MARCIA TANJI

MERCADO DE CAPITAIS:
FORMAS DE ATUAÇÃO DO ESTADO

Tese apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, sob a orientação do Prof. Dr. Paulo Salvador Frontini.

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
SÃO PAULO
2013

Banca Examinadora

_____

_____

_____

_____

_____

Para Luis.

Agradecimentos

RESUMO

A observação do mercado de capitais brasileiro revela a constante presença do Estado: autoridade reguladora; acionista controlador de companhia aberta; sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; cotista de fundo de investimento; entidade patrocinadora de fundos de pensão, os quais são relevantes investidores institucionais neste mercado. Os estudos sobre mercado de capitais focam a função regulatória estatal. Porém, outro aspecto merece ser abordado: o Estado não prescinde do mercado de capitais na implementação das políticas públicas. A atuação do Estado no processo econômico encontra fundamentos e limites na Constituição da República Federativa do Brasil. A exposição sistemática das formas de atuação do Estado pode contribuir para o controle que a sociedade deve realizar sobre a correção da atividade estatal e sobre a implementação das políticas públicas. Dessa forma, o objetivo do presente trabalho é sistematizar as diversas formas de atuação do Estado no mercado de capitais à luz de seus fundamentos constitucionais e legais e analisar de forma crítica as contradições, imprecisões, perspectivas e os desafios advindos da interação dinâmica entre as formas de atuação estatal.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Estado. Políticas Públicas. Regulação. Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

ABSTRACT

An analysis of the Brazilian capital markets reveals the constant presence of the State in numerous capacities: regulatory authority; controlling shareholder of public companies; mixed-capital issuer of securities; originator of underlying assets for securities; participant in the security distribution system, such as through investment banks and brokers under state control; shareholder in investment funds; and sponsor of pension funds that are significant institutional investors in this market. Studies regarding the capital makets focus on the State's regulatory function. Another aspect, however, deserves to be addressed: the State does not leave aside the capital markets in the implementation of public policy. The actions of the State in the economic process has foundations and limits in the Constitution of the Federative Republic of Brazil. The systematic exposure of the forms of State action can contribute to the control that society should wield to correct State action and the implementation of public policy. In this sense, the objective of this work is to examine the various forms of State action in the capital markets in light of constitutional and legal foundations and analyze the contradictions, faults, perspectives and challenges arising from the dynamic interaction of such forms of action.

Keywords: Capital Markets. State. Public Policy. Regulation. Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

RIASSUNTO

L'osservazione del mercato dei capitali brasiliano rivela la presenza costante dello Stato: autorità di regolamentazione; azionista di controllo di società quotate in borsa; societá di economia mista emittente di valori mobiliari; originatore degli attivi sottostanti ai valori mobiliari; partecipante del sistema di distribuzione dei valori mobiliari, per esempio, banche di investimento e società de intermediazione su controllo statale; quotista nei fondi di investimenti; sponsor dei fondi di pensioni, che sono rilevanti investitori istituzionali di questo mercato. Gli studi sul mercato dei capitali mettono a fuoco la funzione di regolamentazione dello Stato. Tuttavia, un altro aspetto merita di essere affrontato: lo Stato non prescinde dal mercato dei capitali nell'applicazione delle politiche pubbliche. L'attuazione dello Stato nel processo economico trova i suoi fondamenti e limiti nella Costituzione della Repubblica Federativa del Brasile. L'esposizione sistematica delle forme di esecuzione dello Stato può contribuire per il controllo che la società deve realizzare sulla correzione dell'attività statale e sulla implementazione delle politiche pubbliche. Quindi, questo lavoro ha come obiettìvo sistematizzare le diverse forme di prestazione dello Stato nel mercato dei capitali alla luce dei suoi fondamenti costituzionali e legali così come analizzare criticamente le contraddizioni, imprecisioni, prospettive e le sfide che hanno come origine la interazione dinamica fra le diverse forme di prestazione statale.

Parole-chiave: Mercato dei capitali. Stato. Politiche Pubbliche. Regolazione. Commissione dei Valori Mobiliari – CVM.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 10

CAPÍTULO I. A ATUAÇÃO DO ESTADO NO PROCESSO ECONÔMICO 16

1.1. Notas introdutórias 16

1.1.1. Poder Burocrático e Poder Econômico na Formação do Estado Moderno e nos Mercados 22

1.1.1.1. Burocratização do Poder 24

1.1.1.2. Crescente concentração do poder econômico 36

1.1.2. A dupla instrumentalidade do direito e seus reflexos 47

1.1.3. A nova concepção do direito comercial 60

1.2. A atuação do Estado na Ordem Econômica e Financeira. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB) 63

1.2.1. Classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico 64

1.2.1.1. Prestação de serviços públicos 66

1.2.1.2. Atuação *no* domínio econômico 68

1.2.1.3. Atuação *sobre* o domínio econômico 68

1.3. Regulação da atividade econômica: aspectos jurídicos 68

1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil 72

CAPÍTULO II. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO 104

2.1. Notas introdutórias 104

2.2. A opção política: o Princípio do *full disclosure* 105

2.3. Principais características 109

2.3.1. Função normativa atribuída ao Poder Executivo 112

2.3.2. Indispensável integração entre Lei 6.385/1976 e Lei 6.404/1976 119

2.3.3. Valores Mobiliários 120

2.3.4. Atividades 132

CAPÍTULO III. FORMAS DE ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: SISTEMATIZAÇÃO 136

3.1. Notas introdutórias 136

3.1.1. Planejamento 139

3.2. *Serviços Públicos?* 142

3.3. Atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais 144

3.3.1. Por direção: regulação 146

3.1.1.1. Comissão de Valores Mobiliários....153
3.1.1.1.1. Natureza jurídica....153
3.1.1.1.2. Estrutura....156
3.1.1.1.3. Funções....158
3.1.1.1.4. Principais instrumentos regulatórios....162
3.3.2. Por indução....178
3.4. Atuação do Estado *no* mercado de capitais: agente econômico....185
3.4.1. Emissor de valores mobiliários....190
3.4.2. Acionista de companhia aberta....196
3.4.3. Investidor....200
3.4.4. Originador de ativos subjacentes a valores mobiliários....201
3.4.5. Integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários e prestador de demais atividades....203

CAPÍTULO IV. FORMAS DE ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: PERSPECTIVA DINÂMICA....206
4.1. Notas introdutórias....206
4.2. Atuação estatal *sobre* a atividade econômica em sentido lato: Diversidade de órgãos reguladores....207
4.2.1. Regulação setorial e mercado de capitais....208
4.2.2. Regulação transversal e mercado de capitais....208
4.3. Prestação de serviços públicos e exercício *atividade econômica em sentido estrito* pelo Estado e a regulação do mercado de capitais....211
4.4. Atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais: diversidade de técnicas e diversidade de objetivos....213
4.5. Contradições e imprecisões da atuação do Estado. Perspectivas e desafios....214
.

NOTAS CONCLUSIVAS....223

REFERÊNCIAS....225

INTRODUÇÃO

A observação do mercado de capitais no Brasil revela a constante presença do Estado. Em uma análise da história recente, verifica-se que à época do processo de privatização, na última década do século passado, debateu-se intensamente a atuação do Estado na qualidade de agente econômico (o Estado-empresário).

A transformação da atuação estatal na prestação dos serviços públicos, especialmente nos setores de telecomunicações e energia elétrica; e na exploração direta de atividade econômica, especialmente nos setores de mineração e siderurgia; a alteração no regime de monopólio no setor petrolífero; o surgimento das agências reguladoras; bem como a gradativa incorporação de outros valores à conformação da atividade econômica (o meio ambiente, a defesa do consumidor, a livre concorrência, o público investidor) intensificaram o debate acerca do Estado agente normativo e regulador, seus fundamentos e limites, e a sua interação com a denominada autorregulação . Pode-se afirmar que nos primeiros anos deste século prevaleceram estudos sob esta forma de atuação estatal no mercado de capitais.

Estes são os anos em que houve intenso desenvolvimento do mercado de capitais no país. Ilustram este cenário as alterações legislativas e as inovações trazidas pelos agentes econômicos ao mercado de capitais, a maior integração entre o mercado brasileiro e os mercados estrangeiros, e o aumento do volume de recursos objeto de negociação no mercado de capitais brasileiro[1].

---

[1]Destaque para a ampliação do rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976 advinda da reforma legislativa realizada em 2001. O número de ofertas públicas de ações, primárias e secundárias, e de operações de abertura de capital, registradas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aumentou significativamente entre os anos de 2004 a 2008 e revela o aumento do volume de captação de recursos junto ao público investidor. O aumento da captação de recursos para o financiamento das companhias foi acompanhado de aumento da participação de pessoas naturais no mercado de capitais e também de relevante incremento da presença dos investidores não-residentes, especialmente institucionais. Os efeitos da crise financeira internacional foram sentidos no mercado de capitais brasileiro, especialmente no mercado de derivativos, no segundo semestre de 2008 e início de 2009 (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório Anual 2008. p. 3-6, e Relatório Anual 2009. p. 11-14. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013; e BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Dados e notas Bovespa: abr./jun. 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/dadosnotas.pdf>. Acesso em: 19. mar. 2013). Após o movimento de concentração das denominadas bolsas de valores regionais, as duas principais bolsas do país, de valores e de mercadorias e futuros, passaram a ser organizar sob a forma de sociedade anônima, abandonando a forma associativa, em alinhamento com movimento em curso em outros países, conhecido por desmutualização das bolsas . Este processo foi seguido pela fusão das referidas principais bolsas, de valores e de mercadorias e futuros, ocorrida no ano de 2007. Por fim

Porém, o Produto Interno Bruto (PIB) verificado nos últimos anos e a declarada necessidade de vultosos investimentos em infraestrutura para o desenvolvimento econômico do País indicam a relevância de se incrementar a captação de recursos de longo prazo junto à poupança nacional e à estrangeira.

