54-57.

chegam ao intermediário financeiro; e (d) eliminação de conflitos de interesse, isto é, evitar a ocorrência de situações em que o intermediário financeiro tenha interesses potencialmente contrários aos de seu cliente;

- (iv) confiança do público investidor no mercado de capitais, ou seja, o investidor deve acreditar que o retorno que obtiver em aplicações no mercado de capitais estará razoavelmente relacionado aos seus riscos;
- (v) evitar a concentração de poder econômico, capaz de causar imperfeições no mercado pela diminuição da competição; e
- (vi) política fiscal que incentive o mercado ou que, pelo menos, não o desestimize, principalmente em países que não disponham ainda de um mercado de capitais desenvolvido, como é o caso do Brasil.

Os objetivos mencionados pelo autor, ainda que com alterações na sua ênfase, estão expressos na legislação sobre mercado de capitais na maioria dos países e são importantes tanto para os mercados desenvolvidos como para aqueles em desenvolvimento. Sua implementação dá-se mediante normas jurídicas que disciplinam principalmente as questões relativas às condições de acesso ao mercado, às condições de exercício de determinadas atividades no mercado, ao comportamento que deve ser mantido pelos intermediários financeiros e pelos administradores e controladores das companhias abertas, à proteção dos investidores e à prestação das informações consideradas relevantes (*disclosure*).

Aliás, é justamente em relação aos objetivos anteriormente apontados que foram feitas as principais reformas na legislação societária e que surgiram as normas de autorregulação, principalmente com o objetivo de melhorar as regras referentes à proteção dos investidores e à prestação de informações pelas sociedades anônimas de capital aberto.

II.10. O Artigo 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias

Uma nova Constituição, mesmo que surja como uma ruptura em relação ao ordenamento jurídico anterior, não pode romper absolutamente com o passado. É necessário regular o período de transição entre duas ordens normativas, o que se faz por meio de disposições constitucionais transitórias.

Neste tópico analisaremos uma dessas normas de transição, o artigo 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, que assim dispõe:

“Art. 25. Ficam revogados, a partir de cento e oitenta dias da promulgação da Constituição, sujeito este prazo a prorrogação por lei, todos os dispositivos legais que atribuam ou deleguem a órgão do Poder Executivo competência assinalada pela Constituição ao Congresso Nacional, especialmente no que tange a:

I - ação normativa;
(...)”

Cumpre-nos, então, verificar se a Lei nº 6.385/76, ao outorgar funções normativas ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários, poderia ser considerada inconstitucional após o prazo estabelecido por referido artigo 25⁷³.

⁷³ Importante mencionar que, em relação aos poderes outorgados ao Conselho Monetário Nacional pela Lei nº 4.595/64, esse prazo foi prorrogado pelo artigo 73 da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995:

“Art. 73. O art. 1º da Lei nº 8.392, de 30 de dezembro de 1991, passa a vigorar com a seguinte redação:

‘Art. 1º. É prorrogado até a data da promulgação da lei complementar de que trata o art. 192 da Constituição Federal o prazo a que se refere o art. 1º das Leis nº 8.056, de 28 de junho de 1990, nº 8.127, de 20 de dezembro de 1990 e nº 8.201, de 29 de junho de 1991, exceto no que se refere ao disposto nos arts. 4º, inciso I, 6º e 7º, todos da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.’”

Neste ponto nos perfilhamos com a posição de FERNANDO ALBINO, que entende que a resposta à questão levantada deve ser negativa, uma vez que a base constitucional para a plena e integral recepção da Lei nº 6.385/76 pela nova ordem é o artigo 174, que defere ao Estado, na forma da lei, a regulação do mercado de capitais⁷⁴.

Assim, o que foi vedado pelo inciso I do artigo 25 dos ADCT refere-se à delegação legislativa, na qual o Poder Legislativo delega ao Poder Executivo atribuição que lhe fora outorgada pelo constituinte. Portanto, no que se refere à regulação exercida no âmbito do mercado de capitais pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários, o artigo 25 em análise não os atinge, uma vez que a Lei nº 6.385/76 atribuiu poder regulamentar a referidas entidades, não se tratando de delegação legislativa.

II.11. Regulação e o Princípio da Separação dos Poderes

Uma das maiores críticas da doutrina em relação à regulação tem por base o fato de que o exercício de função normativa pelo Poder Executivo feriria o princípio da separação dos poderes estabelecido em nossa Constituição Federal. Não é essa, porém, a interpretação mais correta deste princípio nos dias atuais.

Referido princípio foi formulado no século XVIII, dentro de um contexto de passagem do Estado absolutista para o Estado liberal, a fim de atender às necessidades da burguesia então ascendente de limitar os poderes dos monarcas. Depois do advento do Estado intervencionista, contudo, verifica-se que sua concepção foi relativizada para adequar-se aos preceitos dessa nova forma estatal⁷⁵.

⁷⁴ Op. cit. p. 195.

⁷⁵ Por esse motivo, a expressão “separação de poderes” será por nós referida neste item sempre entre aspas.

O princípio da “separação dos poderes” tem raízes em Aristóteles⁷⁶, mas seus principais formuladores foram Charles de Montesquieu e John Locke. Segundo nos ensina EROS GRAU, no pensamento de Locke surge perfeitamente delineado o princípio da *separação* dos poderes. Embora visualize três tipos de poder (Legislativo, Executivo e Federativo), para Locke a *separação* que surge conveniente e viável é a que se operaria entre o Legislativo, de um lado, e o Executivo e o Federativo, de outro. O que Locke propõe, portanto, é uma *separação* dual - e não tríplice - entre os poderes que descreve⁷⁷.

Montesquieu, em seu livro *O Espírito das Leis*, defende a idéia de que a cada uma das três funções do poder estatal (Legislativa, Executiva e Jurisdicional) deve corresponder um diferente órgão executor, com o que o poder estará limitado, impedido de cometer abusos. Somente com a limitação do poder estatal, mediante a atribuição das diversas funções estatais a órgãos diferenciados, é que poderia existir “liberdade”. Segundo o pensador francês:

“Quando na mesma pessoa ou no mesmo corpo de magistratura o Poder Legislativo está reunido ao Poder Executivo, não existe liberdade, pois pode-se temer que o mesmo monarca ou o mesmo Senado apenas estabeleçam leis tirânicas para executá-las tiranicamente. Não haverá também liberdade se o poder de julgar não estiver separado do Poder Legislativo e do Executivo. Se estivesse ligado ao Poder Legislativo, o poder sobre a vida e a liberdade dos cidadãos seria arbitrário, pois o juiz seria legislador. Se estivesse ligado ao Poder Executivo, o juiz poderia ter a força de um opressor. *Tudo estaria perdido se o mesmo homem ou o mesmo corpo dos principais, ou dos nobres, ou do povo, exercesse esses três poderes: o*

⁷⁶ Para EROS ROBERTO GRAU, “Aristóteles ensaia princípios análogos àqueles sobre os quais, posteriormente, se apóia a doutrina do equilíbrio entre os poderes, ao afirmar a existência, nos governos, de três partes: (...)”. (*O Direito posto...* pp. 226-227. Grifos do autor). Segundo FERNANDO ALBINO DE OLIVEIRA, “Aristóteles, muitos séculos antes, já formulara uma divisão tripartida do poder (o poder consultivo para se pronunciar sobre a guerra, a paz e as leis; a jurisdição; e os restantes assuntos da administração)”. (*Poder regulamentar...* p. 103). Por fim, JOSÉ AFONSO DA SILVA afirma que “O princípio da separação de poderes já se encontra sugerido em Aristóteles, (...)”. (*Curso de Direito Constitucional Positivo*. 15ª ed. São Paulo: Malheiros, 1998. p. 113).

⁷⁷ Op. cit. p. 228.

*de fazer leis, o de executar as resoluções públicas e o de julgar os crimes ou as divergências dos indivíduos*⁷⁸.”

Para os fins deste trabalho, um outro aspecto relevante a ser salientado na obra de Montesquieu é a afirmação de que o Poder Executivo se exerce sempre sobre “coisas momentâneas”, e o Poder Legislativo sobre “coisas não momentâneas, mas estruturais”⁷⁹.

Dessa forma, o princípio da “separação dos poderes” é considerado uma categoria fundamental do Estado liberal, tendo aparecido positivado pela primeira vez nas Constituições das ex-colônias inglesas na América do Norte e, posteriormente, em 1787, na Constituição dos Estados Unidos da América. Com a Revolução Francesa, em 1789, este princípio foi elevado a dogma do Estado Democrático Constitucional, tanto que o artigo 16 da Declaração Francesa dos Direitos do Homem e do Cidadão determina que “*a sociedade em que não esteja assegurada a garantia aos direitos individuais, nem estabelecida a separação dos poderes, não tem Constituição*”⁸⁰.

No Brasil, o princípio está presente em todas as Constituições republicanas, desde 1891, e serviu, segundo GERALDO ATALIBA, “*como reação aos abusos do arbítrio e onerosos erros que se ensejaram nos períodos discricionários que a história de nossas instituições conheceu*”⁸¹.

Na Constituição Federal de 1988, o princípio da “separação dos poderes” está estatuído no artigo 2º: “*São Poderes da União, independentes e harmônicos entre si, o Legislativo, o Executivo e o Judiciário.*” Ademais, da leitura do inciso III do parágrafo 4º do artigo 60 da Lei Maior, verificamos que este princípio é elevado à categoria de cláusula pétrea.

⁷⁸ MONTESQUIEU. *O Espírito das Leis*. Apud GRAU, Eros Roberto. Op. cit., p. 229. Grifos nossos.

⁷⁹ NUNES, Simone Lahorgue. Op. cit., p. 94.

⁸⁰ MOREIRA, Ricardo Guimarães. Op. cit., p. 127.

⁸¹ Op. cit. p. 185.

Neste ponto, é importante relembrar a discussão acerca das expressões “poder” e “função”. Como se sabe, o Poder estatal é uno e indivisível⁸². No entanto, o Poder estatal apresenta-se dividido no exercício das funções institucionais que lhe são inerentes, deferidas a órgãos especializados e independentes do Estado, porém harmônicos para assegurar a existência do próprio Estado. Assim, verificamos que na menção aos Poderes Legislativo, Executivo e Judiciário, estamos na verdade a referir centros ativos de funções - da *função legislativa* ou *normativa* (produção das normas jurídicas), da *função executiva* (execução das normas jurídicas) e da *função jurisdicional* (aplicação das normas jurídicas), respectivamente.

Deste modo, o princípio da “separação dos poderes” corresponde a uma divisão das funções do Poder estatal entre seus distintos órgãos autônomos, que são denominados de poderes. Isto não quer dizer, no entanto, que a “separação dos poderes” se dá na forma do exercício exclusivo, por parte de cada órgão especializado, das funções legislativa, administrativa e jurisdicional.

Como já vimos, não existe monopólio absoluto por parte de qualquer desses órgãos no exercício de uma ou mais funções. Não há uma efetiva separação entre os poderes, mas inibição de um pelo outro reciprocamente, como forma de evitar sua concentração em apenas uma só pessoa ou conjunto de pessoas. O correto entendimento desse princípio passa a ser o de que este não é “a favor” da separação dos poderes, mas sim “contra” a concentração dos poderes (ou funções) em um órgão.

Importante assinalar, conforme nos ensina FERNANDO ALBINO⁸³, que mesmo no Estado liberal jamais houve uma teoria pura de “separação de poderes”, no sentido de que um órgão competente para o exercício de uma das funções não tivesse qualquer competência para exercer função de outro órgão. Ao contrário, com intensidade crescente com o passar dos tempos, cada órgão, em que pese primordialmente competente para uma função, sempre teve competência para o exercício suplementar de outra função.

⁸² Pois emana do Povo, seu titular original, que não tem como dividi-lo, a não ser em diferentes funções.

⁸³ Op. cit. pp. 104-105.

Essa tese também é acolhida pelo Supremo Tribunal Federal, como se pode ver do julgamento da ação direta de inconstitucionalidade nº 1.105-7, no voto do Ministro Relator Paulo Brossard⁸⁴:

“É preciso ter presente que a divisão dos poderes é um princípio geral; não é absoluto como se sabe; aliás, a separação absoluta levaria à desarmonia entre eles; a regra, que é fundamental e salutar, comporta temperamentos notórios.”

Essa relativização do princípio da “separação dos poderes” está diretamente relacionada à evolução do Estado liberal para o Estado intervencionista. Com o surgimento deste último, houve uma mudança no papel do Estado, passando este a ser responsável pela promoção do bem social e pela indução do desenvolvimento. Destarte, com o aumento da intervenção estatal no domínio privado, as funções do Estado intervencionista já não poderiam mais ser as mesmas do Estado liberal. A verdade é que no moderno Estado Democrático de Direito deve-se superar as idéias do antigo Estado liberal - de cuja essência fazia parte o princípio da “separação dos poderes” - e entender o novo significado dessa teoria dentro de um Estado de forte conteúdo social e intervencionista, sobretudo no campo da regulação econômica.

DALMO DE ABREU DALLARI reforça as críticas à idéia de uma “separação de poderes” incondicional:

“A primeira crítica feita ao sistema de separação de poderes é no sentido de que ele é meramente formalista, jamais tendo sido praticado. (...)

Outro argumento importante contra o sistema [de separação dos poderes] é que ele jamais conseguiu assegurar a liberdade dos indivíduos ou o caráter democrático do Estado. (...)

⁸⁴ Ação direta de inconstitucionalidade 1.105-7, julgamento da medida cautelar.

Críticas mais recentes se dirigem a outro aspecto fundamental que lembra a polêmica a respeito dos poderes e das funções do Estado. (...) Como fica evidente, e a experiência tem comprovado, tais soluções [acerca do problema do dogma da separação de poderes diante da inadequada organização do Estado] são artificiais, pois mantêm uma organização sem manterem o funcionamento que determinou sua criação. Na verdade, as próprias exigências de efetiva garantia de liberdade para todos e de atuação democrática do Estado requerem deste maior dinamismo e a presença constante na vida social, o que é incompatível com a tradicional separação de poderes. É necessário que se reconheça que o dogma está superado, reorganizando-se completamente o Estado de modo a conciliar a necessidade de eficiência com os princípios democráticos”⁸⁵.

Com base no exposto neste item, deve-se, portanto, abandonar de vez as antigas concepções do capitalismo liberal e interpretar a “separação dos poderes” de forma compatível com as exigências do atual Estado Democrático de Direito. A separação das funções entre os Poderes não é (e nunca foi) absoluta. Os Poderes estatais exercem, além da função específica que lhes é atribuída, parcela da função atribuída aos outros Poderes, dentro dos limites constitucionalmente impostos. Nesse sentido, com a atribuição a todos os Poderes da função normativa, por exemplo, garante-se, ao mesmo tempo, o respeito ao princípio da não concentração de funções em um Poder (como pode ser entendido, modernamente, o princípio da “separação dos poderes”) e a evolução da organização estatal, tendo em vista o bem-estar social. Dessa forma, é perfeitamente possível e justificável o exercício de função normativa pelo Poder Executivo, em seu papel de agente regulador da economia.

⁸⁵ Op. cit. p. 185.

II.12. Considerações acerca do Princípio da Legalidade

O princípio da legalidade está esculpido em nosso ordenamento jurídico no artigo 5º, II, da Constituição Federal de 1988, que dispõe que “*ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei*”. Podemos dizer que este princípio é premissa indispensável à concepção do Estado de Direito, que tem como essência a subordinação à Constituição e às leis que ele próprio cria.

O princípio da legalidade tem sua origem na noção liberal de separação dos poderes (surgida, como vimos, no século XVIII). A burguesia ascendente, como forma de prevenção às medidas que eram impostas pela monarquia absolutista, estabeleceu, pelo menos teoricamente, um mecanismo pelo qual toda medida jurídica seria decorrência de normas jurídicas adrede estabelecidas por seus representantes de maneira genérica, abstrata e exhaustiva.