A participação do Estado na economia segue relevante no Brasil. A falta de clareza na exposição dos fundamentos da complexa alocação dos recursos públicos na economia não se restringe ao âmbito das obras públicas e contratos administrativos. Igualmente árdua é tarefa cometida ao cidadão na apreensão da versão de recursos públicos na atividade econômica em sentido estrito, seja sob a forma de empréstimo pelos bancos de desenvolvimento nacional e regionais, seja mediante a alocação desses recursos em participações acionárias.

De fato, há que se admitir a existência de maior divulgação de *dados* relativos à atuação do Estado decorrente do desenvolvimento do mercado de capitais no País. Uma das virtudes que o mercado de capitais pode espraiar a outras *ordens* é a exigência por transparência.

Porém, faz-se importante destacar que o princípio da transparência não se reduz à divulgação de informações. Pressupõe a simetria de informações, implica e requer o combate à concentração de poder econômico[2].

Assim, verifica-se que a ausência de exposição clara, que se pressupõe completa, dessa forma de atuação do Estado na economia ao cidadão[3] dificulta sobremaneira o

---

cumpre ressaltar a intensa integração entre os mercados nacional e estrangeiro e o avanço tecnológico empregado nas operações cursadas no mercado financeiro e de capitais na última década.

[2]Segundo Calixto Salomão Filho, a concentração de poder econômico encerra um dos maiores empecilhos à transmissão de informações e à troca comunicativa, por se qualificar como concentrador de conhecimento e informações e fator que origina e perpetua o desequilíbrio das relações econômicas e da distribuição de renda, ao impedir que a parte sem poder adquira informação ou conhecimento. O autor propugna por uma teoria econômica procedimental, ... cujo objetivo é criar condições de um devido processo econômico, permitindo a inclusão mais ampla possível e a formação própria de escolhas pelos agentes econômicos, com o nível de informações mais equilibrado possível (Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Poder Econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 21-23).

[3]Este cenário inexoravelmente leva ao cidadão a sensação de ser um *acionista minoritário* a quem se dificulta ou nega acesso à informação em uma sociedade denominada Brasil S/A ou Estado Ltda. . Esta última expressão foi título da reportagem de José Fucs e Marcos Coronato, intitulada Estado Ltda. , publicada na Revista Época nº 682, em 13 de junho de 2011, p. 64-70. Uma equipe integrada pelos mencionados jornalistas e por Keila Cândido, Matheus Paggi, Camila Camilo, Danilo Thomaz e Juliana Elias, analisou dados divulgados pela empresa de informações financeiras Economática, pelo governo federal, pela BM&FBovespa e pelas empresas para apreender a situação atual da intervenção do governo federal na economia do país e tentar responder à seguinte questão: o que exatamente faz o governo num país de economia complexa como o Brasil? Os autores afirmam a existência de 675 empresas em todos os setores com algum tipo de participação ou influência do governo federal (participações diretas ou indiretas do

controle que a população deve realizar sobre correção da atividade estatal e sobre a implementação das políticas públicas[4].

Observe-se que o debate se faz forte, mas não sobre bases mais claras, nas instâncias de representação popular. Discute-se a alocação de recursos públicos na economia de forma episódica e sempre no ápice da possibilidade da concreção deste ou daquele investimento pelo Estado em determinada companhia ou setor da economia, mas não há uma chamada à discussão profunda que construa bases de consenso a permitir o planejamento dessa forma de atuação estatal a longo prazo e o exercício de controle mais efetivo pelas próprias instâncias de representação do povo.

Sendo assim, a sistematização das formas de atuação do Estado e a análise dinâmica da interação entre essas formas e da relação entre Estado e agentes econômicos pode contribuir para o contraste entre o que se realiza na atualidade e o papel reservado ao Estado conforme as normas constitucionais e legais vigentes. A partir desta análise, buscar-se-á a identificação de disfunções e de funções negativas no sistema[5], sempre sob a perspectiva do mercado de capitais brasileiro, com o objetivo de pensar propostas à sua solução.

Para tanto, parte-se da análise da atuação do Estado no processo econômico. O **primeiro capítulo** trata da conformação do Estado Liberal, erigido da Revolução Francesa e da Revolução Americana, e da passagem a um estado de coisas completamente novo que se apresenta com o advento da Revolução Industrial, recorrendo-se aos grandes pensamentos e ao instrumental teórico, talhados para compreender os homens e a sociedade, os indivíduos e os grupos.

Tesouro Nacional, dos bancos e empresas estatais e dos fundos de pensão), entre as quais 276 sob controle do governo. Os jornalistas concluem que se o governo concentrasse a atuação nos setores de educação, saúde e segurança, diminuindo sua face Estado-empresário, haveria menos corrupção, tráfico de influência e apadrinhamento. Por fim, defendem os autores que o governo federal concentre seus esforços na fiscalização e na regulação do mercado, para garantir qualidade e boa prestação de serviços à população.
O artigo mencionado parte do conhecido debate do papel do Estado na economia, explorado anteriormente. Independentemente da posição que se adote a este respeito – que certamente determinará a eleição de alguns dos critérios a serem empregados na investigação -, o que se extrai da reportagem é a percepção da relevância de se identificar, com clareza, a participação do Estado na economia. Outrossim, independentemente da posição que se adote acerca do cenário atual da política no país, o artigo revela disfunções importantes que podem surgir na atuação do Estado na economia, as quais merecem ser estudadas na busca por soluções.

[4]Este aspecto foi destacado por Diogo de Figueiredo Moreira Neto: Como se observa, para a *imposição* da *intervenção* necessita-se do *Estado*, como titular do monopólio da força e como agente imparcial, *para exercer esta atividade*, mas necessita-se também do concurso da *sociedade*, para legitimá-la e para definir, em cada tempo histórico, em cada país e em cada setor, o que seja a *intervenção suficiente* (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Direito regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 78).

[5]Cf. BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

Há que se recordar que o objeto do estudo é o mercado de capitais. Evitando a dispersão neste fascinante mundo, busca-se o norte nas sempre percucientes palavras de Fábio Konder Comparato: não descurar o poder[6]. Passa-se à análise do fenômeno da burocratização do poder e da crescente concentração de poder econômico, a qual permeará todo o percurso do trabalho.

À luz da compreensão de que as trocas econômicas no modo de produção capitalista são sempre jurídicas, observa-se o direito, condição específica que confere fluência à circulação mercantil[7], e os reflexos sob sua estrutura e função decorrentes das profundas transformações ocorridas desde o século XVIII. Releva, particularmente, a percepção da dupla instrumentalidade do direito e de seus reflexos, entre os quais os desafios lançados pela tendência de ampliação do exercício de função normativa pelo Poder Executivo. A observação dos consectários da adoção das políticas públicas como moto legitimador do Estado de Direito Social favorece a apreensão dos desafios com os quais se defronta aquele que pretende estudar o direito na atualidade[8], especialmente no que tange ao Direito Comercial[9].

Trata-se a seguir das formas de atuação do Estado no processo econômico à luz da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB). Para tanto, recorre-se à classificação lavrada por Eros Roberto Grau, cuja adoção se mostra adequada à análise ora proposta, uma vez que, conforme explica o autor, a dinamização de cada modalidade de intervenção identificada envolve critérios e técnicas que se distinguem, entre si, *juridicamente*[10].

Recorre-se à doutrina pátria, na tentativa de extrair os contornos de uma teoria jurídica de regulação da atividade econômica. A função e a atividade reguladoras (ou regulatórias) passam ao centro da investigação, na tentativa de aferir suas condicionantes, seus limites e seu caráter específico.

---

[6]COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. XV-XVII.

[7]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 58.

[8]Cf. COMPARATO, Fabio Konder. Ensaio sobre o juízo de constitucionalidade de políticas públicas. *Interesse Público*, Belo Horizonte, v. 4, n. 16, out. 2002. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/31244>. Acesso em: 05 dez. 2012.

[9]Cf. FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012. p. 153-195.

[10]Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2010. p. 90-153.

Finalmente, breves linhas são dedicadas à evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, tratando com mais vagar e minudência das transformações atinentes ao mercado de capitais, objeto do presente trabalho.

O **segundo capítulo** foi dedicado ao mercado de capitais brasileiro, palco das formas de atuação estatal que se pretende apreender. Apresenta-se a estrutura normativa atual do mercado de capitais brasileiro, o norte que este extraiu da opção política realizada, e suas principais características. Os valores mobiliários mereceram atenção redobrada. Recorreu-se ao pensamento de Tullio Ascarelli[11] acerca da distinção entre os conceitos jurídicos na interpretação do direito, em uma tentativa de compreender a função que este conceito desempenha no mercado de capitais brasileiro.

No **terceiro capítulo** realiza-se a sistematização das formas de atuação do Estado no mercado de capitais brasileiro. Partindo da observação da constante presença do Estado neste âmbito, sob distintas formas (por exemplo: autoridade reguladora; acionista controlador de companhia aberta; sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; cotista de fundo de investimento; entidade patrocinadora de fundos de pensão, relevantes investidores institucionais neste mercado), busca-se apartá-las, à luz da classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico lavrada por Eros Roberto Grau.

A análise se desenvolve sob uma perspectiva estática, propositadamente adotada; recurso necessário a que se possa bem vincar os fundamentos constitucionais e legais de cada forma de atuação estatal. Sob o ponto de vista metodológico, tal sistematização é necessária à análise da interação entre as diversas formas de atuação estatal e das relações travadas entre Estado e agentes econômicos no mercado de capitais a ser realizada no quarto capítulo. Porém, também se apresenta como contribuição na empreitada de propiciar mecanismos ao controle da correção da atividade estatal e da implementação das políticas públicas.