Segundo essa concepção, teria validade apenas a lei emanada do Parlamento, órgão que representava a vontade popular. Qualquer ato administrativo ou judicial que não representasse única e exclusivamente a concreção da vontade previamente estabelecida pelo legislador seria considerado um atentado à vontade do povo, legítimo detentor do poder. Essa “vontade popular” — até hoje invocada para fundamentar a defesa da subordinação absoluta do administrador e do juiz à lei — deve, contudo, ser relativizada.

Inicialmente, conforme ressalta ALEXANDRE SANTOS DE ARAGÃO, “*devemos destacar que o objetivo almejado pelo liberalismo do Século XVIII, do absoluto império da lei, nunca foi atingido. Logo foi verificada a incompletude das leis, o que exigiu, tanto no Direito privado, como no público, uma progressiva construção jurisprudencial, criadora até mesmo de novos institutos jurídicos (...)*”⁸⁶.

⁸⁶ Princípio da Legalidade e Poder Regulamentar no Estado Contemporâneo. *Revista de Direito Administrativo*. n. 225. p. 116.

A doutrina nacional, de uma maneira geral, interpreta de forma literal o comando constitucional inserido no artigo 5º, II, de nossa Carta Magna, seguindo ainda o arcaico entendimento delineado na época do Estado liberal, reconhecendo apenas em parte o princípio da legalidade. Segundo os defensores desse posicionamento, não haveria regulamentos outros no direito brasileiro além do de execução para o fiel cumprimento da lei, previsto no artigo 84, IV, de nossa Lei Maior.

Exemplo desse entendimento doutrinário é expresso por CELSO ANTÔNIO BANDEIRA DE MELLO que, ao comentar o inciso II do artigo 5º da Constituição Federal, defende:

“Note-se que aí não se diz, ‘em virtude de decreto, regulamento, portaria’ ou quejandos, até porque, se o dissesse, o princípio da legalidade implodiria, deixando simplesmente de existir e assim se demitiria o País da condição de Estado de Direito. De par com o artigo citado e à moda do que dispunham documentos constitucionais precedentes, a Lei Maior estatui, em seu art. 84, IV, que ao Chefe do Poder Executivo compete: ‘sancionar, promulgar, e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução’. Vê-se, pois, que até os atos mais conspícuos da alçada da autoridade máxima do Poder Executivo, isto é, os decretos, regulamentares ou não, são previstos apenas para execução fiel das leis, o que descarta a hipótese de imporem, por si, à liberdade dos administrados qualquer limitação que não derive de uma lei”⁸⁷.

De fato, não se pode ignorar a relevância do princípio da legalidade para o Estado de Direito. Entretanto, esse fato não é suficiente para dar irrestrita razão aos defensores da doutrina tradicional. Para um completo entendimento da extensão do significado deste princípio, deve-se levar em consideração, primeiramente, o exercício de

⁸⁷ Regulamento e Princípio da Legalidade. Op. cit., p. 43.

função normativa pelo Poder Executivo, em seu papel de agente regulador da economia, conforme exhaustivamente explicado neste capítulo.

Ademais, a perfeita compreensão e análise do princípio da legalidade, no âmbito da Constituição Federal de 1988, passa pela interpretação da palavra “lei” ao longo do Texto Constitucional e, especificamente, no artigo 5º, II.

A expressão “lei”, na Constituição, não possui sentido unívoco. Tal constatação é comprovada pela leitura de nossa Lei Maior, na qual a menção ao vocábulo “lei” aparece em seu corpo com diferentes acepções, motivo pelo qual é exigido que o intérprete constitucional descubra o sentido por ela desejado em cada dispositivo.

No *caput* do artigo 5º (“*Todos são iguais perante a lei, ...*”), por exemplo, a expressão “lei” é utilizada como sinônimo de ordem jurídica. No artigo 5º, XXXV (“*a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito*”), por sua vez, surge com o sentido de qualquer norma jurídica, inclusive constitucional, se decorrente de Emenda. No inciso XXXIX do mesmo artigo 5º (“*não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal*”), emerge como ato legislativo votado pelo Congresso Nacional. Finalmente, no artigo 173, §3º (“*A lei regulamentará as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade*”), a expressão “lei” deve ser entendida como qualquer ato legislativo, exceto a resolução e o decreto legislativo. Outros exemplos no Texto Constitucional podem ser facilmente coletados.

Se, como vimos, a própria Constituição não confere sentido único ao vocábulo “lei”, cabendo ao intérprete diferenciar as circunstâncias em que tal vocábulo é utilizado, é necessário verificar se têm o mesmo conteúdo e alcance as diversas normas ali encontradas e das quais a doutrina extrai o princípio da legalidade.

Já é cediço o entendimento de que, para certos casos, a Constituição exige lei em sentido formal, como norma geral e abstrata editada pelo Poder Legislativo. É o caso do artigo 5º, XXXIX, supracitado, do artigo 150, I (“*exigir ou aumentar tributo sem lei que o estabeleça*”), bem como do artigo 170, § único (“*É assegurado a todos o livre exercício de*

qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”).

Não é o mesmo entendimento, no entanto, que devemos ter em relação ao artigo 5º, II, aqui discutido, que estabelece que “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

A melhor interpretação desse dispositivo constitucional e, por consequência, do princípio da legalidade, é aquela que desdobra referido princípio em “*princípio da reserva da lei*” (legalidade absoluta) e “*princípio da reserva da norma*” (legalidade estrita).

EROS ROBERTO GRAU é quem melhor descreve esse entendimento:

“Ora, há visível distinção entre as seguintes situações: i) vinculação da Administração às definições da lei; ii) vinculação da Administração às definições *decorrentes* - isto é, fixadas em virtude dela - de lei. No primeiro caso estamos diante da *reserva da lei*; no segundo, em face da *reserva da norma* (norma que pode ser tanto *legal* quanto *regulamentar*; ou *regimental*). Na segunda situação, ainda quando as definições em pauta se operem em atos normativos não da espécie legislativa - mas decorrentes de previsão implícita ou explícita em atos legislativos contida -, o princípio estará sendo devidamente acatado. No caso, o princípio da legalidade expressa *reserva da lei em termos relativos* (= reserva da norma), razão pela qual não impede a atribuição, explícita ou implícita, ao Executivo para, no exercício da função normativa, definir obrigação de fazer e não fazer que se imponha aos particulares - e os vincule. Voltando ao art. 5º, II, do texto constitucional, verificamos que, nele, o princípio da legalidade é tomado em *termos relativos*, o que induz a conclusão de que o devido acatamento lhe estará sendo conferido quando - manifesta, explícita ou implicitamente, atribuição para tanto - ato normativo não legislativo, porém regulamentar (ou regimental), definir obrigação de

fazer ou não fazer alguma coisa imposta a seus destinatários. (...). Dizendo-o de outra forma: se há um princípio de reserva da lei - ou seja, se há matérias que só podem ser tratadas pela lei -, evidente que as excluídas podem ser tratadas em regulamentos; (...). Resta evidenciado, desta sorte, não importar ofensa ao princípio da legalidade inclusiva a imposição, veiculada por regulamento, de que alguém faça ou deixe de fazer algo, desde que isso decorra, isto é, venha em virtude de lei. Note-se, ademais, que, quando o Executivo expede regulamentos - ou, o Judiciário, regimentos -, não o faz no exercício de *delegação legislativa*.”⁸⁸

O princípio da legalidade, destarte, desdobra-se em dois princípios. O primeiro - que a doutrina mais tradicional acredita ser o princípio da legalidade por inteiro - é o princípio da reserva da lei, por meio do qual o comportamento dos indivíduos está subordinado às normas e prescrições emanadas do Poder Legislativo. Nesse caso, somente a lei em sentido formal poderia impor às pessoas um dever de prestação ou abstenção.

O segundo é o princípio da reserva da norma, por meio do qual o comportamento dos indivíduos está sujeito à lei em sentido material, não necessariamente editada pelo Legislativo. Estando o Executivo autorizado a regular determinada matéria dentro das limitações definidas na atribuição explícita do exercício de sua função normativa, logo essa regulação pode impor às pessoas uma obrigação de fazer ou deixar de fazer alguma coisa, pois terá sido imposta em virtude de lei (em sentido material).

O fato de o Poder Legislativo não monopolizar a função normativa estatal não implica, de maneira alguma, em desatenção ao Estado de Direito. Como vimos, o caráter lento e pouco técnico do processo legislativo inviabilizaria o desempenho das funções estatais na realidade contemporânea, cada vez mais complexa e dinâmica. Limitar as formas de atuação e organização estatal àquelas idealizadas no século XVIII, ao invés de proteger os direitos dos

⁸⁸ *O Direito posto...* pp. 246-247.

indivíduos e da sociedade, retira-lhes a possibilidade de regulação e a atuação efetiva de seus interesses.

Como bem asseverou FERNANDO ALBINO DE OLIVEIRA⁸⁹, a falta de percepção desse desdobramento do princípio da legalidade é que causa, a certa parte da doutrina, perplexidade acerca de como o Poder Executivo pode regular certas matérias e, nelas, efetivamente inovar. Lembrando-se aqui que não se trata de delegações legislativas, mas de exercício constitucional e legal de poder regulamentar.

No que diz respeito à Administração Pública, a Constituição Federal de 1988 estabelece sua subordinação ao princípio da legalidade, segundo se verifica da leitura do *caput* do artigo 37, conforme redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 04 de junho de 1998: “*A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, ...*”.

Nesse caso também há que se ter cautela quando da leitura do dispositivo constitucional, valendo citar que existe hoje uma tendência a considerar que a Administração Pública está vinculada ante ao Direito do que propriamente à lei⁹⁰.

Assim, a Administração Pública está sujeita não à lei, em sentido formal, como ato do Poder Legislativo, mas às normas jurídicas, incluindo-se aquelas que ela mesma tiver editado, em decorrência de lei⁹¹.

Devemos, portanto, de uma vez por todas, desmistificar o princípio da legalidade, devendo este ser observado ainda quando a função normativa seja desenvolvida não apenas pelo Poder Legislativo, mas também pelo Poder Executivo. Nesse sentido, a “lei”, texto normativo produzido pelo Poder Legislativo, não pode mais ser entendida como categoria absoluta: devemos estabelecer uma distinção entre lei em sentido formal e lei em

⁸⁹ Op. cit. pp. 155-156.

⁹⁰ NUNES. Op. cit. p. 55.

⁹¹ GRAU. *O Direito posto...* p. 181.

sentido material, uma vez que os campos de atuação do Executivo e do Legislativo se mesclam, com o Executivo exercendo de forma ampla a função normativa na regulação da atividade econômica, e o Legislativo editando leis em sentido formal que dão os limites a este exercício.

III - AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

III.1. Características da Auto-Regulação

A regulação estatal da economia, como vimos no capítulo anterior, caracteriza-se pela intervenção direta do Estado no domínio econômico, por meio da edição de normas restritivas ou indutivas, que influenciarão o comportamento dos agentes econômicos com o objetivo de concretizar interesses públicos previamente definidos. Essa intervenção estatal é fundamentada na função normativa regulamentar conferida constitucionalmente ao Poder Executivo para a elaboração de normas que inovem a ordem jurídica e criem direitos e obrigações aos particulares.

Porém, nem sempre o Estado regulará diretamente determinado mercado. A regulação estatal, apesar das vantagens que apresenta em relação às leis em sentido formal elaboradas pelo Poder Legislativo para a normatização de determinadas atividades econômicas, muitas vezes apresenta-se ineficiente ou dispendiosa em relação a outros segmentos da economia. Deve-se buscar, então, a formulação de novas técnicas regulatórias para torná-la mais eficiente e menos onerosa. Dessa forma, em muitos casos, são os próprios regulados, por meio de organizações associativas ou representativas, com autorização legal ou privadamente, que elaborarão as regras que regularão suas próprias atividades. E a esse fenômeno dá-se o nome de auto-regulação.

Entende-se por auto-regulação *os poderes de normatização e fiscalização conferidos aos próprios membros de um determinado segmento da economia em relação às suas atividades, organizados em instituições ou associações privadas, com o objetivo de manutenção de padrões éticos elevados*. Em vez de o Estado intervir diretamente nos negócios dos participantes do mercado sob a forma de regulação, os próprios participantes se autopoliciam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos aceitos consensualmente.

Assim como em relação ao conceito de regulação, a noção de auto-regulação implica a integração de distintas funções: o estabelecimento de normas, a implementação e aplicação dessas normas e a composição dos conflitos que delas advêm. Há, igualmente,

dentro do conceito de auto-regulação apresentado, três poderes inerentes: aquele de criação das normas de conduta, o de aplicar e executar as normas elaboradas, e o exercício de poderes disciplinares em relação aos seus próprios membros.

Um dos fundamentos do exercício da auto-regulação está na derivação da função normativa regulamentar exercida pelo Poder Executivo. Ou seja, como já estudado, a própria Constituição e, em outros casos, a lei, outorgam função normativa à Administração para a elaboração de normas com conteúdo material semelhante ao das leis emanadas do Poder Legislativo. No entanto, também as leis podem outorgar diretamente ou autorizar que o Poder Executivo confira parte de seu poder regulamentar para que entidades privadas organizadas regulem matérias específicas que dizem respeito às suas atividades, sempre dentro dos limites estabelecidos na lei e sob supervisão estatal, sendo de eficácia restrita aos seus membros. Este tipo de auto-regulação é também conhecido como auto-regulação pública.

Além da derivação do poder regulamentar, a auto-regulação fundamenta-se também na autonomia de vontade dos indivíduos de se associarem e de contratarem. Como veremos a seguir, nem sempre a auto-regulação decorre de uma autorização legal ou de uma outorga estatal para que instituições privadas venham a exercê-la. A auto-regulação pode ser livremente estabelecida por uma instituição associativa ou representativa dos próprios agentes regulados, sendo também de eficácia restrita aos membros da respectiva instituição. Obviamente, a liberdade de contratar não é ilimitada, devendo respeitar a ordem pública e os bons costumes. Assim, as pessoas podem auto-regular seus interesses pelo modo que lhes convenha, contanto que não transponham esses limites⁹². Este tipo de auto-regulação, por sua vez, é também conhecido como auto-regulação privada.

Na visão de VITAL MOREIRA, três traços caracterizam a auto-regulação: (i) é uma *forma de regulação* e não ausência desta, isto é, a auto-regulação é uma espécie do gênero regulação; (ii) é uma forma de *regulação coletiva*, pois não existe auto-regulação individual; e (iii) é uma forma de *regulação não estatal* podendo também ser definida como regulação não pública. Aplicada ao sistema econômico, a expressão auto-regulação pode ser utilizada com três sentidos diferentes: (i) como capacidade de funcionamento equilibrado da economia, sem necessidade de normas exteriormente impostas aos agentes econômicos; (ii)

⁹² GOMES, Orlando. *Contratos*. 22ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000. p. 24.

como regulação de um determinado grupo por meio de normas voluntárias e autovinculação voluntária; e (iii) como capacidade de um determinado grupo de se regular a si mesmo mediante reconhecimento oficial e com meios de direito público⁹³.

Ainda nas palavras do mestre português: “*auto-regulação não é menos ‘artificial’ do que a regulação estatal. Também ela implica a formulação de normas e a sua implementação, de modo a influenciar, condicionar, proibir ou constranger a atividade dos agentes econômicos. A diferença está em que ela compete aos próprios agentes econômicos, coletivamente organizados, que desse modo são, simultaneamente, autores e destinatários da regulação*”⁹⁴.

Deve-se, também, diferenciar a auto-regulação de fenômenos próximos que algumas vezes aparecem referenciados como expressões de auto-regulação, mas que com ela não podem se confundir.

Primeiramente, deve-se estabelecer uma distinção entre o conceito de auto-regulação e o conceito de regulação interna das relações interempresariais, que tem lugar por certos métodos de relacionamento contratual duradouro entre empresas, como, por exemplo, a subcontratação e a franquia. Esses contratos geram sua própria regulação, dispensada a renovação da negociação contratual e dos termos do contrato a cada nova ocasião. O conceito de auto-regulação aqui adotado, porém, não abarca tais situações. Nas relações interempresariais as obrigações surgem como compromissos contratuais de eficácia limitada aos contratantes, com uma liberdade contratual também mais limitada.

Pelas mesmas razões expostas acima, o conceito de auto-regulação não inclui a regulação estabelecida nas relações de hierarquia, tanto no interior das instituições como nas relações interempresariais. Nesses casos existe uma evidente separação entre regulador e regulados, entre autoridade e subordinados, ou entre empresa dominante e empresas dominadas, que não se ajusta ao conceito de auto-regulação aqui apresentado.

⁹³ *Auto-regulação profissional...* pp. 52-53.

⁹⁴ *Ibidem.* p. 53.

A auto-regulação não se confunde, ainda, com os conceitos de participação, co-regulação ou concertação⁹⁵. No primeiro caso, a participação é o processo pelo qual os interessados intervêm na atividade reguladora estatal de seu interesse. Não se trata de auto-regulação, pois a titularidade das funções regulatórias continua a ser do Estado e não dos próprios interessados. Trata-se, portanto, de uma regulação participada.

A co-regulação, ou co-determinação, é o processo pelo qual as decisões são tomadas por órgãos de composição mista, com representantes do Estado e de interesses privados. Essa forma de regulação também não se confunde com auto-regulação, pois a função regulatória é compartilhada entre a Administração e os interessados.

Por fim, a concertação é o processo pelo qual as decisões são tomadas como resultado de negociações e do consenso estabelecido entre o Estado e as forças sociais interessadas, limitando-se a Administração a dar força oficial às conclusões alcançadas. A diferença em relação à co-regulação é que aqui as decisões se baseiam no consenso firmado num órgão especificamente estabelecido para tanto, sendo que a decisão final pertence às autoridades públicas, o que também não preenche os requisitos da auto-regulação.

A auto-regulação tanto pode ser de natureza pública, como de natureza privada. No primeiro caso, as instâncias de auto-regulação privadas são impostas ou reconhecidas oficialmente pelo Estado, que lhes outorga poderes de normatização e fiscalização semelhantes aos seus. Nessa situação, as organizações associativas privadas assumem a função de regulação sem que sejam transformadas em órgãos do Estado, que, todavia, lhes empresta a sua autoridade por via legislativa ou constitucional. É o que podemos chamar também de *regulação pública não-estatal*⁹⁶.

No segundo caso, as instâncias de auto-regulação privadas, em decorrência de seu exercício associativo e do princípio da autonomia de vontade, espontaneamente estabelecem regras de orientação e condicionamento aos seus membros, que se submetem de forma voluntária. Nessa circunstância, não há outorga de poderes pelo Estado, uma vez que as organizações associativas exercem a auto-regulação de forma voluntária, com base no direito privado e na liberdade negocial.

⁹⁵ MOREIRA, Vital. Op. cit., p. 57.

⁹⁶ ARAGÃO. *Agências Reguladoras...* p. 30.

III.1.1. Auto-Regulação e Regulação

No panorama atual, observa-se que as ordens econômicas apresentam uma forma mista de regulação da economia, combinando de formas diversas e em distintas proporções a regulação e a auto-regulação, sendo que não existem economias integralmente auto-reguladas, assim como não existem economias sem alguma dimensão de auto-regulação. Há um fomento estatal para a auto-regulação como alternativa à regulação nos mais variados segmentos da economia, no sentido de que reguladores e auto-reguladores trabalhem em conjunto para ampliar o relacionamento entre regulação e auto-regulação.

Nas economias modernas, então, há uma certa interação entre regulação e auto-regulação. Essa interação, todavia, apresenta-se de forma complexa e ambígua. Se por um lado pode haver uma relação de subsidiariedade, de complementaridade ou de sub-rogação, na qual a auto-regulação não somente é desejada, mas também incentivada pelo Estado, dispensando a regulação pública, por outro pode ser que a regulação pública se destine a impedir ou proibir a auto-regulação⁹⁷.

Assim, no primeiro evento mencionado, a auto-regulação pode ter como origem a regulação estatal de mesmo conteúdo, ampliando-a, ou ainda criando normas onde antes não havia. Pode ser também o caso de normatização alternativa à regulação, sendo que se a auto-regulação não existisse, haveria a necessidade de regulação. Dessa maneira, a auto-regulação pode ser tanto um instrumento de intensificação como de diminuição da regulação estatal. Já na segunda situação, a regulação pública é feita de maneira completa e até com dispositivos que têm a intenção de impedir que a auto-regulação seja feita.

Finalmente, para VITAL MOREIRA, devemos distinguir três situações na relação entre a auto-regulação e a regulação estatal: “*A primeira é aquela em que a auto-regulação é um substituto da regulação estadual, ou seja, em que na falta de auto-regulação sempre teria de haver regulação, logo estadual. (...) Outra é a situação em que do ponto de vista do Estado, essa actividade não deve ser regulada de todo em todo, devendo portanto ficar desregulada, na esfera da autonomia individual regida pelo mercado. (...) Finalmente,*

⁹⁷ MOREIRA, Vital. Op. cit., p. 73.

*uma terceira hipótese é aquela em que é indiferente ao Estado que a matéria seja ou não regulada pelos interessados, estando portanto excluída a necessidade de regulação estadual na falta de auto-regulação*⁹⁸.

III.1.2. Supervisão Estatal

Antes que o Estado possa, de maneira responsável, outorgar ou autorizar a uma instituição privada o exercício de poderes de auto-regulação, terá que se assegurar de que esses poderes serão exercidos pelo menos tão bem como se estivessem sendo aplicados pela própria Administração. Além disso, as normas elaboradas pela entidade auto-reguladora devem obedecer estritamente aos limites legais impostos e preservar o interesse público, devendo ser apropriadas a uma organização que pretende exercer verdadeiros poderes de regulação estatal. Por outro lado, é necessário que existam as devidas barreiras contra interferências indevidas da Administração nas atividades auto-reguladoras⁹⁹.

Já foi visto que não existe uma ordem econômica em que haja exclusivamente a auto-regulação. Isso porque, onde quer que haja auto-regulação, é imprescindível a presença estatal para fiscalizar seu exercício, impedir a edição e aplicação de normas que excedam os limites legalmente delineados, garantir a fiscalização e a sanção em face de eventuais infrações às regras estabelecidas, ou para funcionar como uma instância recursal em relação às decisões das entidades auto-reguladoras.

O Estado, dessa forma, deve assegurar não somente que o processo de auto-regulação seja realizado de maneira justa, mas também que a entidade auto-reguladora não abuse de sua autoridade, quer em benefício de seus membros em relação ao público, quer em prol de determinado segmento de seus afiliados que possam estar em posição de lhe controlar as decisões.

A maior preocupação da Administração no seu poder de supervisão da atividade auto-reguladora deve ser, porém, a garantia de que o interesse público seja preservado e não subjugado aos interesses privados da associação. Adam Smith certa vez

⁹⁸ Op. cit. p. 75.

⁹⁹ SOMERVILLE, W.L. *Seminário Internacional de Auto-Regulação*. Organizado pela CVM, CNBV e CODIMEC. 5/6 de março de 1979. p. 31.

escreveu que “*as pessoas do mesmo negócio raramente se reúnem, mesmo para divertimento ou convívio, mas quando o fazem as conversas acabam numa conspiração contra o público*”¹⁰⁰. Essa frase demonstra o receio de que a auto-regulação, por mais transparente e pública que seja, possa sobrepor os interesses particulares de seus membros ao interesse público. Assim, o Estado deve fiscalizar o exercício do poder auto-regulador para garantir que o interesse público seja respeitado, uma vez que, mesmo que seja uma organização de defesa de interesses, a entidade que tenha funções públicas de auto-regulação deve atuar tendo em vista o interesse público, e não exclusivamente o interesse próprio de seus membros.

A supervisão estatal, todavia, não poderá ser abusiva, de forma a interferir indevidamente no direito da entidade de exercer seu poder de auto-regulação. Estando definidos os limites acerca de como a entidade auto-reguladora deve desempenhar seu papel, a Administração somente poderá intervir se houver extrapolação desses limites. Caso contrário, qualquer interferência da Administração será considerada indevida, devendo ser rechaçada.

É lapidar a frase de WILLIAM O. DOUGLAS, antigo Juiz da Suprema Corte dos Estados Unidos da América e ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* (órgão regulador do mercado de valores mobiliários norte-americano), sobre o que a auto-regulação exige dos auto-reguladores: “*Tomar a liderança, com o governo no papel residual. O governo conservaria a carabina, por assim dizer, por detrás da porta, carregada, bem lubrificada, limpa, pronta para o uso, esperando-se contudo que jamais precise ser utilizada*”¹⁰¹.

III.2. Vantagens e Desvantagens da Auto-Regulação

São variadas as razões da opção pela auto-regulação, sobretudo pelas diversas vantagens e benefícios que ela oferece em relação à regulação estatal, os quais se sobrepõem às desvantagens apresentadas.

¹⁰⁰ Apud MOREIRA, Vital. Op. cit., p. 101.

¹⁰¹ Apud SOMERVILLE, W. L. Op. cit., p. 19.

Dentre as vantagens e benefícios apresentados pela auto-regulação podemos citar, em primeiro lugar, o fato de que a entidade auto-reguladora dispõe de maior sensibilidade para avaliar e normatizar as atividades de seu mercado de atuação, devido à sua maior experiência e ao amplo conhecimento das operações e práticas de determinado mercado, incluindo o conhecimento acerca das possíveis fraudes que podem ser praticadas. Desta forma, a entidade auto-reguladora poderá agir com mais eficiência e flexibilidade do que agiria o órgão regulador estatal, fazendo as adaptações necessárias quando houver alguma alteração no mercado ou resolvendo rapidamente os problemas que surgirem. As Bolsas de Valores, por exemplo, serão muito mais efetivas na auto-regulação das atividades praticadas em seu recinto do que a Comissão de Valores Mobiliários, podendo resolver mais rapidamente os eventuais problemas que surgirem.

Outra vantagem da auto-regulação é o fato de envolver diretamente o mercado no processo de regulação, uma vez que os próprios membros elaboram e estabelecem as normas que disciplinarão suas atividades. Controles externos geralmente não são bem aceitos e a oportunidade de participar do processo regulatório faz com que as normas de auto-regulação sejam muito mais palatáveis. Assim sendo, a aceitação das normas de auto-regulação é bem maior, fazendo com que os destinatários da auto-regulação tornem-se mais conscientes de seus objetivos e que estes membros se sintam mais responsáveis pelo seu cumprimento, ou seja, mais passíveis individualmente de se disciplinarem, diminuindo-se a necessidade de intervenção do órgão regulador.

A auto-regulação possibilita, também, uma maior flexibilidade para edição e implantação de normas e procedimentos, bem como para alterá-los quando necessário ou, ainda, para a aplicação de penalidades. Para que o Estado possa editar, rever ou alterar suas normas, ou aplicar as penalidades cabíveis, é necessário um procedimento de certo modo burocrático, ao contrário do que acontece quando uma entidade auto-reguladora precisa implantar ou alterar suas normas ou aplicar penalidades.

Outro ponto a favor da auto-regulação é seu menor custo. A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes de determinado mercado implica custos excessivamente altos, quando se busca eficiência e abrangência na fiscalização. Já a auto-regulação normalmente impõe menor custo que a regulação estatal, devido à maior facilidade

de uma fiscalização efetiva e ao fato dos custos da auto-regulação recaírem sobre os próprios membros do mercado.

Além disso, a auto-regulação, se incentivada pelo Estado, evita a duplicação de normas e esforços, ou seja, se uma entidade auto-reguladora puder livremente auto-regular suas atividades sem uma grande interferência do Estado, o Estado simplesmente deixará de regular essa atividade para somente fiscalizar se essa entidade auto-reguladora está cumprindo adequadamente sua função auto-reguladora. Assim, caso a entidade auto-reguladora não cumpra suas funções de maneira satisfatória, deverá responder pelos prejuízos causados.

A auto-regulação proporciona, ainda, outra vantagem em relação à regulação estatal: promove o estímulo à inovação, à prevenção e à educação. Pelo fato de estabelecerem suas próprias regras, os membros do mercado estariam mais dispostos a desenvolver práticas de negócios com um grau mais elevado de ética, sobrepondo-se aos ditames legais (isso, obviamente, no sentido de *realizar mais* do que a lei pede e não no sentido de fazer algo que seja contrário à lei). Além do mais, a auto-regulação pode prever problemas e utilizar técnicas preventivas ao invés de efetuar a regulação mediante poderes disciplinares e corretivos. Outrossim, a própria participação no processo de auto-regulação dá aos membros do mercado auto-regulado uma melhor compreensão dos propósitos e da necessidade de regulação, pelo que são incentivados a cumprirem voluntariamente as exigências.

A auto-regulação, por fim, possui efeitos sinérgicos. As normas elaboradas por seus próprios destinatários fazem com que sejam levantados os interesses comuns de todos os participantes, gerando regulamentos que sirvam às suas mútuas necessidades. Dessa maneira, as medidas promovem a confiança no sistema do mercado auto-regulado, contribuindo para seu fortalecimento.

As vantagens e benefícios obtidos com a auto-regulação, no entanto, podem acarretar certos riscos e desvantagens. A primeira desvantagem apontada é em relação aos potenciais conflitos de interesses entre os membros das entidades auto-reguladoras, reguladores e regulados ao mesmo tempo. Para alguns críticos da auto-regulação, o prefixo “auto-” pode significar que os interesses públicos sejam sacrificados caso entrem em conflito com os interesses dos membros.

Ainda em relação ao conflito de interesses, há a possibilidade dos auto-reguladores utilizarem os poderes a eles conferidos para limitar a competição daqueles que não são membros, em prejuízo dos consumidores.

Uma outra desvantagem apontada é o caso dos auto-reguladores atuarem de forma ineficiente, utilizando sua posição para anular ou mitigar os efeitos da regulação, ou de tentarem acomodar situações ao invés de regulá-las.

Ademais, pode haver uma duplicação de esforços entre diferentes entidades auto-reguladoras que atuem num mesmo mercado, ou ainda entre estas e o órgão regulador. E essa auto-regulação “duplicada” pode ser usada, adicionalmente, como um escudo para afastar uma regulação estatal mais severa.

Finalmente, uma outra desvantagem apontada em relação à auto-regulação é o fato de as entidades que a praticam tenderem a ser corporativas e, algumas vezes, evitarem punir seus membros que tenham cometido alguma falta.

Em suma, em relação às vantagens da auto-regulação, esta é uma solução em face aos limites e dificuldades da regulação estatal em determinados campos da atividade econômica, inclusive no âmbito do mercado de capitais. Esses limites são derivados tanto das limitações próprias do aparelho estatal como das dificuldades materiais em superar o *déficit* de informação e a resistência dos agentes econômicos à hetero-regulação.

Em relação às desvantagens apresentadas, por seu turno, uma rigorosa e séria supervisão estatal seria capaz de controlar todos os pontos negativos apresentados, de forma a evitar que ocorressem ou diminuir sua intensidade. Especialmente em relação ao último item, sobre a possibilidade de a auto-regulação evitar a punição de seus membros, é importante lembrar que a experiência tem demonstrado que as entidades auto-reguladoras, de modo geral, procuram punir todos os fatos graves que ocorrem sob sua competência fiscalizadora. As críticas a esse fato provavelmente ocorrem pelo fato de não podermos comparar a penalidade aplicada pela entidade auto-reguladora com a penalidade aplicada pelo Estado. A penalidade aplicada pelo Estado requer uma grande burocracia para sua aplicação e, logicamente, possui um efeito muito maior e mais público. Na auto-regulação, ao contrário, a penalidade poderá ser aplicada sem muita burocracia, ficando restrita ao conhecimento dos respectivos membros.