No **quarto capítulo**, a atuação do Estado no mercado de capitais brasileiro é objeto de análise sob a perspectiva da dinâmica da interação entre suas diversas formas e

---

[11]ASCARELLI, Tullio. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione.* Milano: Giuffrè, 1952. p. XIV-XV. E também COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 334-338; e GRAU, Eros Roberto. op. cit., p. 196-197.

das distintas relações que o Estado trava com os agentes econômicos, com o objetivo de extrair suas contradições e imprecisões, e apresentar, afinal, perspectivas e desafios.

O trabalho se encerra com a apresentação das **notas conclusivas**.

CAPÍTULO I. A ATUAÇÃO DO ESTADO NO PROCESSO ECONÔMICO

1.1. Notas introdutórias

A atuação do Estado no processo econômico revela-se diversa em cada período histórico. E, assim, as relações entre direito e economia.

Ressalta Eros Roberto Grau que, no modo de produção capitalista, o direito[12] não se apresenta como um elemento externo, mas sim como mediação específica e necessária das relações de produção, as quais não poderiam existir ou reproduzir-se sem a forma do direito . Este institui as condições que conferem fluência à circulação mercantil[13].

Erigido das Revoluções Francesa e Americana, o Estado Liberal organiza-se sob a separação dos poderes e a garantia da liberdade e da igualdade (formal) em sede constitucional[14]. Para tanto, afirma-se a submissão do Estado às leis por ele produzidas (Estado de Direito) e a contenção de sua atuação perante o indivíduo. Parte-se, assim, da

---

[12]Explica o autor que o direito não se revela como uma representação da realidade social, existente fora desta realidade. O direito é *nível* do todo social, compreendido não como nível institucional, mas *funcional*. Segundo o autor: Enquanto nível do todo social, o direito é elemento constitutivo do modo de produção, porém por ele informado e determinado. A compreensão dessa realidade nos permite verificar que o direito é, sempre e também no modo de produção capitalista, um instrumento de mudança social, para ser dinamizado, nessa função, ao sabor de interesses bem definidos (In: *O direito posto e o direito pressuposto*, p. 58).

[13]GRAU, Eros Roberto. op. cit., p. 45-71. O modelo de direito do modo de produção capitalista é racional e formal, busca a *previsão* e a *calculabilidade*, elementos caros à troca econômica e os quais certamente o mercado reclama. Assenta-se sob as seguintes características: *universalidade abstrata* (distribuição dos seres concretos em duas categorias uniformes: pessoas e coisas); *igualdade (perante a lei*); *universalidade das formas jurídicas*; *sujeição de todos ao domínio da lei*. A *legalidade*, garantidora das liberdades formais, revela-se não somente como a defesa do indivíduo contra o arbítrio do Estado, mas também como mecanismo de defesa do indivíduo, na qualidade de titular da propriedade, contra a ação de não-proprietários (GRAU, Eros Roberto. O direito do modo de produção capitalista e a teoria da regulação. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 116-144).

[14] Os direitos fundamentais, ao menos no âmbito de seu reconhecimento nas primeiras Constituições escritas, são produto peculiar (ressalvado certo conteúdo social característico do constitucionalismo francês), do pensamento liberal-burguês do século XVIII, de marcado cunho individualista, surgindo e afirmando-se como direitos do indivíduo frente ao Estado, mais especificamente como direitos de defesa, demarcando uma zona de não-intervenção do Estado e uma esfera de autonomia individual face de seu poder (SARLET, Ingo Wolfgang. Perspectiva histórica: dos direitos naturais do homem aos direito fundamentais constitucionais e a problemática das assim denominadas dimensões dos direito fundamentais. In: _____. *A eficácia dos direitos fundamentais:* uma teoria dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional. 10. ed. rev. atual. e ampl. Porto Alegre: Livr. do Advogado Ed., 2009. p. 46-47). Conforme explica Ingo Wolfgang Sarlet, assume particular relevo o direito à vida, à liberdade, à propriedade e à igualdade perante a lei, os quais são posteriormente complementados pelas denominadas liberdade de expressão coletiva , que integram, por exemplo, o direito de manifestação e de associação, e também pelos direitos e participação política.

concepção de uma bem marcada secção entre Estado e sociedade civil, propagando-se a dissociação entre a atividade política e a atividade econômica, o que se reflete no afastamento do Estado do campo econômico[15]. Ao Estado são atribuídas três funções primordiais: a segurança da população, a administração da justiça; e o desenvolvimento de obras e instituições públicas.

Da nítida demarcação de esferas (funções acometidas à autoridade pública e funções acometidas aos particulares), advêm duas relevantes consequências: a liberdade para o exercício da atividade econômica é conferida aos particulares, e esta somente sofrerá as restrições impostas pela lei; e, a vedação à intervenção do Estado e de seus órgãos na concorrência que se estabelece entre os particulares.

Nas ciências econômicas, predomina a crença na capacidade autorreguladora do mercado, à imagem da mão invisível delineada por Adam Smith na famosa obra *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth Nations* , datada de 1776. Destacam-se a atuação do agente econômico racional e a dimensão econômica do *mercado*[16], considerado *locus* ideal, âmbito de encontro entre oferta e demanda, cuja função é propiciar a maior eficiência na troca econômica por meio da liberdade de escolha para compradores e vendedores e do incremento da capacidade de ofertar e adquirir bens; do que resulta a concepção de *mercado* fortemente relacionada a uma ordem espontânea, natural.

A compreensão da atuação do Estado no processo econômico altera-se profundamente com o advento da Revolução Industrial. As transformações ocorridas em seu tempo não se limitaram ao avanço tecnológico aplicado ao processo produtivo e à sua organização, mas lançaram reflexos sobre a relação entre capital e trabalho, e modificaram de forma relevante a estrutura da sociedade.

---

[15]Cf. VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do Estado no domínio econômico*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968. p. 5-19. Adverte o autor não ser possível afirmar a existência deste Estado Liberal , em sua concepção pura. Mesmo no ápice do capitalismo, o individualismo foi temperado pelas concepções coletivas do sindicalismo, por influência dos grupos econômicos privados, do protecionismo comercial, da empresa estatal e dos impostos. Apesar de evidente prevalência da idéia de atuação mínima do Estado no domínio econômico, não existe capitalismo sem alguma intervenção estatal.

[16]Cf. FORGIONI, Paula A. Os perfis do mercado. In: _____. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, cit., p. 153-195. Observa a autora que *mercado* é palavra polissêmica. Para a identificação do que é juridicamente mercado e de sua função sistêmica, Paula A. Forgioni recorre ao raciocínio traçado com maestria por Alberto Asquini no artigo Profili dell'impresa , e propõe a análise do mercado como um fenômeno poliédrico, o qual, U no em sua existência, não pode ser compreendido senão quando encarado por uma de suas faces, todas interdependentes entre si; ... (*A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, cit., p. 155). Sendo assim, a autora propõe a análise do mercado a partir de seus perfis ou dimensões, quais sejam, econômico, político, social e jurídico.

O advento da máquina altera a relação entre capital e trabalho e enseja crescente reinvindicação das classes operárias a acesso real à vida política. As gigantescas fábricas estimulam a urbanização. Observam-se graves problemas sociais e econômicos, originadores de movimentos reivindicatórios a prestações sociais estatais[17]. Estruturam-se os fatores para a expansão do consumo, para o surgimento da coletividade atomizada e da *sociedade de massas*[18]. Observa-se um novo papel conferido ao Estado: a composição dos conflitos de interesses entre grupos e indivíduos[19], e isso se refletirá em profundas alterações nas estruturas constitucionais e estatais, especialmente após a Primeira Guerra Mundial[20].

---

[17]Explica Ingo Wolfgang Sarlet que já no decorrer do século XIX, diante dos graves problemas econômicos e sociais advindos da forte industrialização, a constatação da insuficiência da garantia da liberdade e da igualdade formais originou fortes movimentos reivindicatórios e o progressivo reconhecimento de direitos voltados à exigência de comportamento ativo do Estado na realização da justiça social, a revelar uma transição das liberdades formais abstratas para as liberdades materiais concretas. Segundo o autor, a previsão embrionária e isolada dos direitos fundamentais de segunda dimensão pode ser verificada nas Constituições Francesas de 1793 e 1848, na Constituição Brasileira de 1824 e na Constituição Alemã de 1849, na forma de prestações sociais acometidas ao Estado na seara da assistência social, saúde, educação, e trabalho. Porém, é no século XX, no período do segundo pós-guerra, que os direitos fundamentais de segunda dimensão passam a ser consagrados por um número significativo de Constituições e por pactos internacionais. Acerca dos direitos econômicos, sociais e culturais da segunda dimensão, destaca o autor: A nota distintiva destes direitos é a sua dimensão positiva, uma vez que se cuida não mais de evitar a intervenção do Estado na esfera da liberdade individual, mas, sim, na lapidar formulação de C. Lafer, de propiciar um direito de participar do bem-estar social'. Não se cuida mais, portanto, de liberdade do e perante o Estado, e sim de liberdade por intermédio do Estado (SARLET, Ingo Wolfgang. op. cit., p. 47).