Diante da argumentação aqui exposta, comparando-se as vantagens e desvantagens apontadas em relação ao estabelecimento de um sistema de auto-regulação, percebe-se claramente que o sistema de auto-regulação apresenta muito mais vantagens. Nesse sentido, o compartilhamento de responsabilidade entre o órgão regulador e as entidades auto-reguladoras na normatização, fiscalização e supervisão do mercado nos parece ser muito mais vantajoso do que um sistema centralizado de regulação por meio de uma entidade estatal.

III.3. Auto-Regulação no Mercado de Capitais

Conforme anteriormente apresentado, a Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei nº 6.385/76 e é a autarquia encarregada de zelar pela integridade do funcionamento do mercado de capitais brasileiro, exercendo atividades de regulação, fiscalização e apoio ao desenvolvimento de referido mercado, nos termos das atribuições e competências que lhe foram estabelecidas por mencionada Lei.

A Lei nº 6.385/76, todavia, apesar da ampla competência conferida à Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais brasileiro, restringe a atuação de referida autarquia em relação às operações bursáteis, ao outorgar autonomia e poderes de auto-regulação às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação.

Primeiramente, o parágrafo 1º do artigo 8º da Lei nº 6.385/76, que estabelece as competências da Comissão de Valores Mobiliários, assim determina: “*O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados*”¹⁰². Pela leitura deste parágrafo, inferimos que há dupla competência normativa e fiscalizadora no tocante às operações de bolsa, tanto por parte da Comissão de Valores Mobiliários como das próprias entidades ali mencionadas.

¹⁰² Redação dada pelo Decreto nº 3.955, de 31 de outubro de 2001.

Além disso, o artigo 17 da Lei nº 6.385/76 assim dispõe:

“Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º. Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

§ 2º. (VETADO)”¹⁰³.

Pela leitura do *caput* do artigo 17, fica evidenciada a autonomia administrativa, financeira e patrimonial conferida às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, em relação à Comissão de Valores Mobiliários. O Professor NELSON EIZIRIK nos ensina que a noção de autonomia (“*autos*” = próprio e “*nomos*” = lei) está ligada à faculdade que determinadas entidades detêm de se organizarem juridicamente, criando direito próprio¹⁰⁴. Assim, a noção de autonomia apresentada anteriormente está em consonância com a atuação de referidas entidades como entidades auto-reguladoras, nos termos da Lei nº 6.385/76 e dos regulamentos infralegais.

O parágrafo 1º de referido artigo, por sua vez, assegura o poder de auto-regulação de referidas entidades. Ao classificar essas entidades como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, com o poder de fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas, referido parágrafo estabeleceu também

¹⁰³ Redação dada pela Lei nº 10.303/01.

¹⁰⁴ Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 48. p. 58. out./dez. 1982.

em relação a essas entidades o poder de edição de normas para exercer a fiscalização das atividades de seus membros, preenchendo os requisitos que compõem seu poder de auto-regulação.

Dessa forma, a Lei nº 6.385/76 claramente outorga poderes de auto-regulação às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação, ao garantir sua competência com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados, sua autonomia administrativa, financeira e patrimonial em relação à Comissão de Valores Mobiliários e sua condição de órgãos auxiliares de referida autarquia, com poderes para fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas, incluindo a faculdade de edição de normas para regular as atividades de seus membros e suas operações.

Essa faculdade de edição de normas não exclui, obviamente, a regulação estatal exercida pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Conselho Monetário Nacional — que não foi mencionado neste capítulo mas que, conforme explicado nos dois capítulos anteriores, é o órgão responsável por estabelecer as diretrizes gerais para o mercado de capitais brasileiro, as quais a Comissão de Valores Mobiliários e, por conseguinte, as entidades auto-reguladoras, deverão seguir.

Como podemos ver, destarte, o sistema de regulação adotado no mercado de capitais brasileiro é o chamado sistema de regulação mista, no qual o Estado delega às entidades auto-reguladoras parte da tarefa de normatizar e fiscalizar a condução dos negócios de seus membros. Todavia, esse sistema de regulação mista não é o ideal, pois o Estado ainda reserva para si grande parte da tarefa de regulação do mercado de capitais, comprometendo o equilíbrio entre regulação e auto-regulação das atividades exercidas em referido mercado, conforme veremos com mais detalhes na Conclusão desta dissertação. De qualquer maneira, a adoção do sistema de auto-regulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, especialmente as operações bursáteis, objetiva aumentar a eficiência da atividade regulatória, evitando a centralização excessiva no Estado do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

Conseqüentemente, tanto as Leis aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro como seus organismos reguladores, no caso o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários, poderão delegar tarefas de normatização, fiscalização e acompanhamento das atividades do mercado de valores mobiliários a entidades privadas que exercem a auto-regulação, especialmente às Bolsas de Valores, que são as entidades tipicamente auto-reguladoras no mercado de capitais.

Um outro dado a favor da auto-regulação no mercado de capitais brasileiro é que, à medida que este mercado cresce economicamente e adquire maior complexidade, pode tornar-se necessário que a Comissão de Valores Mobiliários imponha maiores níveis de responsabilidade sobre os operadores de mercado e sobre os intermediários. Dessa forma, a auto-regulação pode ser um meio eficaz de supervisionar as atividades dos agentes que operam no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Importante mencionar, em relação à auto-regulação em mercado de capitais, que o Conselho de Reguladores de Valores das Américas (*Council of Securities Regulators of the Americas* - COSRA) — entidade que congrega todos os órgãos reguladores do mercado de capitais das Américas do Sul, do Norte, Central e Caribe —, com o objetivo de promover um sistema eficaz para que sejam cumpridas as leis, regulamentos e regras das organizações auto-reguladoras que regem as operações do mercado de valores mobiliários estabeleceu que a autoridade governamental, como condição prévia para permitir que a organização auto-reguladora exerça a autoridade delegada, deverá exigir o atendimento às seguintes condições¹⁰⁵:

- (i) promoção do interesse público;
- (ii) capacidade de implementar os propósitos de suas regras, e de fazer seus membros e pessoas a eles associadas cumprirem estas regras;

¹⁰⁵ *Princípios de Supervisão Efetiva do Mercado do COSRA*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

- (iii) tratar a todos os membros e aqueles que solicitam filiação de forma justa e consistente;
- (iv) desenvolver regras destinadas a impedir a ocorrência de práticas fraudulentas e manipuladoras, promover princípios de negócio imparciais e equitativos, supervisionar e manter mercados imparciais, honestos e organizados, promover a cooperação e coordenação entre as pessoas responsáveis pela regulação, liquidação e compensação de operações, e pelo processamento de informações relativas a instrumentos financeiros, incluindo a transferência de propriedade destes;
- (v) submeter suas regras à revisão e à aprovação da autoridade governamental, na forma em que a dita autoridade considere apropriada, e assegurar que as regras da organização auto-regulada sejam consistentes com as diretrizes de política pública estabelecidas pela autoridade governamental;
- (vi) cooperar com a autoridade governamental e com outras organizações auto-reguladoras para investigar e exigir o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis;
- (vii) fazer cumprir suas próprias regras e impor sanções pelo seu não cumprimento;
- (viii) assegurar uma justa representação de seus membros quando da seleção de seus diretores e na administração de suas atividades;
- (ix) evitar regras que causem obstáculos desnecessários à competitividade;
- (x) evitar atuar somente por interesse próprio; e

- (xi) evitar o uso de sua posição de supervisor para permitir que certos membros do mercado obtenham vantagens indevidas.

Assim, o órgão regulador estatal, que no caso brasileiro é a Comissão de Valores Mobiliários, dentro de sua esfera de atuação, deve levar em conta a criação de um sistema regulatório no qual os próprios membros do mercado de capitais exerçam a responsabilidade de auto-regulação e supervisão direta sobre suas respectivas áreas de competência, estando sujeitos à apropriada supervisão do Estado.

Isso porque o conceito de auto-regulação não implica que a autoridade governamental possa ou deva renunciar sua responsabilidade de supervisão. A supervisão do Estado sobre os auto-reguladores no mercado de capitais, por meio da Comissão de Valores Mobiliários, além de estar estabelecida na Lei nº 6.385/76, é de suma importância para garantir proteção contra possíveis conflitos que possam surgir entre o interesse privado e o interesse público no mercado de capitais brasileiro.

A Lei nº 6.385/76, dessa forma, define as posições da Comissão de Valores Mobiliários e das Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação no sentido de que a Comissão de Valores Mobiliários exerce sobre referidas entidades supervisão, que não pode ser confundida com subordinação hierárquica, mas envolve poderes de regulação, de revisão de certos atos e, excepcionalmente, de intervenção sob forma legalmente determinada, nos casos específicos de ocorrência de situações atípicas.

Segundo ARNOLDO WALD, a auto-regulação, assegurada por lei, tem como limites, além da competência recursal da Comissão de Valores Mobiliários em relação às decisões das entidades auto-reguladoras, uma competência residual complementar exercida nos casos da ocorrência das situações anormais, às quais se refere expressamente o parágrafo 1º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76, que concede poderes à Comissão de Valores Mobiliários para intervir e assim prevenir ou corrigir situações anormais do mercado. Essa intervenção pressupõe uma situação anormal, a ser definida pelo Conselho Monetário Nacional¹⁰⁶⁻¹⁰⁷.

¹⁰⁶ O parágrafo 1º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76, com redação dada pelo Decreto nº 3.995/01, assim dispõe: “Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: (i) suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; (ii) suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; (iii) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer

Além do estabelecido na Lei nº 6.385/76, a regulamentação infralegal também delimita a competência da Comissão de Valores Mobiliários e das entidades que compõem o mercado de valores mobiliários brasileiro. Um bom exemplo é a Resolução CMN nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000, que alterou e consolidou as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das Bolsas de Valores. Os incisos IV e VI do artigo 1º do regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.690/00, por exemplo, estabelecem o poder auto-regulamentar das Bolsas de Valores em relação às sociedades membros, aos investidores e às companhias abertas, no âmbito das operações realizadas em seus recintos, e que é independente de autorização da Comissão de Valores Mobiliários, devendo seguir, se houver, os parâmetros por esta fixados¹⁰⁸.

Por outro lado, dentro de seu poder de supervisão, a Comissão de Valores Mobiliários poderá, nos termos do artigo 68 do regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.690/00:

“Art. 68. A Comissão de Valores Mobiliários pode:

- (i) suspender a execução de normas adotadas pelas Bolsas de Valores, julgadas inadequadas ao seu funcionamento, e determinar a adoção daquelas que considere necessárias;
- (ii) sustar a aplicação de decisões das Bolsas de Valores, no todo ou em parte, especialmente quando se trate de proteger os interesses dos investidores;
- (iii) cancelar os negócios realizados em Bolsas de Valores nos casos de operações que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares, ou que consubstanciem práticas não equitativas, modalidades de fraude ou manipulação no mercado;

ou orientar os participantes do mercado; (iv) proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.”

¹⁰⁷ Auto-Regulação e Mercado de Opções. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. nº 79. p. 17. jul./set. 1990.

¹⁰⁸ Os mencionados incisos IV e VI do artigo 1º do regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.690/00 estão descritos e serão melhor analisados no item III.4.

- (iv) decretar o recesso de Bolsa de Valores com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente;
- (v) suspender ou cassar, por meio de inquérito, a autorização de funcionamento de qualquer Bolsa de Valores, nos casos de grave infração ou de reincidência, observando o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional; e
- (vi) determinar às Bolsas de Valores, em situações anormais de mercado e quando da conclusão de inquérito administrativo pela responsabilidade do indiciado, o imediato afastamento de conselheiros, quando houver indício de cometimento de infração incompatível com o exercício do cargo para o qual foi eleito ou nomeado, até a conclusão do respectivo processo administrativo. Não concluído o processo no prazo de cento e vinte dias, o conselheiro poderá ser reintegrado em suas funções.”

Encontramos também na própria regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários uma delimitação de suas competências em relação a determinadas operações realizadas no mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, dentre as Instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, um bom exemplo é a Instrução CVM nº 283, de 10 de julho de 1998, que dispõe sobre os mercados de liquidação futura. A Instrução CVM nº 283/98 estabelece os parâmetros que deverão ser seguidos e a competência da entidade auto-reguladora dos mercados de liquidação futura, ao mesmo tempo em que estabelece a competência da própria Comissão de Valores Mobiliários em relação a esses mercados.

Outro exemplo de delimitação de competências da Comissão de Valores Mobiliários e autonomia auto-reguladora das Bolsas de Valores encontramos na Instrução CVM nº 312, de 13 de agosto de 1999, que dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em Bolsas de Valores. A Instrução CVM nº 312/99 determina que as Bolsas de Valores poderão estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários em seu recinto, devendo as companhias abertas obedecerem às determinações impostas. As companhias abertas que pretenderem ter seus valores mobiliários negociados em Bolsa de Valores e que tiverem seu pedido indeferido, no entanto, poderão recorrer do indeferimento

do pedido de admissão à Comissão de Valores Mobiliários, que terá apenas a competência de julgar este tipo de recurso.

O disposto na Instrução CVM nº 312/99 vai ao encontro do que se espera do órgão regulador estatal na sua tarefa de supervisão e de instância recursal das decisões da entidade auto-reguladora, conforme advertência feita por W. L. SOMMERVILLE: *“Ainda como um tribunal de apelação deve considerar apenas a legalidade de uma decisão administrativa, ao invés da justeza da decisão política adotada, da mesma forma uma comissão reguladora deve restringir seus poderes de revisão e não interferência indevidamente com a jurisdição inicial da organização auto-reguladora”*¹⁰⁹.

Desse modo, conforme podemos depreender de toda a explicação precedente abrangendo todos os níveis legais que tratam da matéria, cabe às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação, como entidades autônomas, estabelecer as normas de conduta referentes aos negócios realizados em seus respectivos pregões e a seus respectivos membros, podendo aplicar sanções no caso de qualquer irregularidade ou ilegalidade nesses negócios. Cabe à Comissão de Valores Mobiliários, por outro lado, a supervisão dessas atividades, podendo receber recursos das decisões disciplinadoras tomadas por mencionadas entidades, atuando como um órgão de segunda instância, sendo que a Comissão de Valores Mobiliários não deve imotivadamente interferir na atividade, mas apenas exercer função de inspeção e vigilância em relação à conduta das entidades auto-reguladoras, somente interferindo em situações específicas e nos casos e formas legalmente previstos.

Nos vários países em que a auto-regulação foi adotada, sempre se entendeu que devia importar em garantir o autopolicimento pelas entidades auto-reguladoras das operações realizadas por seus membros, cabendo ao órgão supervisor avaliar, tão-somente, o comportamento das próprias entidades auto-reguladoras, conhecendo ainda, em grau de recurso, das decisões em relação às quais não houve conformidade dos interessados. Dentro dessa mesma orientação, a idéia básica dominante é a da criação de um duplo grau de fiscalização: as entidades auto-reguladoras fiscalizam seus membros e as operações que estes realizam e a Comissão de Valores Mobiliários fiscaliza as entidades auto-reguladoras.

¹⁰⁹ *Seminário Internacional de Auto-Regulação*. p. 34.

Diante do exposto, podemos concluir que a existência de um sistema no qual haja cooperação na regulação entre a entidade estatal, reguladora, e as entidades privadas, auto-reguladoras, pressupõe a autonomia das entidades auto-reguladoras. Sem autonomia, corre-se o risco do desaparecimento da auto-regulação do mercado de valores mobiliários, transformando-se a regulação exercida pela entidade governamental em administração do mercado, o que evidentemente não é desejável. Como as Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação possuem poder de auto-regulação, a convivência harmônica entre Comissão de Valores Mobiliários e referidas entidades dependerá muito de como será utilizado esse poder de auto-regulação, assim como dependerá da forma pela qual a Comissão de Valores Mobiliários exercerá as competências que lhe são legalmente atribuídas.