[18]Tercio Sampaio Ferraz Junior concebe a *sociedade de massas* como aquela em que a igualdade é substituída pela uniformidade. Esta sociedade, burocratizada, conduz a uma espécie de racionalização da vida social, a qual tem por resultado a concentração industrial, a concentração nas relações comerciais e nas relações políticas, e intensa urbanização. O autor remete à estandardização da vida , pois se substitui o livre-arbítrio, a liberdade em sentido positivo (que pressupõe conhecimento por parte de quem faz uma escolha), pela crescente liberdade em sentido negativo, como uniformidade (as escolhas são determinadas pela posição que cada parte ocupa dentro de uma estratégia racional, burocrática, e tida como útil para a economia da organização, da empresa ou até mesmo para o Estado-interventor). Segundo o autor, os efeitos desta transformação podem ser observados na disciplina dos contratos, sob três prismas: (i) contratos de adesão (uniformização dos contratos); (ii) contratos coletivos (substituição das relações de trocas individuais por relações e trocas coletivas); e (iii) ampliação da intervenção do Estado, mediante cláusulas coativas e a própria atuação estatal como agente nas relações e troca (FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Direito e liberdade. In: _____. *Estudos de filosofia do direito*: reflexões sobre o poder, a liberdade, a justiça e o direito. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 137-141).

[19]Cf. VENÂNCIO FILHO, Alberto. op. cit., p. 9-11.

[20]Gilberto Bercovici analisa o contexto da primeira guerra total da história, a qual exigiu esforços bélicos e mobilização de formas econômicas e sociais; e a Alemanha após a derrota militar, em momento de ebulição social, em que avulta a preocupação com o papel do Estado diante da concentração de capital nos conglomerados e da necessidade de emancipação política e de igualdade de direitos, incorporando os trabalhadores ao Estado. Explica o autor que, dessa forma, a Constituição de Weimar de 1919 não representa mais a composição pacífica do que já existe: Não há mais constituições monolíticas, homogêneas, mas sínteses de conteúdos concorrentes dentro do quadro de um compromisso deliberadamente pluralista. A constituição é vista como um projeto que se expande para todas as relações sociais. O conflito é incorporado ao texto constitucional, que não representa mais apenas as concepções da classe dominante, pelo contrário, torna-se um espaço onde ocorre a disputa político-jurídica (BERCOVICI, Gilberto. O ainda indispensável direito econômico. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudinei de (Orgs.). *Direitos humanos, democracia e república*: homenagem a Fábio Konder Comparato. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 511).

A teoria neoclássica marca o campo das ciências econômicas na segunda metade do século XIX. Explica Otávio Yazbek[21] que a teoria econômica neoclássica surge em meio a um ciclo de prosperidade econômica, marcado pela valorização do desenvolvimento tecnológico e das ciências exatas. O programa neoclássico tem por marco inicial a revolução marginalista, advinda das obras acerca da utilidade marginal. A adoção de uma nova metodologia, fundada nos avanços experimentados na matemática e na estatística, possibilitou a integração da demanda ao processo de formação de preços, e o estudo da dinâmica dos mercados foi alçado ao centro dos debates[22].

No início do século XX, observa-se o declínio do capitalismo concorrencial liberal. As *economias de guerra* e a Revolução Russa de 1917 encontram-se entre os relevantes fatores a alterar a concepção do papel do Estado no domínio econômico. O exercício direto da atividade econômica é ampliado, observa-se a assunção de controle de diversos setores da economia pelo Estado. A mão invisível de Adam Smith perde espaço para a atuação do Estado, o qual, cada vez mais, passa a ser tomado como responsável pela condução do processo econômico. Intensifica-se, assim, a interdependência entre os planos político e econômico (política econômica)[23].

---

[21]Cf. YAZBEK, Otavio. A teoria econômica neoclássica como ponto de partida. In: _____. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 5-52.

[22]Partindo de percuciente revisão da literatura especializada, Otavio Yazbek destaca que o programa neoclássico trouxe certas assunções referentes ao comportamento dos agentes econômicos (ações racionais, voltadas à maximização da utilidade ou de seu bem-estar, e reveladoras de preferências uniformes, alheias ao decurso do tempo e a diferenças sociais ou culturais) e ao funcionamento do mercado (o comportamento racional dos agentes em ambiente competitivo permite a identificação do denominado equilíbrio de mercado, como o resultado mais eficiente possível).

Ressalta o autor que tanto o *equilíbrio de mercado* quanto o *princípio da racionalidade*, além de se transformarem em regras não escritas para a ciência econômica, tomaram, com o tempo, uma dimensão maior que a de postulados de um modelo econômico desenvolvido pela teoria neoclássica. O uso de tais postulados se tornou generalizado em outros foros, de forma nem sempre crítica, na tentativa de explicação da realidade. Sustenta o autor que, ainda que se reconheça os aspectos positivos do intercâmbio entre a ciência econômica e as demais ciências sociais, não é possível ignorar o imperialismo da doutrina econômica quanto a este tema.

Tais constatações levaram, naturalmente, ao surgimento de objeções, inclusive por economistas filiados à própria teoria neoclássica, abrindo campo para estudos de seus postulados à luz das incertezas e da limitação da racionalidade dos agentes, bem como dos diversos problemas que podem afetar formas organizativas complexas.

Não sem razão Otavio Yazbek asseverou a importância de se tomar contato com o instrumental teórico desenvolvido pela teoria econômica neoclássica, o qual foi fortemente explorado nos estudos dedicados à regulação da atividade econômica e também se encontra presente nos debates e nas formulações teóricas acerca do mercado financeiro e de capitais (Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 5-52). Referências a algumas das análises desenvolvidas a partir dos postulados da teoria econômica neoclássica serão retomadas no decorrer do presente trabalho.

[23]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 27.

O turbulento período entreguerras experimenta a crise econômica desencadeada a partir da quebra da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929[24]. A difusão dos problemas econômicos e sociais por diversos países foi intensa e, assim, a gravíssima recessão econômica, a Grande Depressão, traz reflexos à relação entre Estado e economia. Nos dizeres de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, o Estado se transforma em *órgão regulador* e *motor da economia*[25]. As medidas encetadas pelos Estados Unidos da América para a superação da crise, o *New Deal*, inspiradas no pensamento de John Maynard Keynes[26], conferem ao Estado papel ativo não somente na ordenação da atividade econômica, mas também no fomento da produção com vista à geração de empregos.

Data desta época a legislação adotada nos Estados Unidos da América para a regulação de seu mercado de capitais: *Securities Act* (1933) e *Securities and Exchange Act* (1934). A adoção do *full and fair disclosure* (revelação completa e honesta de informações) como norte da regulação do mercado de capitais inspirou a disciplina da matéria em diversos países, inclusive no Brasil.

Com a aproximação do fim da Segunda Guerra Mundial, foi celebrado pelos países aliados o acordo de Bretton Woods, para a reconstrução das finanças internacionais. Resulta desta época a criação do Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento, atualmente Banco Mundial, e do Fundo Monetário Internacional. Afirma-se novamente a concepção da busca pelo desenvolvimento e da atuação no processo econômico como funções do Estado.

Nota-se, assim, importante alteração na compreensão da atuação do Estado no processo econômico, a partir do forte questionamento acerca da capacidade de

---

[24]Luiz Gastão Paes de Barros Leães explica que a gravíssima crise de 1929 revelou traços típicos de fases de contrações cíclicas do capitalismo, com maior generalidade e intensidade, em razão de diversas transformações de estrutura, que a agravaram sobremaneira. O autor destaca o crescimento das empresas, organizadas em oligopólios, e o crescimento dos sindicatos, que passaram também a ostentar força monopolística, a contestar o mercado como princípio regulador da sociedade. Ao explicar a passagem do capitalismo concorrencial ao capitalismo monopolista (ou de concorrência imperfeita), o autor assevera: Neste momento, faz-se mister a interferência do Estado, aumentando a capacidade de acumulação do sistema pela redistribuição da poupança. Essa intervenção é naturalmente encarada como legítima pelo próprio capital monopolista, posto que se destina a promover a sobrevivência do próprio sistema, livre de fricções sérias. Visto que a economia monopolista não dispõe de forma de auto-regulação, as funções reguladoras passam destarte a ser exercidas pelo próprio Estado (LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. Estado intervencionista e sociedade civil. In: _____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 13).

[25]Id. Ibid., p. 11-23.

[26]A respeito da influência de John Maynard Keynes e de seus estudos, especialmente da obra *The General Theory of Employment, Interest and Money* de 1936, nos campos econômico e político, a partir de meados de 1908 até seu falecimento em 1946, vide FRIEDMAN, Milton. The influence of the general theory. In: _____. John Maynard Keynes. *FRB Richmond Economic Quarterly*, v. 83, n. 2, p. 1-23, Spring 1997. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2129832>. Acesso em: 15 jan. 2013.

autorregulação dos mercados, em razão da percepção da existência de disfunções não afastadas por mecanismos próprios ao mercado. Intensifica-se a preocupação com a concentração do poder econômico, apta a gerar reflexos nefastos sobre a concorrência e sobre a fluência da troca econômica, ao modo de produção capitalista.

Releva ao debate não somente a apreensão da dimensão ou perfil econômico do mercado, a arena de trocas, nos dizeres de Paula A. Forgioni[27]. O incremento e a diversificação das técnicas de atuação estatal no processo econômico destacam a dimensão ou o perfil político do mercado.

Ressalta Paula A. Forgioni que o mercado é *uma* das formas de alocação de recursos na sociedade, fundada na força concorrencial. Mediante o funcionamento dos mercados, os bens são distribuídos entre os indivíduos. Sendo assim, a autora adverte ser inexorável apreciar a dimensão política do mercado, a qual emerge da determinação do papel atribuído ao modelo de competição na alocação dos recursos, e que se faz indispensável para a compreensão da função reservada ao direito em dada sociedade[28].