III.4. Auto-Regulação e Função das Bolsas de Valores

Trataremos agora, mais especificamente, das atividades de auto-regulação das Bolsas de Valores, que são as entidades auto-reguladoras típicas do mercado de capitais e também aquelas que têm produzido as normas de auto-regulação mais relevantes no contexto do mercado de valores mobiliários brasileiro.

As Bolsas de Valores, no sistema legal brasileiro, poderão ser constituídas como associações civis ou sociedades anônimas, com ou sem finalidade lucrativa (no caso de associações civis). Pelo regime legal brasileiro, semelhantemente ao que ocorre na maioria dos países do mundo, as Bolsas de Valores são constituídas por vontade de seus associados e precisam apenas de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para operarem. As Bolsas de Valores, assim, não precisam de lei ou qualquer outro ato administrativo do Poder Executivo para serem criadas e iniciarem suas operações.

Apesar de haver divergência na doutrina, a maioria dos autores considera que a atividade das Bolsas de Valores é um serviço público exercido por entidades privadas, com a delegação do poder de polícia sobre as sociedades membros, os investidores e as companhias abertas com valores mobiliários negociados em seu pregão, em relação às operações realizadas em seus recintos.

As operações realizadas nos recintos das Bolsas de Valores são um bom exemplo de operações realizadas no mercado de capitais. Uma companhia que necessite de capitais novos para expandir suas atividades comerciais poderá socorrer-se junto ao mercado de valores mobiliários através da oferta de ações junto ao público poupador, para que este, em sendo de seu interesse, adquira parte da participação acionária e, dessa forma, financie as atividades da companhia emissora. Por esse mecanismo, não há necessidade de existência de uma instituição financeira que inicialmente capte os recursos e posteriormente os repasse à companhia necessitada de capitais. A aquisição de participação societária é feita diretamente entre a companhia emissora dos valores mobiliários e o investidor, figurando a instituição financeira como mera interveniente na operação, seja como colocadora dos valores mobiliários junto ao público, seja como corretora, aproximando as partes para que estas concretizem os negócios respectivos.

A Lei nº 6.385/76, no *caput* de seu artigo 17, conforme analisado anteriormente, estabelece que as Bolsas de Valores gozam de autonomia administrativa, financeira e patrimonial, devendo operar sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

O parágrafo 1º do artigo 17 da Lei nº 6.385/76, também analisado, determina que as Bolsas de Valores são órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários no que diz respeito à fiscalização de suas sociedades membros nas operações nelas realizadas ou a elas subordinadas. Mesmo assim, a Comissão de Valores Mobiliários tem poderes revisionais sobre os atos praticados pelas Bolsas de Valores, como visto anteriormente. Dessa forma, com base na classificação apresentada no início deste capítulo, o poder de auto-regulação das Bolsas de Valores é de natureza pública, uma vez que é reconhecido oficialmente pelo Estado, que lhes outorga poderes de normatização e fiscalização semelhantes aos seus, tratando-se de uma verdadeira regulação pública não estatal.

Além da autorização legal, o poder auto-regulador das Bolsas de Valores também é autorizado pelos regulamentos infralegais. A Resolução CMN nº 2.690/00, que é a regulamentação em vigor que rege as atividades das Bolsas de Valores no Brasil, estabelece expressamente que as Bolsas de Valores deverão criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem às sociedades membros atender às ordens de compra e venda dos investidores e estabelece também que referidas Bolsas de Valores deverão editar normas

de comportamento e fiscalizar o cumprimento dessas normas pelas sociedades membros e companhias abertas que tenham valores mobiliários negociados em seu pregão.

Uma das inovações trazidas pela Resolução CMN nº 2.690/00 foi a de estender o poder auto-regulador das Bolsas de Valores para além das sociedades membros, atingindo também as companhias abertas que tenham valores negociados em seu pregão. Porém, como veremos mais adiante, o poder auto-regulador das Bolsas de Valores sobre as companhias abertas é mais limitado.

Nos termos do artigo 1º do regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.690/00, as Bolsas de Valores deverão ter como objeto social, dentre outros itens: (i) manutenção de local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e/ou valores mobiliários, em mercado livre e aberto, **especialmente organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes**; (ii) **criação de mecanismos regulamentares e operacionais** que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da Comissão de Valores Mobiliários, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens; (iii) preservação de elevados padrões éticos de negociação, **estabelecendo, para este fim, normas de comportamento** para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, **fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência**, aos infratores; e (iv) **exercício de outras atividades** expressamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Dentre os objetos sociais que deverá ter uma Bolsa de Valores, mencionados acima, os itens (ii) e (iii), correspondentes, respectivamente, aos incisos IV e VI do mencionado artigo, referem-se diretamente ao papel das Bolsas de Valores como entidades auto-reguladoras, além de buscarem um equilíbrio entre a regulação e a auto-regulação. Dessa maneira, nos termos do artigo 1º do regulamento anexo à Resolução CMN nº 2.690/00, as Bolsas de Valores deverão exercer o papel de entidades auto-reguladoras, estabelecendo normas para suas sociedades membros poderem atender a quaisquer ordens de compra e venda de valores mobiliários, bem como normas de comportamento não só para as sociedades membros, mas também para as companhias abertas e demais emissores de títulos e/ou valores mobiliários, visando à preservação de padrões éticos de negociação. Adicionalmente, a regra

do item (iii) acima determina não só a fiscalização e a elaboração de normas de auto-regulação para as sociedades membros das Bolsas de Valores, como amplia essa competência em relação às companhias abertas e outros emissores de títulos e/ou valores mobiliários.

Nessa mesma linha, no sentido de buscar um equilíbrio entre regulação e auto-regulação, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 387, de 28 de abril de 2003, conforme alterada pela Instrução CVM nº 395, de 29 de setembro de 2003. Esta Instrução busca aprimorar o sistema de auto-regulação por meio da atribuição de obrigações às entidades auto-reguladoras (Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias e Futuros) para editar regulamentos complementares às normas a serem editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

A Instrução CVM nº 387/03 determina que as Bolsas de Valores e as Bolsas de Mercadorias e Futuros devem estabelecer regras de conduta que deverão ser observadas pelas sociedades membros no relacionamento com seus clientes e com o mercado. Nesta Instrução prevaleceu o princípio de fortalecer o poder auto-regulador de referidas Bolsas, buscando um sistema mais eficiente de acompanhamento do mercado de capitais brasileiro, numa relação custo-benefício melhor para a sociedade.

A Instrução CVM nº 387/03 manteve as mesmas características das regulamentações anteriores no que diz respeito à auto-regulação, ao conservar o sistema de delegação em cascata, onde (i) as Bolsas de Valores ou Bolsas de Mercadorias e Futuros estabelecem e supervisionam regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras em seu relacionamento com clientes e com o mercado, (ii) as sociedades corretoras e demais participantes do pregão estabelecem regras e parâmetros para o tratamento das ordens recebidas de clientes, bem como de manutenção de cadastro, e (iii) os clientes tomam ciência por escrito dessas regras e assinam um documento atestando esse conhecimento e a veracidade das informações fornecidas.

III.4.1. Poderes de Fiscalização das Bolsas de Valores

Mediante o exame da legislação aplicável, verifica-se que são distintos os poderes de auto-regulação das Bolsas de Valores em relação às sociedades membros, daqueles poderes existentes com relação às companhias abertas com ações negociadas em pregão, aos

investidores e às negociações realizadas em seu recinto. Podemos dizer, portanto, que o poder de auto-regulação das Bolsas de Valores é exercido em quatro níveis.

O primeiro nível de auto-regulação é onde se encontra a auto-regulação total, ou seja, as Bolsas de Valores têm poder de normatização, fiscalização e supervisão sobre todas as atividades das sociedades membros. A admissão de uma sociedade membro para operar em seu pregão, a admissão de pessoas para exercerem funções de administrador ou de operador em uma sociedade membro, alteração do capital social, fusão, incorporação, aquisição, cisão, todos esses atos dependem preliminarmente da aprovação das Bolsas de Valores. Então, podemos dizer que as Bolsas de Valores têm poder de auto-regulação total nesse caso, pois atinge não só as atividades das sociedades membros como pessoas jurídicas, mas também as atividades de seus administradores, funcionários e prepostos.

Já no segundo nível, em relação às companhias abertas cujas ações são negociadas em pregão, o poder de auto-regulação das Bolsas de Valores é parcial. Nesse nível as Bolsas de Valores poderão somente exercer três atividades: (i) não deixar que as ações de determinada companhia aberta sejam negociadas em seu pregão, (ii) suspender a negociação das ações de determinada companhia aberta que já tenha suas ações negociadas em seu pregão, na defesa dos interesses do mercado, (iii) ou ainda, em situações mais graves, cancelar a inscrição de determinada companhia aberta.

As Bolsas de Valores não poderão, portanto, aplicar penalidades aos administradores ou funcionários de companhias abertas, pois exerceriam atividade fora de sua competência. Com efeito, a fiscalização das atividades das companhias abertas é de competência da Comissão de Valores Mobiliários, conforme determinam as Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76. As Bolsas de Valores somente têm poderes de fiscalização quanto à observância das normas relativas aos padrões éticos e ao comportamento das companhias abertas que têm ações negociadas em pregão.

Ademais, ao exercer seu poder de auto-regulação em relação às companhias abertas, as Bolsas de Valores deverão ter um cuidado maior. Ao impedir que uma companhia negocie seus valores mobiliários, ou ao suspender ou cancelar o registro de empresas que têm seus valores mobiliários negociados em seu pregão, uma Bolsa de Valores impedirá que as pessoas negociem determinada ação ou ainda tirará a liquidez e a transparência que os

negócios de bolsa proporcionam. Por isso, as Bolsas de Valores deverão exercer seu poder auto-regulador com as companhias abertas de forma muito mais cuidadosa, pois afetam não somente as companhias emissoras como também o mercado como um todo.

O terceiro nível de auto-regulação é em relação às pessoas que operam nas Bolsas de Valores, os investidores. Nesse nível, o poder de auto-regulação das Bolsas de Valores é muito relativo, uma vez que as Bolsas de Valores não se relacionam diretamente com os investidores, pois estes se relacionam diretamente com as sociedades corretoras, que atuam como intermediárias nas operações. Nesse sentido, a influência direta das Bolsas de Valores em relação aos investidores se dá pelo estabelecimento de limites operacionais nos seguintes mercados: derivativos, a prazo, opções, termo e futuros. Nesses casos, as Bolsas de Valores poderão proibir determinado comitente de operar em determinado mercado, mandar um comitente encerrar uma posição ou obrigar um comitente a diminuir seu risco. Mesmo assim, as Bolsas de Valores não darão a ordem diretamente para o investidor. A ordem será dada à corretora que transmitirá ao investidor.

Por último, temos o quarto nível, que se refere às negociações realizadas nos recintos das Bolsas de Valores. Nesse nível, as Bolsas de Valores poderão: (i) impedir a concretização de negociações que estejam sendo realizadas quando existirem indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares, e consubstanciar práticas não equitativas; e (ii) cancelar os negócios já realizados ou solicitar às entidades de compensação e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários a suspensão da sua liquidação, nos casos de operações em que haja indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares, ou que consubstanciem práticas não equitativas, modalidades de fraude ou manipulação¹¹⁰.

III.4.2. Responsabilidades das Bolsas de Valores

O poder de auto-regulação leva também à questão da responsabilidade das Bolsas de Valores pelo exercício de seus poderes de fiscalização. O problema refere-se à possibilidade concreta das Bolsas de Valores serem obrigadas a indenizar investidores por prejuízos causados por sociedades membros, pelas companhias abertas em relação aos títulos

¹¹⁰ Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

negociados em pregão ou até mesmo por outros investidores, em virtude de não ter elaborado a normatização necessária ou por não ter fiscalizado ou supervisionado devidamente tais operações. Ou seja, as Bolsas de Valores podem ser responsabilizadas por culpa *in vigilando*¹¹¹.

Como visto, as Bolsas de Valores têm poderes de fiscalização não só em relação às sociedades membros e aos investidores, como também em relação às companhias abertas que têm seus valores mobiliários negociados em pregão, sendo que os poderes de fiscalização das Bolsas de Valores em relação às sociedades membros são bem mais amplos que seus poderes de fiscalização sobre as companhias abertas e os investidores.

Caso as Bolsas de Valores, por omissão ou dolo, não exerçam seus poderes de normatização, fiscalização ou supervisão em relação às atividades das sociedades membros, ou, dentro de sua esfera de competência, em relação às companhias abertas e investidores, poderão ser responsabilizadas pelos prejuízos que causarem.

O Supremo Tribunal Federal já decidiu pela responsabilidade das Bolsas de Valores em relação a prejuízos causados não somente pelas sociedades corretoras, mas também pelas companhias abertas com valores mobiliários negociados em seu pregão.

Nos julgamentos referentes ao “Caso CEPALMA”, um caso de fraude ao mercado de capitais brasileiro ocorrido no início dos anos 1970, o Supremo Tribunal Federal condenou a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro a ressarcir os investidores pelos prejuízos causados por atos de sociedades corretoras e também por não ter fiscalizado os atos praticados pelos administradores da CEPALMA S.A. - Celulose e Papéis do Maranhão.

Pela primeira vez na jurisprudência brasileira, uma Bolsa de Valores foi condenada por não fiscalizar devidamente uma companhia com valores mobiliários negociados em seu pregão.

¹¹¹ A culpa *in vigilando* é a modalidade de culpa que decorre da falta de atenção com o procedimento de outrem, cujo ato ilícito o responsável deve pagar.

De acordo com os votos dos ministros no RE 86.771-6, julgado pelo Excelso Pretório em 16 de novembro de 1978, a decisão de condenar a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro por ter falhado no seu dever de vigilância da conduta das sociedades corretoras e da sociedade emissora baseou-se em três pontos básicos.

Em primeiro lugar, o Relator, Ministro Antonio Neder salientou em seu voto, que foi acompanhado por unanimidade pelo plenário do mais alto tribunal do País, que “ (...) a Lei nº 4.728/65 define as Bolsas de Valores como sendo organizações privadas que exercem função pública, embora não falte quem as defina como sendo entidades públicas, pormenor que não interessa a este julgamento, porque, entidade pública ou privada a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, ela é uma pessoa jurídica instituída para, dentre outras atribuições, fiscalizar qualquer corretora que foi admitida como seu membro e quaisquer sociedades que negociem seus títulos no campo bolsista. Demonstrado que a recorrida procedeu culposamente ao deixar de cumprir seu dever de fiscalizar a operação que prejudicou os recorrentes (...)”. Dessa forma, o Ministro Relator Antonio Neder responsabiliza a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro em sua falha na fiscalização, configurando-se aí a responsabilidade subjetiva, por culpa *in vigilando*.

Os outros dois pontos estão expressos no voto do Ministro Cunha Peixoto, que condena a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro com base nas seguintes premissas básicas: (i) as sociedades corretoras membros da Bolsa de Valores são comissários *del credere*, responsabilizando-se, portanto, por qualquer irregularidade na compra ou venda de valores mobiliários; e (ii) como administradora do Fundo de Garantia, a Bolsa de Valores tem responsabilidade objetiva, independentemente da ocorrência de culpa ou dolo.

O Supremo Tribunal Federal teve entendimento semelhante em três outros acórdãos relativos ao mesmo “caso CEPALMA”, referentes ao RE 84.514, RE 89.924 e RE 94.978-0, basicamente repetindo sua decisão (descrita acima) a respeito da responsabilidade das Bolsas de Valores.