O advento do Estado Social e o reconhecimento de direitos sociais em nível constitucional invocam outra postura do Estado frente ao processo econômico, não mais como simples contenção de sua atuação para preservação da liberdade individual, mas de prestação de atividades voltadas à sociedade. Intensifica-se o debate acerca das atividades econômicas que devem ser acometidas à prestação do Estado na qualidade de serviços públicos .

---

[27]Cf. FORGIONI, Paula A. Os perfis do mercado, cit., p. 156-158.

[28]Cf. Id. Ibid., p. 158-162. Essa decisão de submeter (ou não submeter) determinado segmento às forças do mercado é decisão política, assim como o é a determinação do regime de prestação de serviços públicos (op. cit., p. 161). Adverte a autora não ser possível negar a concepção eminentemente ideológica de mercado desde Adam Smith. A doutrina liberal confere ao mercado o papel de protagonista por excelência às forças do mercado.

Há que se notar que a elevação da *racionalidade dos agentes* e o *equilíbrio do mercado* como provedores do resultado alocativo mais eficiente possível a postulados de um modelo econômico não reflete apenas o perfil econômico do mercado. Revela-lhe, principalmente, uma dimensão política. Pertinente retomar a precisa observação de Otávio Yazbek, para que não se descure dos sinais do imperialismo da doutrina econômica quanto a este tema (vide notas n. 10 e 11).

De fato, conforme explica a autora, a partir da década de 1970, reverberam os estudos dos autores vinculados à denominada Escola de Chicago, nos quais o mercado é apreciado também como centro do sistema jurídico. A concepção adotada é de que a técnica de que se utiliza a economia teria por objetivo tão somente a busca da maior eficiência alocativa, apresentando-se, assim, neutra ou desprovida de outros valores. Porém, assevera Paula A. Forgioni, na obra citada, que o mercado não é uma ordem espontânea, deriva de escolhas políticas, e a eleição do mercado como a forma de alocação dos recursos na sociedade é eminentemente política. Destaca a autora: *A dimensão política do mercado acaba sendo tomada como meramente econômica*, valendo-se de artifício que pretende impor a técnica como fator de esterilização ideológica (*A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, p. 166).

Como bem assevera Eros Roberto Grau, o Estado sempre esteve a desenvolver políticas públicas. Porém, o advento do Estado Social desencadeou, segundo o autor, um *salto qualitativo*, a enriquecer o conteúdo da atuação estatal e a revelar que o Estado legitima-se, antes, pela realização das políticas públicas. Assiste-se a substituição do *government by law* pelo *government by policies*[29].

Sedimentada a concepção da busca pelo desenvolvimento, da prestação de atividades voltadas à sociedade e da implementação das políticas públicas como funções atribuídas ao Estado, o papel deste frente ao processo econômico retorna ao centro do debate sob uma nova roupagem. Interessam a organização das técnicas ou formas de atuação do Estado e os inexoráveis efeitos lançados ao âmbito de atuação dos particulares.

A prevalência do Estado-empresário ou do Estado-regulador ilustra de forma simplista e polarizada cenário no qual transitam desde o século passado linhas argumentativas de caráter histórico, filosófico, político, econômico e jurídico. O debate parece não arrefecer, ainda que se limite a apreciação da questão a uma das possibilidades de atuação estatal no processo econômico[30], uma vez que abrange novos elementos a cada crise nos mercados financeiros globalizados, entre os quais a exigência de atuação coordenada entre diversos Estados. Finalmente, a crise fiscal e os notórios problemas enfrentados pelas dívidas soberanas dos países europeus introduzem nova dose de complexidade ao tema, trazendo ao cenário as incertezas quanto à própria conformação do Estado Social e da integração entre diversos Estados na atualidade.

1.1.1. Poder Burocrático e Poder Econômico na Formação do Estado Moderno e nos Mercados

Fábio Konder Comparato[31], ao analisar a sociedade anônima em obra de indizível importância para o direito comercial brasileiro, parte de caras observações acerca do *poder*,

---

[29]GRAU, Eros Roberto. Nota introdutória sobre o direito. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 27.

[30]Há quem invoque a atuação do Estado *sobre* a atividade econômica desenvolvida pelos particulares com o objetivo de garantir o interesse público, na linha da Escola do Serviço Público. No campo das teorias econômicas, a cada nova crise financeira internacional, renova-se o questionamento acerca da capacidade autorreguladora do mercado, justificadora da atuação do Estado como atividade corretiva das falhas identificadas. A denominada Escola Neoclássica reúne linhas de pesquisas diversas. Para mercado de capitais, algumas linhas de pesquisa se mostram relevantes e serão relacionadas ao longo do trabalho.

[31]COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. XV-XVII.

fenômeno social erigido a conceito fundamental das ciências sociais, o qual, paradoxalmente, segue por muitas vezes ignorado nos estudos dedicados ao direito comercial.

Destaca o autor a tendência à concentração do poder, sob dois aspectos: a burocratização do poder como fenômeno da época contemporânea (*a despersonalização do poder*); e a *concentração do poder no campo econômico*, que se intensificou a partir da revolução industrial, da qual é tributário o titular do poder empresarial, a demonstrar a passagem da *titularidade* da riqueza para o *controle* sobre a riqueza como problema fundamental da economia moderna.

Explica Fábio Konder Comparato que a análise da estrutura da sociedade anônima oferece ao estudioso prisma privilegiado para o tratamento da questão, uma vez que sociedade anônima possibilitou (i) a concentração do poder econômico, por meio de sua desvinculação da propriedade dos capitais e da responsabilidade pessoal dos sócios; (ii) a organização da macroempresa; (iii) o exercício da atividade empresária pelo Estado, em concorrência com os particulares. Acrescenta o autor ser evidente que a forma de dominação burocrática se amolda perfeitamente à estrutura e ao funcionamento da sociedade anônima, pelas seguintes razões: (i) a possibilidade de número ilimitado de sócios – grande coletividade; (ii) o governo estatutário; e (iii) a possibilidade de organização do poder de forma institucional, com a separação entre administradores e administrados.

Dessa forma, as caras observações lavradas por Fábio Konder Comparato, as quais se tomam por verdadeiras advertências no desenvolvimento do presente estudo, revelam ser imperiosa a análise do tema ora proposto sob o prisma da tensão dialética entre poder e direito. Assevera o autor: ... se por um lado a dinâmica de todo poder tende ao seu fortalecimento ilimitado, por outro, ela não dispensa, nunca, uma certa ordenação social que, em si mesma, representa a negação do arbítrio e, por conseguinte, a limitação do poder [32].

Pertinente ressaltar que, conforme explica Francesco Galgano[33], a observação do fenômeno do poder se faz imprescindível para a compreensão do particularismo jurídico da origem e da formação do direito comercial, bem como de sua evolução.

---

[32]COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. XVII.
[33]GALGANO, Francesco. *Lex mercatoria*. Bologna: il Mulino, 2001. p. 9-14, 19-38, 73-75.

Da mesma forma, a observação do fenômeno do poder, especialmente sob as duas vertentes destacadas por Fábio Konder Comparato (burocratização do poder e concentração do poder econômico), mostra-se útil à compreensão das questões que desafiam atualmente os estudiosos do direito comercial, como o manejo dos diversos interesses impactados pela atuação da macroempresa (direitos sociais do trabalho, meio ambiente, direitos dos consumidores, direito dos investidores, entre outros), as complexas relações jurídicas que se travam entre as empresas, as inovações tecnológicas e a integração entre os mercados internacionais.

Necessário, portanto, integrar o fenômeno do *poder*, especialmente em suas vertentes burocrática e econômica, à análise das formas de atuação do Estado no mercado de capitais.

1.1.1.1. Burocratização do Poder

Explica Tercio Sampaio Ferraz Junior[34] que, para entender o desenvolvimento da burocracia e a formação do Estado Moderno, faz-se necessário compreender a evolução da vida política no ocidente, desde a Antiguidade, em especial a questão da linha divisória entre esfera pública e esfera privada, muito clara entre gregos e romanos. A esfera da vida privada era o âmbito da família, da busca pela sobrevivência, das desigualdades naturais. Na esfera pública, da qual participavam os homens livres, vigia a liberdade, que exigia igualdade perante as normas. E essas esferas mantinham-se separadas, pois a estrutura da vida privada não poderia ser transposta para a esfera pública, sob pena de transformar esta última em tirania.

A linha divisória entre esferas pública e privada passa a ser mitigada na Idade Média com o surgimento da esfera *social*, intermediária, nem pública nem privada; da noção de *bem comum*; da noção de liberdade como *livre-arbítrio*. O *político* passa a significar *social*.

Segundo o referido autor[35], o conteúdo do *poder político* é alterado em duas vertentes: (i) da *abstração*: Estado enquanto ente abstrato, idéia de soberania contínua e

---

[34]FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. As origens do Estado contemporâneo ou o Leviathan gestor da economia. *Revista Brasileira de Filosofia*, São Paulo v. 36, n. 148, p. 198-313, out./dez. 1987.
[35]Id. *Estudos de filosofia do direito*: reflexões sobre o poder, a liberdade, a justiça e o direito, cit., p. 1-50.

permanente, e de poder soberano como constituinte da comunidade política e com a função de garantir as relações de propriedade; e (ii) da *privatização da vida pública*: o Estado passa a ser o responsável pela sobrevivência dos indivíduos. Esta última alteração no conteúdo do poder político é essencial para a compreensão do fenômeno burocrático. À luz da concepção do Leviathan de Thomas Hobbes, o soberano passa a ser o responsável pela vida boa e cômoda e pela segurança de seus súditos, papel que, na Antiguidade, era atribuído ao *pater familias*. Ou seja, a sobrevivência, antes adstrita à esfera da vida privada, vê-se transposta ao temário da vida pública.

Agrega-se, assim, à compreensão jurídica do poder político a *vertente econômica*. O Estado passa a ser visto como o gestor da coisa pública. Aos poucos, a arte de governar mostra-se menos relacionada à equidade e à justiça e passa a abranger a noção de *cálculo*.

Michel Foucault[36] destaca a inserção da idéia de *cálculo* na arte de governar ou *governamentabilidade*: *governar* como um exercício de adaptação às circunstâncias que permitem o exercício do governo[37].

A alteração de conteúdo do poder político, a passagem da idéia de império (visão jurídica) para arte de governar (econômica), dá-se lenta e gradualmente, intensificando-se simultaneamente à crescente complexidade social a partir do século XVIII. A economia passa a ser um subsistema importante para o poder político e o estudo da sociedade passa a abranger conceitos novos, como o *administrar*, a *gestão econômica*, a *valorização dos saberes técnicos*, a *intervenção do Estado na vida econômica*.

O desenvolvimento da organização burocrática pode ser considerado a *célula germinativa* do moderno Estado ocidental, segundo Max Weber[38]. Referido autor, ao pensar a dominação (autoridade) como probabilidade de obter *obediência* para ordens específicas dentro de um dado grupo de pessoas, identifica três tipos de *dominação legítima*: carismática, tradicional e racional (legal).

---

[36]FOCAULT, Michel. A governamentabilidade. In: _____. *Microfísica do poder.* Tradução de Roberto Machado. Rio de Janeiro: Graal, 2010. p. 277-193. p. 277-193.

[37]Para apreciação percuciente e atual dos aspectos jurídico-constitucionais da *governabilidade*, vide FRONTINI, Paulo Salvador. A governabilidade; questionamentos para além da política. Supremo Tribunal Federal, Guarda da Constituição . Reflexões em tema de jurisdição voluntária. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudinei de (Orgs.). *Direitos humanos, democracia e república*: homenagem a Fábio Konder Comparato, cit., p. 873-888.

[38]WEBER, Max. *Economia e sociedade*: fundamentos da sociologia compreensiva. Trad. de Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa; rev. téc. de Gabriel Cohn. 4. ed. Reimpr. Brasília: Ed. da Universidade de Brasília, 2009. v. 1, p. 30-37 e 139-148.

A dominação racional, que se revela no desenvolvimento da *burocracia*, tem por fundamento a crença na legitimidade das ordens estatuídas e do direito de mando daqueles que, em virtude dessas ordens, estão nomeados para exercer a dominação (dominação legal) [39]. Ou seja, crença na possibilidade de estatuir normas de forma racional, organizando as competências. Destaca o autor que o tipo mais puro de *dominação legal* é aquele exercido por meio de um *quadro administrativo burocrático*, que tem por objetivo obter tecnicamente o nível máximo de rendimento advindo da precisão, continuidade, disciplina, rigor, confiabilidade (ou *calculabilidade*). Refere-se à forma de *dominação* em virtude do conhecimento, dos *saberes especializados*.

Faz-se importante ressaltar que o desenvolvimento da *administração burocrática* não ficou adstrito ao Estado. Max Weber, ao estudar a crescente racionalização nas organizações ditas burocráticas, destacou não somente a organização estatal, mas a empresa, as associações, inclusive aquelas de caráter religioso, os partidos políticos, entre outros.

A idéia é que as características da burocracia são adotadas no seio das organizações como forma de reduzir as *situações de incerteza*. Destacam-se a tendência à *impersonalidade* e a *crescente centralização da administração*, especialmente a concentração de tomada das decisões nos escalões superiores, afastados daqueles que travam contato direto com os fatos, como forma de supostamente buscar os objetivos maiores da organização, a racionalidade, a estabilidade e a segurança.

Outra característica também se sobressai. Abraham Kaplan e Harold Lasswell[40], ao discorrerem sobre forma de direção ou poder efetivo , referindo-se à estrutura por meio da qual o poder efetivo constitui-se e é repartido dentro de uma comunidade, especialmente sob a ótica da distribuição do controle e seu exercício pelo corpo político, define *burocracia* como uma hierarquia complexa e impermeável, que ostenta elite composta por funcionários, a qual tende à *perpetuação*.

O sociólogo Michel Crozier[41] ressalta que, a partir do primado da *racionalidade*, as *relações de poder* não foram objeto das diversas correntes da teoria das organizações[42].

---

[39]WEBER, Max. op. cit., p. 141.

[40]KAPLAN, Abrahan; LASWELL, Harold. *Poder e sociedade*. Trad. de Maria Lucy Gurgel Valente de Seixas Corrêa. Brasília-DF: Ed. da Universidade de Brasília, 1979. p. 240-254.

[41]CROZIER, Michel. Relações de poder e situação de incerteza: o sistema de organização burocrática. In: _____. *O fenômeno burocrático*: ensaio sobre as tendências burocráticas dos sistemas de organização modernos e suas relações, na França, com o sistema social e cultural. Trad. de Juan A. Gili Sobrinho, Brasília: Universidade de Brasília, 1981. p. 211-303.

[42]Explica o autor que os racionalistas clássicos, ou mecanicistas, assim o fizeram por considerarem a ação humana sob a ótica mecanicista, como mera resposta a estímulos econômicos e ideológicos. Já a escola das

O autor identificou a impossibilidade de eliminação integral da incerteza no âmbito das organizações burocráticas concretamente consideradas. Assim, repudia a resposta do primado da *racionalidade extrema*: se a única melhor solução (*one best way*) não é demonstrável, não é possível prever o comportamento de todos os grupos e indivíduos da organização[43]. Se há *incerteza*, há campo para análise das *relações de poder*. Assim, o poder não pode ser suprimido nem ignorado, pois permanece relacionado à impossibilidade de eliminação integral das incertezas em um quadro de racionalidade limitada.

Michel Crozier identifica no comportamento dos indivíduos e grupos no âmbito da organização burocrática *escolhas e estratégias racionais* e *relações de poder*: controle social; relações de dependência não-oficial e redução da contribuição de um grupo para o sistema como armas de negociação; obtenção de algum poder em razão da necessidade de interpretação das normas pelos chefes; pressões e contrapressões[44].

Nota-se que a análise desenvolvida pelo referido autor afasta-se da construção weberiana: a eficiência de uma organização não pode subsumir-se ao conjunto constituído por *perícia, impersonalidade* e *hierarquia*, elementos do *tipo ideal*. Com efeito, a *impersonalidade* e a *centralização* dão origem a *círculos viciosos relativamente estáveis* sobre os quais repousa a organização burocrática[45].

Assim, as *disfunções* decorrentes das características da organização burocrática anteriormente mencionadas podem ser ao menos de três ordens: (i) fator humano[46]; (ii)

---

relações humanas pretendia comprovar que maior produtividade relacionava-se a uma forma de comando mais permissiva no interior das organizações, intento não alcançado. Por fim, a escola da tomada de decisões , apesar de importante contribuição consistente no desenvolvimento da teoria da racionalidade limitada (sinteticamente: existe cálculo racional em todos os sentimentos e existe constrangimento de ordem afetiva em toda tomada de decisão) e, assim, do reconhecimento, ainda que parcial, da existência das incertezas, não analisou de forma consistente as relações de poder existentes no âmbito das organizações, por ater-se somente ao nível de direção da organização.

[43]O arbítrio pode ser ao menos de duas ordens: (i) fatores de incerteza que afetam a própria tarefa*; e (ii) regras estabelecidas para tornar a tarefa mais racional e mais previsível*.

[44]O exemplo mais significativo descrito pelo autor é o dos operários da manutenção do Monopólio analisado, os quais encerravam a única fonte de incerteza da organização fortemente marcada pela rotina. Estes operários comportavam-se para manter esse âmbito a salvo da ingerência dos chefes e de outros grupos, por meio da transmissão restrita de conhecimento, como forma de estratégia racional para manter o poder.

[45]A rigidez não decorre apenas das pressões vindas dos superiores, pois o subordinado também usa a conformidade para comprometer a direção da organização e, assim, proteger-se.

[46]Como conseqüência da rigidez se verifica na disciplina exigida para obtenção do comportamento *standardizado*, que pressupõe o desenvolvimento de uma *atitude ritualista* dos funcionários, em claro *deslocamento de finalidades* em sua atuação, bem como de um *"espírito de casta"*, que acarreta um distanciamento entre o funcionário e o público. A disfunção surge como resistência do fator humano a adotar um comportamento que se pretende obter mecanicamente.

perícia e tentações à aliança com interesses circundantes[47]; e (iii) resposta à não conformidade e punição[48].

Conclui-se que, a partir das *incertezas*, que exigem a intervenção da ação humana, dois tipos de *poder* tendem a se desenvolver no âmbito da organização burocrática: (i) *poder do perito*: aquele que o indivíduo dispõe em razão de sua capacidade pessoal para controlar determinada fonte de incerteza; e (ii) *poder hierárquico formal*: poder de ocupantes de alguns cargos cuja atribuição seja controlar o poder do perito, complementando-o ou substituindo-o.

Ademais, da explanação das disfunções que acometem a organização burocrática em razão das *relações de poder* que nele se desenvolvem, verifica-se a necessidade de elaboração de uma estrutura capaz de conter a *luta* entre os grupos e os indivíduos, sob pena de incidir em ineficácia total, uma vez que a estrutura burocrática não se mostra, *per se*, apta a tanto. Dessa forma, Michel Crozier afirma ser preciso tecer essa estrutura tomando, ao lado do poder, outras forças em atividade no âmbito da organização que imponham um mínimo de consenso, participação e compromisso.