Os acórdãos mais recentes, porém, não têm mais julgado pela responsabilização subjetiva ou objetiva das Bolsas de Valores pelos prejuízos causados aos investidores pelas companhias abertas, uma vez que a regulamentação anterior estabelecia que competia fundamentalmente às Bolsas de Valores, como entidades auto-reguladoras, a

fiscalização de suas sociedades membros. Porém, tampouco houve julgamento responsabilizando as Bolsas de Valores por prejuízos causados aos investidores pelas companhias abertas após a edição da Resolução CMN nº 2.690/00 que, como já mencionado, ampliou o poder de auto-regulação das Bolsas de Valores, mesmo que limitado, também para as companhias abertas.

III.5. O Novo Mercado da Bovespa

III.5.1. Características do Novo Mercado

Na primeira quinzena do mês de dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, deu início ao funcionamento de segmentos especiais de negociação de ações: o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Esses novos segmentos têm o propósito de atrair empresas de capital aberto dispostas a fornecer mais informações sobre seus negócios e que se comprometam a adotar práticas diferenciadas de administração, transparência e proteção aos acionistas minoritários, por meio da criação de um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir o capital, enquanto os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são mais direcionados a empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa.

As companhias que ingressam no Novo Mercado submetem-se, voluntariamente, a determinadas regras mais rígidas que as atualmente previstas na Lei nº 6.404/76, obrigando-se, em resumo, a¹¹²:

- (i) não emissão de ações preferenciais;
- (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;

¹¹² Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

- (iii) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- (iv) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- (v) Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- (vi) disponibilização de demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios internacionais de contabilidade;
- (vii) introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- (viii) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- (ix) informar negociações envolvendo ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (x) apresentação das demonstrações de fluxo de caixa;
- (xi) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

A adesão ao Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de contratos entre a companhia, seus administradores e acionistas controladores e a Bovespa, além da adaptação do Estatuto Social da companhia para as novas regras.

Ao assinar os contratos, as companhias devem adotar as normas e práticas do Novo Mercado. Essas normas e práticas induzem as companhias a um processo de profissionalização de sua direção corporativa, a partir da maior independência entre os administradores da companhia e seus acionistas, ao mesmo tempo em que estabelecem limites a essa liberdade por parte dos administradores. Essas normas e práticas são genericamente conhecidas como práticas diferenciadas de governança corporativa.

Além disso, essas novas normas e práticas trazem benefícios tanto para as empresas quanto para os investidores. Para as empresas, a entrada no Novo Mercado significa mais recursos, novos parceiros e maior credibilidade no mercado a um custo compatível. Para os investidores, o surgimento do Novo Mercado traz rentabilidade, liquidez, segurança, maior transparência e possibilidade de participação na administração da companhia.

A adoção dessas práticas de governança corporativa estabelecidas pela Bovespa para o Novo Mercado é importante para uma boa valorização das ações e demais ativos emitidos por uma companhia.

III.5.2 Câmara Arbitral do Mercado

As companhias que aderirem ao Novo Mercado ou a qualquer um dos níveis de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, seus acionistas controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal, comprometem-se a resolver todos os conflitos que surgirem perante a Câmara Arbitral do Mercado.

A Câmara Arbitral do Mercado foi especialmente criada pela Bovespa, com base nos dispositivos da Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996¹¹³, para atuar na solução de eventuais conflitos que possam surgir em matérias relativas à esfera da Lei das S.A., dos Estatutos Sociais das companhias abertas, das normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, dos regulamentos da Bovespa e das demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral. Formam parte, ainda, do conjunto de questões que poderão ser resolvidas por arbitragem, aquelas constantes do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e dos Contratos correspondentes. As normas que regulam a Câmara de Arbitragem estão previstas em regulamento próprio.

Por meio de regras próprias, a Câmara de Arbitragem do Mercado poderá proporcionar aos participantes dos referidos segmentos, quais sejam, a Bovespa, as companhias abertas, seus controladores e administradores, membros do conselho fiscal e

¹¹³ A Lei nº 9.307/96 dispõe sobre a arbitragem.

demais acionistas, uma alternativa para solução de controvérsias, com a vantagem de trazer mais agilidade e economia, menos formalismo, além de árbitros especializados nas matérias a serem decididas¹¹⁴.

III.5.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Além de poderem negociar suas ações no Novo Mercado, as companhias que já possuem ou pretendem obter registro para negociação na Bovespa poderão ser classificadas em níveis de acordo com seu grau de comprometimento às novas regras de governança corporativa. A Bovespa define como “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. A adesão a estas práticas diferenciadas de governança corporativa distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido por ela.

As companhias de Nível 1 comprometem-se, principalmente, com regras relativas a melhorias na prestação de informações ao mercado e à dispersão acionária. As principais práticas a serem adotadas no Nível 1 são as seguintes¹¹⁵:

- (i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- (iv) informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (v) divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- (vi) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;

¹¹⁴ Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

¹¹⁵ Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

(vii) apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Já as companhias de Nível 2 são aquelas que, além da adoção das regras do Nível 1, adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. Resumidamente, os critérios de listagem no Nível 2 são¹¹⁶:

- (i) Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- (ii) disponibilização de demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios internacionais de contabilidade;
- (iii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- (iv) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- (v) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse Nível;
- (vi) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

A adesão a estas práticas diferenciadas de governança corporativa também é voluntária. Os compromissos assumidos pela companhia, seus acionistas controladores e seus administradores são firmados em contrato entre essas partes e a Bovespa.

¹¹⁶ Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 21 de março de 2005.

III.5.4 Atual Estágio de Desenvolvimento

Até março de 2005, oito companhias já haviam aderido ao Novo Mercado da Bovespa: Companhia de Concessões Rodoviárias - CCR, Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo - SABESP, CPFL Energia S.A., Diagnósticos da América S.A., Grendene S.A., Natura Cosméticos S.A., Porto Seguro S.A. e Renar Maçãs S.A. De todas essas, a primeira companhia que teve suas ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa foi a CCR, que iniciou a negociação de suas ações nesse segmento especial em 1º de fevereiro de 2002.

Além disso, diversas companhias, tanto públicas como privadas, que já possuem capital aberto ou não, manifestaram interesse em negociar suas ações no Novo Mercado. Deve-se tomar cuidado, porém, com as muitas especulações que podem surgir em relação a novas empresas que pretendam abrir seu capital no Novo Mercado. É preciso observar se os anúncios de intenção dessas companhias de aderirem ao Novo Mercado são meramente especulativos, com o objetivo de atraírem a atenção do mercado e eventualmente até aumentar o valor de seus valores mobiliários, ou se são intenções “reais” de terem suas ações negociadas no Novo Mercado.

Em relação aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, atualmente sete companhias estão listadas no Nível 2: Net Serviços de Comunicação S.A., Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. - CELESC, ALL - América Latina Logística S.A., Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., Marcopolo S.A., Suzano Petroquímica S.A. e Eternit S.A. Por fim, trinta e três companhias estão listadas no Nível 1 da Bovespa.

III.5.5 Principais Questões Relacionadas ao Novo Mercado

A primeira questão levantada em relação ao Novo Mercado é se um acionista minoritário tem razão em reclamar das alterações que deverão ser feitas no estatuto social da companhia aberta na qual é sócio, para que as ações de referida sociedade sejam negociadas no Novo Mercado.

As alterações estatutárias necessárias para que uma companhia aberta possa aderir ao Novo Mercado podem ser feitas por decisão exclusiva de seus acionistas controladores, tomada em Assembléia Geral Extraordinária. Porém, primeiramente, é importante saber se esta decisão de aderir ao Novo Mercado foi realizada de acordo com as disposições da Lei nº 6.404/76. Como dito acima, a entrada de uma sociedade no Novo Mercado implica a alteração de seu estatuto social para adequação às normas editadas pela Bovespa. Além disso, nos termos do artigo 135 e seguintes da Lei nº 6.404/76, para que seja feita a alteração estatutária conforme exigido pelas regras do Novo Mercado, as deliberações em Assembléia Geral Extraordinária deverão ser aprovadas por acionistas que representem, no mínimo, metade das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto social da companhia.

Assim, se o estatuto social de uma companhia aberta não prevê qualquer disposição em relação ao *quorum* qualificado de aprovação das matérias que foram alteradas em razão de sua entrada no Novo Mercado, a aprovação pelo acionista majoritário ou grupo de controle que detém mais da metade das ações com direito a voto é válida e as alterações deverão ser feitas no estatuto social para que fique adaptado às regras do Novo Mercado.

Ademais, caso as alterações que venham a ser feitas no estatuto social de uma companhia aberta sejam relacionadas a qualquer uma das matérias que dá direito de retirada, conforme previsto no artigo 137 da Lei 6.404/76, qualquer acionista minoritário poderá exercer esse direito, sendo devidamente reembolsado pelas ações que detinha.

Além dos motivos expostos anteriormente, conforme já explicado no início do subitem III.5.1, o acionista minoritário também não tem razão em reclamar da entrada da companhia no Novo Mercado. A entrada no Novo Mercado por uma sociedade aberta significa que esta sociedade passará a adotar regras mais benéficas para seus acionistas, pois as regras do Novo Mercado baseiam-se na maior transparência de informações, maior democratização do poder de gestão e maior proteção aos direitos dos acionistas minoritários. Como visto, as regras elaboradas pela Bovespa para o Novo Mercado são, no geral, mais benéficas tanto para as companhias como para os acionistas minoritários, aumentando o equilíbrio de direitos entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

Por isso, acreditamos que não há razão para o acionista minoritário reclamar da entrada de companhia aberta da qual é sócio no Novo Mercado, pois as alterações estatutárias realizadas em virtude da entrada de uma companhia no Novo Mercado são, sem sombra de dúvida, mais benéficas para o acionista minoritário.

Outra questão relacionada ao Novo Mercado e também às Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa surgiu quando o Conselho de Administração da Bovespa deliberou uma alteração no Regulamento do Novo Mercado, por meio da Resolução nº 280/02, que foi divulgada às sociedades membros da Bovespa através do Ofício-Circular nº 086/2002-SG, de 22 de abril de 2002.

Segundo essa deliberação, as companhias que solicitarem registro na Bovespa e que, simultaneamente, estiverem pleiteando o registro de distribuição pública, primária ou secundária, de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de emissão da companhia na Comissão de Valores Mobiliários, deverão aderir, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa. Segundo a Bovespa, o propósito desta deliberação foi o de incentivar a adoção, pelas companhias, de mais transparência na divulgação das informações e de esforços adicionais para a dispersão de suas ações entre um número maior de acionistas, favorecendo a liquidez de seus ativos no mercado e visando a elevação de práticas de governança corporativa.

É importante notar que esta decisão do Conselho de Administração da Bovespa estabelece a obrigatoriedade de adesão, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa somente às companhias que solicitarem o registro na Bovespa e ao mesmo tempo pleitearem registro de distribuição pública de determinados valores mobiliários.

Esta deliberação do Conselho de Administração da Bovespa sofreu críticas de alguns profissionais do mercado, principalmente ligados aos acionistas controladores das companhias, que entendiam que a Bovespa havia extrapolado seus limites de auto-regulação.

Entendemos, porém, que a Bovespa não ultrapassou seus limites de auto-regulação. O inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385/76 estabelece que é de competência da Comissão de Valores Mobiliários “*regulamentar, com observância da política definida pelo*

Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”.

Ademais, o parágrafo 5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 determina que a Comissão de Valores Mobiliários é competente para expedir normas relativas a emissões públicas de valores mobiliários.

Por seu turno, a Comissão de Valores Mobiliários editou a já mencionada Instrução CVM nº 312/99, que dispõe sobre a admissão à negociação de valores mobiliários em Bolsas de Valores. Em referida Instrução, a Comissão de Valores Mobiliários estabeleceu, em seu artigo 2º, que “*A Bolsa de Valores pode estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seu recinto ou sistema*”.

Como podemos ver, a Lei nº 6.385/76, dentre outras coisas, conferiu poderes à Comissão de Valores Mobiliários para regular o mercado de valores mobiliários e também, mais especificamente, as emissões públicas de valores mobiliários. A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, dentro da competência outorgada pela Lei nº 6.385/76, determinou que as Bolsas de Valores poderão estabelecer os requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seus pregões. Portanto, ao determinar que as companhias que desejarem obter registro junto à Bovespa e, simultaneamente, pleitearem registro de emissão pública de determinados valores mobiliários deverão aderir, no mínimo, ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, a Bovespa agiu dentro de sua competência determinada pela Comissão de Valores Mobiliários, que por sua vez outorgou referida competência com fundamento na Lei nº 6.385/76. Portanto, a Bovespa não extrapolou seus limites de auto-regulação.

III.6. Códigos de Auto-Regulação de Entidades Auto-Reguladoras Privadas

III.6.1 Breve Introdução

Temos, ainda, no mercado de valores mobiliários brasileiro, outros códigos de auto-regulação elaborados por entidades auto-reguladoras privadas. Essas entidades auto-reguladoras diferenciam-se das Bolsas de Valores, no que se refere ao exercício do poder de

auto-regulação, por não exercerem uma função pública. Voltando à classificação apresentada no início deste capítulo, essas entidades auto-reguladoras são de natureza privada, ou seja, não há outorga de poderes de normatização pelo Estado, só que mesmo assim essas instâncias de auto-regulação privadas estabelecem espontaneamente regras de orientação e condicionamento de seus membros, que se submetem de forma voluntária.

As manifestações de auto-regulação privada mais relevantes no mercado de capitais brasileiro são os códigos de auto-regulação elaborados pela ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento e pelo IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Referidos códigos são considerados os mais relevantes porque são os que têm maior utilização e abrangência entre os agentes econômicos que operam no mercado de valores mobiliários do Brasil, influenciando e contribuindo diretamente para um grande número de operações que ali ocorrem. Devido a essa relevância dentro do mercado de capitais brasileiro, analisaremos com mais detalhes os códigos de auto-regulação elaborados por referidas entidades.

III.6.2 Códigos de Auto-Regulação da ANBID

A ANBID é uma associação civil, sem finalidade lucrativa, de representação do segmento das instituições financeiras que operam tanto no mercado de valores mobiliários como no mercado financeiro. Os associados da ANBID são, basicamente, os bancos de investimento e os bancos múltiplos com carteira de investimento, podendo também ser admitidas outras instituições financeiras e não financeiras a critério da diretoria da ANBID.

Os bancos de investimento são regulados pela Resolução CMN nº 2.624, de 29 de julho de 1999, e têm como função principal a prática de operações de investimento, participação e financiamento a longo e médio prazos, para suprimento de capital fixo ou de movimento, utilizando recursos próprios e mediante coleta, intermediação e aplicação de recursos de terceiros. Podemos citar como as principais operações ativas realizadas pelos bancos de investimento: (i) empréstimos para financiamento de capital fixo ou de giro; (ii) subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, para investimento ou revenda no mercado de capitais; (iii) repasse de empréstimos obtidos no exterior; (iv) operações com entidades públicas; e (v) operações de crédito rural. Além dessas operações, os bancos de investimento poderão manter serviços, dentre os quais destacamos: (i) depósitos a prazo fixo;

(ii) empréstimos externos; (iii) emissão ou endosso de cédulas hipotecárias e (iv) recebimento de depósitos interfinanceiros. Os bancos de investimento realizam também operações especiais, tais como: (i) distribuição, intermediação ou colocação no mercado de títulos e valores mobiliários; (ii) realização de operações compromissadas; (iii) operações de câmbio e (iv) administração de fundos de investimento.

Os bancos múltiplos são regulados pela Resolução CMN nº 2.099, de 17 de agosto de 1994 e são instituições financeiras que, em seu objeto social, contemplam mais de uma atividade, podendo ter carteira comercial, de investimento, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento ou de arrendamento mercantil. O banco múltiplo será constituído com, no mínimo, duas das carteiras anteriormente referidas, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento. A criação dos bancos múltiplos seguiu a tendência mundial da criação do banco universal, isto é, daquele que pratica todas as operações bancárias, separando-se da clássica classificação dos bancos.

A ANBID pode ser considerada uma organização profissional que desempenha as funções de regulamentação e disciplina perante a determinadas atividades de seus membros, ao lado das funções de representação e defesa de interesses profissionais, sendo que pode sofrer certas restrições na sua função representativa em virtude das funções de regulação e disciplina que exerce. Assim, a ANBID exerce a atividade de auto-regulação voluntária por meio da criação de normas que têm como objetivo expandir as obrigações legais criadas pelo Estado em relação a algumas das atividades realizadas por seus associados no âmbito do sistema financeiro, com o objetivo de melhorar o nível destas atividades. Essas normas são editadas mediante códigos de auto-regulação que são, por assim dizer, *a verdadeira expressão normativa da auto-regulação voluntária*¹¹⁷.

Dentre os objetivos precípuos estabelecidos no estatuto social da ANBID, é relevante dentro do presente contexto citar (i) o estabelecimento de princípios éticos a serem respeitados por seus associados no exercício de suas atividades e (ii) a promoção da prática de auto-regulação nas atividades de seus associados ou não associados que atuem em seu mercado-alvo, através da elaboração e implantação de Códigos de Auto-Regulação que definam normas, e prevejam punições, a serem observadas por todos os associados¹¹⁸. Ainda

¹¹⁷ MOREIRA, Vital. Op. cit., p. 70.

¹¹⁸ Incisos IV e V do artigo 3º do Estatuto Social da ANBID.

nos termos de seu estatuto social, poderão ser criados Conselhos de Auto-Regulação com o objetivo de zelar pelo cumprimento de normas definidas pela ANBID e cujos membros serão escolhidos pela diretoria de mencionada Associação. Além disso, o estatuto social da ANBID determina que a assembléia geral deverá aprovar a implantação dos Códigos de Auto-Regulação.

No exercício de suas atividades de auto-regulação, a ANBID elaborou seus códigos de auto-regulação com regras mais rígidas relativas a algumas das atividades praticadas não só por seus associados, mas também pelas instituições que aderirem voluntariamente às disposições de seus códigos. Nesse sentido, a ANBID editou os seguintes códigos: (i) Código de Auto-Regulação da ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários, (ii) Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento, (iii) Código de Auto-Regulação da ANBID para o Programa de Certificação Continuada e (iv) Código de Auto-Regulação da ANBID para o Serviço de Custódia Qualificada. Para os fins deste trabalho, interessa-nos somente a análise do Código de Auto-Regulação da ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários e do Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento, por serem os códigos de auto-regulação da ANBID mais relevantes dentro do contexto do mercado de capitais brasileiro.

O Código de Auto-Regulação da ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários entrou em vigor em 27 de agosto de 1998, com o objetivo de estabelecer princípios e normas a serem observados pelas instituições participantes nas ofertas públicas de títulos e valores mobiliários realizadas no mercado de capitais brasileiro, com a finalidade de propiciar a transparência e o adequado funcionamento deste mercado¹¹⁹. Obviamente, apesar da redação acima parecer indicar que todas as instituições participantes de ofertas públicas no mercado de capitais brasileiro estão sujeitas às suas regras, o Código ANBID para as Ofertas Públicas somente é obrigatório nas operações realizadas por seus associados ou por instituições que voluntariamente aderirem a referido Código.

O Código ANBID para as Ofertas Públicas, à época em que foi editado, estabelecia para o mercado de capitais brasileiro padrões operacionais semelhantes aos

¹¹⁹ Artigo 1º do Código de Auto-Regulação da ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários.

verificados nos países onde o mercado de capitais encontra-se em níveis mais elevados de organização, sendo regras mais rígidas do que as regras até então mantidas em vigor pela Comissão de Valores Mobiliários para as ofertas públicas de títulos e valores mobiliários no mercado brasileiro, por meio da Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980.

As inovações trazidas pelo Código ANBID para as Ofertas Públicas referem-se, principalmente, a regras de transparência e divulgação de informações pelas companhias emissoras, divulgação esta realizada pelas instituições financeiras distribuidoras dos títulos ou valores mobiliários a serem emitidos. A preocupação da ANBID não era somente melhorar o nível das operações realizadas no mercado de capitais brasileiro, mas também proteger seus associados, já que a Instrução CVM nº 13/80 previa que a instituição financeira líder da distribuição era, juntamente com os administradores da companhia emissora, responsável pela veracidade das informações divulgadas ao público no âmbito de uma oferta pública de títulos ou valores mobiliários. Seguindo as regras deste Código, a instituição financeira deverá extrair um número maior de informações relevantes da companhia emissora que, por sua vez, deverá fornecer estas informações para que a oferta pública de seus títulos e/ou valores mobiliários atraia mais investidores.

Com a introdução da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que revogou a Instrução CVM nº 13/80, grande parte das regras inovadoras estabelecidas pelo Código ANBID para as Ofertas Públicas foram absorvidas pela regulação estatal, que não só incluiu as regras de transparência e divulgação de informações descritas acima e manteve a responsabilidade das instituições financeiras e das companhias emissoras pelas informações divulgadas, como também introduziu regras de tratamento eqüitativo aos destinatários da oferta e maior flexibilização na análise das operações, dentre outras regras que aproximaram as regras brasileiras das regras norte-americanas. De qualquer forma, mesmo que a regulação estatal tenha incluído grande parte das regras de auto-regulação previstas pelo Código ANBID para as Ofertas Públicas, referido Código mantém-se em vigor e suas regras continuam obrigatórias para os associados da ANBID e para aqueles que voluntariamente aderirem às suas disposições.

O Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento tem como objetivo estabelecer parâmetros pelos quais as atividades das instituições participantes relacionadas à indústria de fundos de investimento devem orientar-

se, visando, principalmente: (i) concorrência leal entre as instituições participantes; (ii) padronização de seus procedimentos de forma a proteger os interesses dos investidores; (iii) maior qualidade e disponibilidade de informações sobre a indústria de fundos de investimento, especialmente por meio do envio de dados pelas instituições participantes à ANBID; e (iv) elevação dos padrões fiduciários e promoção das melhores práticas do mercado¹²⁰. Assim como o Código ANBID para as Ofertas Públicas, o Código ANBID para os Fundos de Investimento é aplicável às instituições financeiras filiadas à ANBID e às demais instituições que aderirem às suas regras de auto-regulação¹²¹.

As inovações trazidas pelo Código ANBID para os Fundos de Investimento têm a preocupação, portanto, de estabelecer, a exemplo do que ocorre nos países com mercado de capitais mais desenvolvidos, a necessidade de os fundos de investimento elaborarem, e disponibilizarem aos investidores, prospectos atualizados e compatíveis com o regulamento dos fundos. Além disso, essas inovações acabam por determinar os padrões que devem ser observados na divulgação do desempenho dos fundos de investimento.

Com a introdução da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que revogou a regulação anterior da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil sobre fundos de investimento, especialmente a Instrução CVM nº 302, de 05 de maio de 1999, grande parte das regras estabelecidas pelo Código ANBID para os Fundos de Investimento também foram absorvidas pela regulação estatal. Mesmo assim, as regras de auto-regulação previstas pelo Código ANBID para os Fundos de Investimento mantêm-se em vigor e continuam obrigatórias para os associados da ANBID e para aqueles que voluntariamente aderirem às suas disposições.

III.6.3. Código de Auto-Regulação do IBGC

O IBGC é uma entidade civil sem fins lucrativos, fundada em 1995, sendo a primeira organização criada no Brasil com foco específico em governança corporativa. O IBGC é considerado, tanto no Brasil como no exterior, como um dos principais responsáveis pela introdução do conceito de governança corporativa no País e pelo reconhecimento e disseminação da importância das boas práticas de governança corporativa. Os associados do

¹²⁰ Artigo 3º do Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento.

¹²¹ Artigo 1º do Código de Auto-Regulação da ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento.

IBGC são, no geral, empresas brasileiras interessadas em se fortalecer pela adoção de boas práticas de governança corporativa.

Dentre as iniciativas e esforços do IBGC, destaca-se o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Pela própria definição apresentada pelo IBGC, governança corporativa *é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal*¹²². Dentro desse contexto, as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da companhia, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos¹²³ e contribuir para sua perenidade¹²⁴.

O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, assim, aplica-se a todos os tipos de sociedades, sejam elas sociedades anônimas de capital aberto, sociedades anônimas de capital fechado, sociedades limitadas ou civis. As suas regras buscam estabelecer padrões semelhantes aos verificados nas regras aplicáveis às empresas nos países mais desenvolvidos, com níveis mais elevados de organização corporativa, relacionamento, conduta e ética, sendo regras mais rígidas do que as diversas leis aplicáveis às companhias brasileiras. Apenas as regras do Novo Mercado analisadas acima estabelecem padrões superiores de governança corporativa às sociedades que a ele aderirem.

¹²² Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. p. 6.

¹²³ Por “acesso a capital” entende-se a oferta pública ou privada de ações, financiamentos de longo prazo ou o reinvestimento de recursos oriundos do fluxo de caixa.

¹²⁴ Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC. p. 6.

IV - CONCLUSÃO

O objetivo desta dissertação, delimitado em sua introdução, foi o de contribuir para o debate em torno da adequação do atual sistema de regulação do mercado de capitais no Brasil e apontar uma solução para a melhora de referido sistema, de forma a aumentar o número e a qualidade das operações do mercado de valores mobiliários brasileiro e torná-las mais seguras para os investidores. Com esse fim, apresentamos e discutimos os aspectos jurídicos relacionados à regulação e à auto-regulação no mercado de capitais brasileiro, com base na Constituição Federal de 1988, na legislação vigente e nos regulamentos e códigos de auto-regulação em vigor elaborados por entidades privadas ligadas ao mercado de capitais. Apresentaremos agora, nessa conclusão, uma solução que entendemos a mais adequada para a melhora e o desenvolvimento do sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro.

O mercado de capitais é um segmento do Sistema Financeiro Nacional, e pode ser definido como o conjunto de operações realizadas entre pessoas físicas e/ou jurídicas, nas quais o trânsito de recursos financeiros entre o detentor de poupança e o necessitado de financiamento dá-se de forma direta, diferenciando-se do mercado financeiro por duas características: a natureza dos negócios jurídicos nele formalizados e, em consequência, a natureza dos títulos negociados.

O mercado de capitais brasileiro é regido, principalmente, pela Lei nº 6.385/76¹²⁵, conforme alterada, estando sujeito à regulação e fiscalização do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários. A Comissão de Valores Mobiliários, portanto, é a autarquia encarregada de regular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro, sendo que seu campo de atuação paulatinamente tem sido aumentado, com a extensão de sua competência para outros valores mobiliários além daqueles constantes na redação original do artigo 2º da Lei nº 6.385/76. Ademais, a Lei nº 6.385/76 estabelece as atribuições normativas de competência do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários.

¹²⁵ Como vimos neste trabalho, além da Lei nº 6.385/76 e suas posteriores alterações, a própria Constituição Federal e outros diplomas legais, como as Leis nº 4.595/64 e nº 4.728/65, também disciplinam o mercado de capitais.

Essas atribuições normativas configuram uma das modalidades de intervenção do Estado no domínio econômico, classificada como intervenção por direção. Com o surgimento do Estado neoliberal, buscou-se uma reforma da atuação estatal, sendo que no Brasil procurou-se reduzir significativamente a intervenção direta do Estado na economia, reforçando-se em contrapartida seu papel regulador, isto é, incrementando-se o instrumental de que dispõe o Estado para intervir indiretamente sobre a economia de forma a corrigir falhas na mecânica operacional do mercado ou para impor um desempenho de acordo com objetivos de política econômica adrede estabelecidos.

Assim, o Estado passou a editar medidas normativas que controlam ou influenciam o comportamento dos agentes econômicos a fim de evitar danos aos interesses sociais estabelecidos na Constituição, e de maneira a direcioná-los para objetivos econômicos previamente definidos. Essa atividade estatal é conhecida como regulação.

A regulação está diretamente relacionada ao desenvolvimento econômico das nações, pois com a complexidade e dinamismo das relações sociais e econômicas modernas exige-se do Estado a elaboração de normas cada vez mais técnicas e ágeis que regulem os diversos setores da atividade econômica, sendo que o Poder Legislativo não tem condições de atender a essa demanda. Assim, o Poder Executivo assume a função de editar essas normas reguladoras nos limites delineados pelo Poder Legislativo, dentro de sua função normativa regulamentar outorgada pela Constituição Federal, que não se confunde com delegação legislativa. Essas normas expedidas pelo Poder Executivo que criam direitos ou obrigações são classificadas como “regulamentos autorizados” e deverão restringir-se ao tratamento da matéria cuja regulação lhe foi atribuída, sob pena de ilegalidade.

O fundamento constitucional para o exercício do poder regulamentar encontra-se, fundamentalmente, no artigo 174 da Constituição Federal de 1988, além de outros dispositivos constitucionais que, interpretados de forma sistemática, nos levam a desvendar referido princípio.

Ainda em relação ao poder regulamentar, de forma alguma o seu exercício fere os princípios da separação dos poderes e da legalidade. O princípio da separação dos poderes deve ser hoje interpretado como um princípio de controle dos poderes, que se implementa por meio do estabelecimento de freios e contrapesos mútuos capazes de limitar a concentração de

funções em um dos poderes estatais, sendo-lhes outorgadas competências para o desenvolvimento de uma determinada função precípua adequada a sua particular configuração institucional, além de uma parcela das demais funções. O princípio da legalidade deve também ser desmistificado, devendo ser atualmente observado não somente quando a função normativa for desenvolvida pelo Poder Legislativo, mas também quando exercida pelo Poder Executivo por meio de sua função normativa regulamentar.

A Comissão de Valores Mobiliários possui, portanto, função normativa no mercado de valores mobiliários brasileiro, consubstanciada em sua capacidade de editar regras gerais e abstratas, inovadoras na ordem jurídica, semelhantes às leis no sentido material, dentro dos limites legalmente estabelecidos.

O exercício da função normativa regulamentar pela Comissão de Valores Mobiliários é absolutamente coerente com o sistema constitucional vigente, uma vez que dispositivos constitucionais reconhecem o exercício do poder regulamentar pelo Executivo. Com efeito, encontramos na Lei nº 6.385/76 autorização expressa do Poder Legislativo ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários para que estes exerçam a função regulamentar, nos limites estabelecidos pela lei.

O mercado de capitais no Brasil, no entanto, não é exclusivamente regulado pela Comissão de Valores Mobiliários. A própria Lei nº 6.385/76 limita os poderes de referida autarquia em relação às operações de bolsa ao outorgar poderes de auto-regulação às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação. Além disso, entidades auto-reguladoras privadas também podem editar códigos de auto-regulação para regular e fiscalizar as atividades de seus membros. Em ambos os casos, a atividade de auto-regulação deve ser supervisionada pelo Estado.

A auto-regulação é o poder de normatização e fiscalização conferido aos próprios membros do mercado de capitais em relação às suas atividades, organizados em instituições ou associações privadas. A auto-regulação pode ter natureza pública, quando seu exercício é outorgado pelo Estado, sem que a entidade auto-reguladora se transforme em um órgão estatal. Nesse caso, o fundamento de seu exercício está na derivação da função normativa regulamentar exercida pelo Poder Executivo. Também pode ser de natureza

privada, quando as entidades auto-reguladoras espontaneamente estabelecem regras de orientação e condicionamento de seus membros, que se submetem de forma voluntária. Nessa situação, a auto-regulação fundamenta-se na autonomia de vontade dos indivíduos de se associarem e de contratarem.

A auto-regulação apresenta mais vantagens e benefícios do que desvantagens em relação à regulação estatal. Isso porque a entidade auto-reguladora, dentre outras características, tem melhor conhecimento das operações e práticas do mercado em que atua, maior flexibilidade para alteração e edição de normas, menor custo para implementação das normas, possibilita o estímulo à inovação e evita a duplicação de normas e esforços. Além disso, o fato dos próprios membros do mercado fazerem suas regras aumenta o índice de aceitação dessas regras.