A análise desenvolvida por Michel Crozier considerou as relações de poder no *interior* das organizações burocráticas. De fato, as menções à percepção externa a respeito das disfunções da burocracia, por exemplo, à reação do público, não são numerosas. Porém, ao discorrer sobre o sistema de organização burocrática, o autor trata da relação desta com o mundo que a circunda, ao indagar se o *sucesso* ou a *superioridade* das organizações racionais modernas, correspondentes ao *tipo ideal* elaborado por Max Weber, não adviria justamente de seus aspectos negativos, ou seja, da característica de reduzir todos os seus membros a uma situação de *standardização*.

O mencionado autor observa que toda a literatura pós-weberiana sobre burocracia é marcada por um paradoxo, assim explicitado: *... o desenvolvimento das organizações*

---

[47]Segundo Michel Crozier, a organização sob a forma burocrática especializa e fragmenta o papel a ser exercido pelo perito, para que este se torne o mais neutro e independente possível. Porém, isso tende a criar um espírito de casta e tentações de aliança com os interesses que se cristalizam ao redor desses papéis. A disfunção, sob a lógica da burocracia, tende a ser combatida com um reforço à especialização, o que certamente conduzirá a mais um círculo vicioso. Como soluções possíveis ao combate desta disfunção, afiguram-se a cooperação (trazer para o poder de decisão os representantes dos interesses especializados e o grupo de peritos) e a doutrinação ideológica (obter um mínimo de lealdade à organização em todos os escalões) (CROZIER, Michel. op. cit., p. 211-303).

[48]O autor verificou que o sistema de punições funciona nos dois sentidos: a regra burocrática é utilizada tanto pelos operários quanto pela ordem hierárquica, e a existência de regras cuja aplicação possa ser suspensa constitui um excelente espaço para negociação e um instrumento de poder para ambas as partes (CROZIER, Michel. op. cit., p. 211-303).

burocráticas corresponde ao advento ao mundo moderno da racionalização e que, por esse motivo, é intrinsecamente superior a todas as demais formas possíveis de organização ... e, ao mesmo tempo, ... *consideram as organizações como se fossem Leviatães através dos quais está se preparando a escravidão da raça humana* ... [49]. Acredita-se, assim, tanto na *superioridade do racionalismo burocrático* para alcançar a eficiência quanto em suas *implicações ameaçadoras para os valores tradicionais da humanidade*.

annah Arendt, em Sobre a violência [50], sustenta que, a despeito das vantagens e desvantagens advindas da centralização, o resultado desta para o campo político é pernicioso, pois significa invariavelmente a *monopolização do poder* e o *esgotamento ou encolhimento das fontes autênticas de poder*.

A autora define *poder* como habilidade humana não apenas para agir, mas também para agir em concerto [51]. Sob esta ótica, o *poder* nunca é propriedade de um indivíduo, mas sempre pertine a um grupo e apenas quando este grupo permanece unido. Acrescenta a autora que o *poder*, e não a *violência*, é de fato a essência de todo governo[52].

Acompanha a burocratização o perigoso *encolhimento da esfera pública*, decorrente da transformação do governo em administração, aspecto da evolução histórica do poder político e do Estado, anteriormente referidos. O crescimento populacional e a crescente complexidade da sociedade acarretam a necessidade de mais administração, possibilitando o desenvolvimento do *poder anônimo dos administradores*, pernicioso à *liberdade política*, ao *poder de agir*.

Hannah Arendt afirma que o que faz o homem um ser político é justamente a capacidade de agir em concerto com seus pares e almejar novos objetivos e empreendimentos. Assim, para a autora, quanto maior a burocratização da vida pública, maior será a atração pela *violência*:

> ... em uma burocracia plenamente desenvolvida não há ninguém a quem se possa inquirir, a quem se possam apresentar queixas, sobre quem

---

[49]CROZIER, Michel. op. cit., p. 258.

[50]ARENDT, Hannah. *Sobre a violência*. Trad. de André Duarte. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

[51]Id. Ibid., p. 60. Na obra referida, Hannah Arendt com o objetivo de distinguir *poder*, *vigor*, *força*, *autoridade* e *violência*, a autora adota uma concepção de *poder* voltada ao poder político democrático, diversa, portanto, daquela encontrada na teoria de Max Weber (*dominação*, afirmar a vontade em face da resistência de outrem) e nos estudos de Michel Crozier, o qual adotou a definição empírica de Robert Dahl: *capacidade* de A para conseguir que B faça alguma coisa que B não teria feito sem a intervenção de A. (CROZIER, Michel. op. cit., p. 231).

[52]Sendo assim, o *poder* não requer *justificação*, porque é inerente à existência da própria comunidade política, mas requer *legitimidade*. Esta deriva mais do estar junto inicial e, por isso, quando desafiada, remete ao passado. A *justificação* remete a um fim, ao futuro.

> exercer pressões do poder. A burocracia é a forma de governo na qual todas as pessoas estão privadas da liberdade política, do poder de agir; pois o domínio de Ninguém não é um não-domínio, e onde todos são igualmente impotentes temos uma tirania sem tirano [53].

Observa-se, assim, que o fenômeno da *crescente concentração do poder*, seu processo de *burocratização*, apto a culminar em verdadeira *despersonalização*, foi objeto de reflexão sob prismas diversos nas ciências sociais, como limitador das liberdades políticas, e também como originador de graves disfunções no interior das organizações, inclusive do Estado, entre as quais a formação de uma hierarquia complexa e impermeável decorrente das relações de poder, que ostenta uma elite, formada pelos grupos mais poderosos, que atua apenas em benefício próprio, visando à perpetuação; e o risco de ineficácia e paralisia da própria organização. São reflexões que certamente se mostram úteis para o presente estudo, que busca compreender a atuação do Estado no mercado de capitais.

Faz-se pertinente também destacar que tal qual o desenvolvimento da administração burocrática, o assim identificado *poder burocrático* não diz respeito somente às organizações estatais. Certamente, o resultado de seu exercício evidencia-se sobremaneira na administração estatal, mas pode ser facilmente identificado nas demais organizações burocráticas (empresas, associações, entre outros).

Da premência em se desenvolver a ordenação e a conformação dos limites do poder, verifica-se outra possibilidade de reflexão acerca do fenômeno da crescente concentração do poder e das organizações, a qual também revela um campo profícuo à análise da atuação do Estado no mercado de capitais. Trata-se de tentar observar o fenômeno da burocratização do poder na formação do direito.

A inclusão das relações de poder na abordagem das organizações burocráticas desenvolvida por Michel Crozier no campo da sociologia das organizações mostra-se extremamente útil para a apreensão dos contornos reais de referidas organizações.

Conforme anteriormente mencionado, sob o fundamento da *racionalidade extrema* que supostamente estaria na estrutura e na condução de referidas organizações, o *poder* correntemente não era incluído entre os elementos das análises realizadas na teoria das organizações. O mesmo se verifica no campo jurídico. Refere-se *a* e debate-se *sobre* o poder na formação do direito, como elemento fundante. Porém, correntemente, uma vez posta a

---

[53]ARENDT, Hannah. op. cit., p. 101.

ordem jurídica, passa-se a abordar o *poder* como um *fato*, *fato extrajurídico*, não integrante do processo dinâmico e contínuo da formação e integração dos ordenamentos jurídicos.

A este respeito, Miguel Reale entende que a Ciência do Direito não pode olvidar que o fim primordial do Direito é preservar a unidade de ordem da sociedade segundo os imperativos dos valores do justo. Desmistificando a questão, explica o autor:

> *Como observamos em nossa* Filosofia do *Direito, e, mais desenvolvidamente, em* Pluralismo e *Liberdade, a necessidade do poder no processo do direito não resulta melancolicamente da verificação cética de ser-nos vedado definir o justo, mas antes da compatibilidade possível entre múltiplas soluções empíricas ou práticas e o valor do justo a realizar* [54].

Tal qual a análise sociológica de Michel Crozier, que não descurou das *relações de poder* nas organizações burocráticas, identifica-se nas teorias da tridimensionalidade do Direito e da graduação da positividade jurídica de Miguel Reale, inclusivas do *poder* na concepção do Direito, um campo vastíssimo para se pensar as complexas relações travadas entre os indivíduos, as organizações, privadas ou estatais; o papel do Estado; e o papel do Direito, no momento atual.

Miguel Reale[55], ao conceber a tridimensionalidade concreta e dinâmica do direito, explica que, da constante tensão entre *fatos* e *valores*, surgem as *normas*, em uma relação entre estes elementos que não é de justaposição ou de fusão, mas de uma unidade integrada sempre tensional, de uma relação de implicação e polaridade permanente. Para tanto, há que se ter a interferência do *poder* no momento decisório, ou *síntese voluntária do poder*[56].

O *poder* não integra somente os momentos contínuos e dinâmicos da nomogênese para a formação dos modelos jurídicos. O *poder* está também na teoria da graduação da positividade jurídica desenvolvida por Miguel Reale[57]. O autor admite a pluralidade de ordenamentos jurídicos, que ostentam graus diferentes de positividade. Hans Kelsen trata da positividade sob a ótica da intra-sistemática: graus de subordinação lógica no interior de um único sistema (monismo). Na doutrina de Del Vecchio, a positividade é vista de forma

---

[54]REALE, Miguel. *Teoria do direito e do Estado*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2000. p. 334-335.
[55]Id. *Pluralismo e liberdade*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1998.
[56]Cf. FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. O problema das lacunas e a filosofia de Miguel Reale. In: LAFER, Celso; FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. *Direito política filosofia poesia:* estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale em seu octogésimo aniversário. São Paulo: Saraiva, 1992.
[57]Cf. REALE, Miguel. *Estudos de filosofia e ciência do direito*. São Paulo: Saraiva, 1978; *Teoria do direito e do Estado*, cit.

intersistemática: diferença de graus de positividade entre diversos sistemas normativos (pluralismo). Para Miguel Reale, são óticas complementares:

> A positividade, correspondente a sucessivos momentos de atualização de valores segundo estruturas e modelos normativos, revela, ao mesmo tempo, a ordenação intra-sistemática de normas e de situações normadas, bem como um escalonamento intersistemático entre as ordenações correspondentes às distintas esferas de realizabilidade jurídica, da qual o Estado é, por enquanto, os sistema mais estável e sólido [58].