As Bolsas de Valores são as entidades auto-reguladoras típicas do mercado de capitais, tendo autorização não só legal, como também infralegal, para exercer seu poder de auto-regulação, sendo lícito a elas elaborar normas relativas às operações realizadas em seus recintos e fiscalizar o cumprimento dessas normas.

As Bolsas de Valores possuem distintos poderes de auto-regulação em relação às sociedades membros, às companhias abertas com ações negociadas em pregão, aos investidores e às negociações realizadas em seus pregões, sendo que em relação às sociedades membros seu poder de auto-regulação é total. Em relação às companhias abertas esse poder é parcial, pois a competência neste caso é da Comissão de Valores Mobiliários; em relação aos investidores seu poder é relativo, pois se dá indiretamente através do estabelecimento de regras às sociedades membros, e, em relação às negociações em seus recintos, esse poder é mais restrito.

As Bolsas de Valores poderão ser responsabilizadas judicialmente por prejuízos que causarem aos investidores e ao mercado caso não exerçam, por omissão ou dolo, seus poderes de normatização, fiscalização ou supervisão em relação às atividades das sociedades membros, ou, dentro de sua esfera de competência, em relação às companhias abertas e investidores.

A criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa trouxe uma grande inovação, demonstrando que a auto-regulação pode mudar as condições estruturais do mercado de capitais e que não é necessário que se espere que o poder estatal realize essas mudanças.

O Novo Mercado trouxe como principais mudanças a adoção de práticas diferenciadas de administração, transparência e proteção aos acionistas minoritários, por meio da criação de um ambiente de negociação que estimula o interesse do investidor e a valorização das companhias.

Outras importantes inovações trazidas ao mercado de valores mobiliários brasileiro foram os códigos de auto-regulação de entidades auto-reguladoras privadas. Essas entidades auto-reguladoras espontaneamente estabelecem regras de orientação e condicionamento de seus membros, que se submetem a elas de forma voluntária.

No mercado de capitais brasileiro, destacam-se os códigos de auto-regulação elaborados pela ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento e pelo IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Os códigos de auto-regulação elaborados por referidas entidades são os mais relevantes porque são os que têm maior utilização e abrangência entre os agentes econômicos que operam no mercado de capitais nacional, influenciando e contribuindo diretamente para um grande número de operações.

Diante do exposto nesta dissertação, verificamos, assim, que o sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro é um sistema de regulação mista, que concilia em distintas proporções a regulação e a auto-regulação. No sistema brasileiro, portanto, o Estado delega às entidades auto-reguladoras parte da tarefa de normatizar e fiscalizar a condução dos negócios de seus membros.

Entretanto, o sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro apresenta-se, ainda, de forma desequilibrada, uma vez que o Estado reserva para si grande parte da tarefa de regulação do mercado de capitais, o que compromete o equilíbrio entre regulação e auto-regulação das atividades exercidas em nosso mercado de valores mobiliários.

O sistema de regulação ideal, que no nosso entender favoreceria um maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e aumentaria o número e a qualidade das operações nele realizadas, tornando-as mais seguras e transparentes para os investidores, é aquele no qual ocorra uma diminuição da regulação estatal e um aumento das normas de auto-regulação, devidamente supervisionadas.

Isso não quer dizer, de maneira alguma, que a atuação estatal no estabelecimento de regras no mercado de capitais brasileiro deva ser extinta. Pelo contrário, a autoridade estatal é fundamental para intensificar a efetividade da auto-regulação, proporcionar poderes suficientes para que as entidades auto-reguladoras exerçam de maneira ampla a auto-regulação, auxiliar na punição das infrações às normas auto-reguladoras quando necessário e, principalmente, supervisionar e fiscalizar as atividades das entidades auto-reguladoras. Essa fiscalização, porém, não pode ser confundida com controle das atividades de auto-regulação. Para um melhor aproveitamento das vantagens que as normas auto-reguladoras proporcionam, é essencial que as entidades auto-reguladoras tenham autonomia na elaboração de suas normas, afinal é premissa básica de um sistema equilibrado a autonomia das entidades auto-reguladoras em relação à entidade estatal, para que as normas auto-reguladoras não se tornem apenas portadoras da vontade estatal.

As entidades auto-reguladoras, assim, especialmente as Bolsas de Valores, podem ter uma participação fundamental no estabelecimento de normas que regulem as operações realizadas no mercado de capitais devido às vantagens que referidas entidades têm na elaboração de normas de auto-regulação. O Estado, por sua vez, exerceria um papel de supervisor e fiscalizador das atividades das entidades auto-reguladoras, proporcionando a elas os poderes necessários para o exercício dessas atividades e editando regras gerais que regulem suas atividades, de forma a evitar o abuso desses poderes.

Dessa forma, entendemos que o Estado brasileiro deve proporcionar às entidades auto-reguladoras as ferramentas necessárias para o aumento e o pleno exercício de sua atividade de auto-regulação, sendo que a alternativa mais segura e adequada ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é um maior equilíbrio entre regulação e auto-regulação. Reguladores e auto-reguladores deverão trabalhar em conjunto no sentido de dosar o relacionamento entre regulação e auto-regulação, de forma a tornar o mercado mais eficiente, com o aumento do volume de negociação e maior transparência das operações.

Assim, deve-se buscar o aumento da participação da auto-regulação em relação às operações realizadas em referido mercado, ficando a regulação com a tarefa de editar normas mais gerais e de supervisionar a atividade auto-reguladora. Na nossa visão, somente assim o mercado de capitais brasileiro terá normas mais eficientes que possam aumentar o volume e melhorar a qualidade de suas operações, de forma a atrair cada vez mais um maior número de investidores.

BIBLIOGRAFIA

I - LIVROS

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras: e a evolução do Direito Administrativo Econômico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

BASCH, Antonín; KYBAL, Milic. *Os mercados de capitais da América Latina*. Rio de Janeiro: FGV, 1971.

BASTOS, Celso Ribeiro; MARTINS, Ives Gandra. *Comentários à Constituição do Brasil*. Vol. 7. São Paulo: Saraiva, 1990.

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de; EIZIRIK, Nelson Laks. *Regulação e Controle do Mercado de Capitais* (o papel da SEC na experiência norte-americana). Rio de Janeiro: IBMEC, 1974.

CARVALHOSA, Modesto. *Direito Econômico*. São Paulo: Unidas, 1973

DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de Teoria Geral do Estado*. 19ª ed. São Paulo: Saraiva, 1995.

DUTRA, Pedro. *Livre concorrência e regulação de mercados: estudos e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

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

GOMES, Orlando. *Contratos*. 22ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

- GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 9ª ed. São Paulo: Malheiros, 2004.
- _____. *Elementos de Direito Econômico*. 1ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.
- _____. *O Direito posto e o Direito pressuposto*. 5ª ed. São Paulo: Malheiros, 2003.
- LEÃES, L.G. Paes de Barros. *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de Direito Administrativo. 15ª ed. São Paulo: Malheiros, 2003.
- MENEZELLO, Maria D'Assunção Costa. *Agências reguladoras e o Direito Brasileiro*. São Paulo: Atlas, 2002.
- MERLE, Jean-Christophe; MOREIRA, Luiz. *Direito & legitimidade*. São Paulo: Landy, 2003.
- MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. Vol. 1. São Paulo: Dialética, 1999.
- _____. (org.). *Aspectos atuais do Direito do mercado financeiro e de capitais*. Vol. 2. São Paulo: Dialética, 2000.
- _____. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. São Paulo: Dialética, 1999.
- MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no Direito Brasileiro*. 134 fls. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2002.
- NUNES, Simone Lahorgue. *Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

- NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: introdução ao Direito Econômico*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.
- _____. *Fundamentos para uma codificação do Direito Econômico*. 226 fls. Tese (concurso para Professor Titular do Departamento de Direito Econômico-Financeiro). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 1993.
- OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. 221 fls. (Tese de Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 1989.
- RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. 4ª ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da atividade econômica*. São Paulo: Malheiros, 2001.
- SANTOS, António Carlos; GONÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 1999.
- SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE AUTO-REGULAÇÃO. Organizado pela CVM, CNBV e CODIMEC. Rio de Janeiro: 5/6 de março de 1979.
- SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 15ª ed. São Paulo: Malheiros, 1998.
- SOARES, Maurício Quadros. *Mercado de Valores Mobiliários: instrumentos de regulação e de auto-regulação*. Rio de Janeiro: Juarez de Oliveira, 2003.
- SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo ordenador*. 1ª ed., 3ª tiragem. São Paulo: Malheiros, 2003.
- VELLOSO, João Paulo dos Reis (org.). *A Modernização do Capitalismo Brasileiro: reforma do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1991.

VERÍSSIMO, Marcos Paulo. *Aproximação sistemática ao controle judicial das agências de regulação econômica no Brasil*. 265 fls. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: 2002.

II - ARTIGOS

ANDREZO, Andrea Fernandes. A Necessidade de Maior Transparência das Informações e Orientação dos Investidores para o Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista da CVM*. n. 30. p. 23-28. dez. 1999.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. O Conceito Jurídico de Regulação da Economia. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 122. p. 38-47. abr./jun. 2001.
_____. Princípio da Legalidade e Poder Regulamentar no Estado Contemporâneo. *Revista de Direito Administrativo*. n. 225. p. 109-129. jul./set. 2001.

ATALIBA, Geraldo. Poder Regulamentar do Executivo. *Revista de Direito Público*. n. 57/58. p. 184-208. jan./jun. 1981.

BARROSO, Luís Roberto. Disposições Constitucionais Transitórias, Delegações Legislativas, Poder Regulamentar. *Revista de Direito Público*. n. 96. p. 69-80. out./dez. 1990.

BRITTO, Carlos Ayres. A Supremacia do Poder Executivo da União, na Partilha Constitucional de Competências. *Revista de Direito Público*. n. 55/56. p. 61-68. jul./dez. 1980.

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação de seu Objeto. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 60. p. 45-53. out./dez. 1980.

DUTRA, Pedro. O Poder Regulamentar dos Órgãos Reguladores. *Revista do Instituto Brasileiro de Estudos das Relações de Concorrência e de Consumo*. Vol. 7. n. 5. 2000.

- EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 48. p. 48-59. out./dez. 1982.
- FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Fundamentos e Limites Constitucionais da Intervenção do Estado no Domínio Econômico. *Revista de Direito Público*. n. 47/48. p. 261-271. jul./dez. 1978.
- FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. As Bolsas de Valores no Brasil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 86. p. 45-57. abr./jun. 1992.
- GARCIA, Mônica Nicida. A Função Reguladora do Poder Executivo. *Revista de Direito Constitucional e Internacional*. n. 38. p. 205-233. jan./mar. 2002.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Regulamento e seus Pretextos. *Revista Trimestral de Direito Público*. n. 93. p. 303-308. 1/1993.
- _____. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 43. p. 64-78. jul./set. 1981.
- MAGALHÃES, Maria da Conceição Ferreira. A Intervenção como Instrumento do Bem-Estar e do Desenvolvimento. *Revista de Direito Público*. n. 47/48. p. 289-296. jul./dez. 1978.
- MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. A Nova Regulação dos Serviços Públicos. *Revista de Direito Administrativo*. n. 228. p. 13-30. abr./jun. 2002.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Natureza Jurídica das Atividades das Bolsas de Valores. *Revista dos Tribunais*. n. 603. p. 23-37. jan. 1986.
- MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto-Regulação. *Revista de Direito Administrativo*. n. 228. p. 123-128. abr./jun. 2002.
- MELLO, Celso Antonio Bandeira de. “Poder” Regulamentar ante o Princípio da Legalidade. *Revista Trimestral de Direito Público*. n. 93. p. 71-78. 4/1993.

- _____. Regulamento e Princípio da Legalidade. *Revista de Direito Público*. n. 96. p. 42-50. out./dez. 1990.
- MELLO, Pedro Carvalho de. Desenvolvimento Financeiro e do Mercado de Capitais: uma Resenha dos Estudos Recentes. *Revista da CVM*. n. 30. p. 74-84. dez. 1999.
- _____. Uma Avaliação da Regulação do Mercado de Capitais, segundo a Ótica de Custos e Benefícios. *Revista da CVM*. n. 32. p. 24-32. set. 2000.
- MOREIRA, Egon Bockmann. Agências Administrativas, Poder Regulamentar e o Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Administrativo*. n. 218. p. 93-112. out./dez. 1999.
- _____. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários: considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 116. p. 136-150. out./dez. 1999.
- MOREIRA, Ricardo Guimarães. Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários em Face dos Princípios da Legalidade e Separação de Poderes. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 131. p. 122-143. jul./set. 2003.
- OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. Contratos Futuros - Características Jurídicas - Regulação dos Mercados Futuros. *Revista de Direito Público*. n. 87. p. 224-228. jul./set. 1988.
- _____. CVM - Comissão de Valores Mobiliários e Mercado de Capitais. *Revista de Direito Público*. n. 89. p. 256-262. jan./mar. 1989.
- _____. Limites e Modalidades da Intervenção do Estado no Domínio Econômico. *Revista de Direito Público*. n. 37/38. p. 52-64. jan./jun. 1976.
- _____. Mais Algumas Notas sobre a Intervenção do Estado no Domínio Econômico. *Revista de Direito Público*. n. 45/46. p. 223-225. jan./jun. 1978.
- _____. O Estado enquanto Agente Econômico. *Revista de Direito Público*. n. 53/54. p. 346-349. jan./jun. 1980.
- PRITCHARD, Adam C. Self-Regulation and Securities Markets. *Regulation Magazine*. Vol. 26. n. 1. p. 32-39. 2003.

- ROCHA, Bolívar B. M. O Poder Normativo de Órgãos da Administração: o caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 64. p. 47-69. out./dez. 1986.
- SADDI, Jairo. Por uma Nova Visão do Regulador Bancário. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. n. 13. p. 92-103. jul./set. 2001.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Aspectos da Competência do CMN e da CVM no Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 108. p. 101-115. out./dez. 1997.
- STURZENEGGER, Luiz Carlos. A Questão, no Direito Brasileiro, da Atribuição de Funções Normativas ao Poder Executivo - O caso do Sistema Financeiro. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. n. 18. p. 58-101. out./dez. 2002.
- _____. Apontamentos para a Regulamentação do art. 192 da Constituição. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. n. 15. p. 91-127. jan./mar. 2002.
- SZTAJN, Rachel; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Regulação e Concorrência no Sistema Financeiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 123. p. 41-58. jul./set. 2001.
- VELLOSO, Carlos Mário da Silva. Do Poder Regulamentar. *Revista de Direito Público*. n. 65. p. 39-50. jan./mar. 1983.
- WALD, Arnoldo. Auto-Regulação e Mercado de Opções. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 79, p. 17-22. jul./set. 1990.
- _____. Dos Princípios Constitucionais e da Limitação do Poder Regulamentar na Área Bancária. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 88. p. 5-9. out./dez. 1992.
- _____. O Direito da Regulação Monetária e Bancária. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. n. 17. p. 20-28. jul./set. 2002.
- _____. Sistema Financeiro Nacional na Constituição de 1988. *Revista de Direito Público*. n. 94. p. 283-293. abr./jun. 1990.

III - INTERNET

Material disponível no *site* da ABAMEC (<<http://www.abamec.com.br>>).

Material disponível no *site* da ANBID (<<http://www.anbid.com.br>>).

Material disponível no *site* da ANDIMA (<<http://www.andima.com.br>>).

Material disponível no *site* da Bovespa (<<http://www.bovespa.com.br>>).

Material disponível no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (<<http://www.cvm.gov.br>>).

Material disponível no *site* do Banco Central do Brasil (<<http://www.bcb.gov.br>>).

Material disponível no *site* do IBGC (<<http://www.ibgc.org.br>>).

Material disponível no *site* Social Science Research Network (<<http://www.ssrn.com>>).