Dessa forma, o Estado não ostenta o monopólio da coação e das formas de garantia das proposições jurídicas. Sendo assim, um *centro de irradiação jurídica* pode se desenvolver fora do Estado. A multiplicidade ou pluralidade de ordenamentos significa tantos ordenamentos jurídicos quantos forem referidos *centros de irradiação* em determinado momento histórico, que se surgem e se desenvolvem da convivência civil. E referidos ordenamentos jurídicos não ostentam o mesmo grau de positividade, não se encontram no mesmo plano horizontal.

A respeito da integração entre ordenamentos, Miguel Reale a concebe progressiva, advinda de uma influência recíproca, com predomínio de alguma *força social*:

> Cada ordenamento jurídico particular procura tornar-se o centro de todo o sistema, alargando sua esfera de interferência até o ponto de pretender impor aos demais círculos sociais as regras que lhe são peculiares [59].

A explicação para tal fenômeno repousaria na natureza dos valores que são objetivados por meio das normas jurídicas: estes ostentam a *força expansiva*. Por isso, fala-se em *luta de ordenamentos*.

A gradação de positividade alcança sua máxima expressão no ordenamento jurídico estatal. Miguel Reale esclarece, a este respeito, que o Estado não cria o Direito, mas sim representa o *momento da plena positividade do Direito*, em função do grau de integração social historicamente atingido, momento de *direito plenamente objetivado* cuja positividade não depende da referibilidade a outro ordenamento e tem garantia da coação incondicionada[60]. Assevera o autor:

---

[58]Id. Ibid., p. 46.
[59]Id. Ibid., p. 42-43.
[60]REALE, Miguel. *Teoria do direito e do Estado*, cit., p. 317-318.

> O princípio da certeza do Direito exige que em toda convivência que se queira viver em paz exista um poder capaz de decidir em última instância sobre a juridicidade positiva [61].

O poder burocrático exsurge da avassaladora intensificação do fenômeno burocrático, especialmente pela afirmação de sua característica da centralização que acarreta extrema abstração, levando ao que Hannah Arendt denominou *poder dos administradores anônimos* e *tirania sem tiranos*. Uma vez que o Estado Moderno se expressa pela burocracia, pode-se debater a respeito do aparecimento do poder burocrático de cunho estatal.

Também é interessante repetir, por relevante, que não somente o Estado se expressa pela burocracia na atualidade: as grandes corporações, diversas associações de variadas acepções, organizam-se sob seus cânones.

À luz das teorias da pluralidade de ordenamentos e da gradação da positividade jurídica de Miguel Reale, indaga-se: é possível pensar o *poder burocrático* como centro de irradiação jurídica, a conformar um *ordenamento jurídico burocrático*? A resposta parece afirmativa.

Firmada esta premissa, dada a pluralidade de organizações que se conduzem sob os cânones da *burocracia*, pode-se pensar em pluralidade de centros de irradiação jurídica a conformar uma pluralidade de ordenamentos jurídicos burocráticos, os quais podem ser não-estatais, quando provêem do poder que reside em organizações burocráticas de caráter privado, ou ordenamentos jurídicos burocráticos estatais, no caso de Estado que se encontre sob forma avançada de burocratização.

No primeiro caso, vislumbra-se a grande probabilidade da *luta entre ordenamentos*, entre dois ou mais ordenamentos jurídicos burocráticos não-estatais, ou entre estes e o ordenamento jurídico burocrático estatal, suas causas e suas soluções na teoria da gradação da positividade jurídica, tão bem explicitadas por Miguel Reale.

Tais observações sobre o fenômeno da burocratização do poder e de seus possíveis reflexos sobre as organizações e sobre a formação do direito certamente auxilia a compreensão de temas polêmicos, tal qual a autorregulação nos mercados, a aferição da *luta* entre ordenamento jurídico burocrático estatal e ordenamentos jurídicos burocráticos

---

[61]REALE, Miguel. *Teoria do direito e do Estado*, cit., p. 336.

oriundos das associações de participantes dos mercados ou de relevantes grupos societários ou setoriais.

Ainda que não se possa olvidar da imprescindibilidade das normas exógenas para a formação do direito comercial, as quais são lançadas no ordenamento no momento histórico de ascensão político-econômica de uma classe, a dos mercadores, como bem explicou Francesco Galgano[62], é possível observar que, em muitos mercados, a *estrutura burocrática* da autorregulação precedeu a formação da *estrutura burocrática* regulatória, estatal; seguindo-se a *integração* parcial da primeira na estrutura regulatória, com a previsão de autorregulação dita obrigatória, ou, para alguns, transformada em regulação delegada .

Os debates a respeito da *horizontalização dos direitos fundamentais*[63], por sua vez, denotam a tensão latente entre o ordenamento jurídico estatal e *ordenamentos jurídicos burocráticos* não-estatais.

---

[62]GALGANO, Francesco. op. cit., p. 32-34.

[63]Vide ementa de acórdão proferido pela Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal no julgamento do Recurso Extraordinário RE 201819/RJ: SOCIEDADE CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS. UNIÃO BRASILEIRA DE COMPOSITORES. EXCLUSÃO DE SÓCIO SEM GARANTIA DA AMPLA DEFESA E DO CONTRADITÓRIO. EFICÁCIA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS NAS RELAÇÕES PRIVADAS. RECURSO DESPROVIDO. I. EFICÁCIA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS NAS RELAÇÕES PRIVADAS. As violações a direitos fundamentais não ocorrem somente no âmbito das relações entre o cidadão e o Estado, mas igualmente nas relações travadas entre pessoas físicas e jurídicas de direito privado. Assim, os direitos fundamentais assegurados pela Constituição vinculam diretamente não apenas os poderes públicos, estando direcionados também à proteção dos particulares em face dos poderes privados. II. OS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS COMO LIMITES À AUTONOMIA PRIVADA DAS ASSOCIAÇÕES. A ordem jurídico-constitucional brasileira não conferiu a qualquer associação civil a possibilidade de agir à revelia dos princípios inscritos nas leis e, em especial, dos postulados que têm por fundamento direto o próprio texto da Constituição da República, notadamente em tema de proteção às liberdades e garantias fundamentais. O espaço de autonomia privada garantido pela Constituição às associações não está imune à incidência dos princípios constitucionais que asseguram o respeito aos direitos fundamentais de seus associados. A autonomia privada, que encontra claras limitações de ordem jurídica, não pode ser exercida em detrimento ou com desrespeito aos direitos e garantias de terceiros, especialmente aqueles positivados em sede constitucional, pois a autonomia da vontade não confere aos particulares, no domínio de sua incidência e atuação, o poder de transgredir ou de ignorar as restrições postas e definidas pela própria Constituição, cuja eficácia e força normativa também se impõem, aos particulares, no âmbito de suas relações privadas, em tema de liberdades fundamentais. III. SOCIEDADE CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS. ENTIDADE QUE INTEGRA ESPAÇO PÚBLICO, AINDA QUE NÃO-ESTATAL. ATIVIDADE DE CARÁTER PÚBLICO. EXCLUSÃO DE SÓCIO SEM GARANTIA DO DEVIDO PROCESSO LEGAL. APLICAÇÃO DIRETA DOS DIREITOS FUNDAMENTAIS À AMPLA DEFESA E AO CONTRADITÓRIO. As associações privadas que exercem função predominante em determinado âmbito econômico e/ou social, mantendo seus associados em relações de dependência econômica e/ou social, integram o que se pode denominar de espaço público, ainda que não-estatal. A União Brasileira de Compositores - UBC, sociedade civil sem fins lucrativos, integra a estrutura do ECAD e, portanto, assume posição privilegiada para determinar a extensão do gozo e fruição dos direitos autorais de seus associados. A exclusão de sócio do quadro social da UBC, sem qualquer garantia de ampla defesa, do contraditório, ou do devido processo constitucional, onera consideravelmente o recorrido, o qual fica impossibilitado de perceber os direitos autorais relativos à execução de suas obras. A vedação das garantias constitucionais do devido processo legal acaba por

É possível afirmar que a visão da gradação da positividade intra-sistemática, sob o monismo, combinada com a concepção clássica de autonomia da vontade, de liberdade contratual, não favorece a compreensão de tais fenômenos, pois, ao suprimir a análise do *poder* não revela, ou ao menos, não evidencia as possíveis razões da (i) *obediência* e *adesão* espontâneas dos participantes em caráter constante no âmbito das referidas *organizações burocráticas* não-estatais; (ii) *resistência* das referidas *organizações burocráticas* não-estatais à *integração* de suas regras ao ordenamento jurídico estatal e o movimento oposto, da ampliação do âmbito estatal sobre as organizações burocráticas não-estatais. A questão é analisada sob o ponto de vista da conformidade ou não-conformidade com o único ordenamento jurídico existente, as relações de poder são remetidas para outras Ciências.

Por fim, mais difícil é a concepção de *ordenamento jurídico burocrático* (*poder burocrático*) *em oposição ao*, ou *seccionado do*, ordenamento jurídico estatal (poder-legal)[64]. A tentativa de lançar reflexão neste sentido poderia auxiliar a compreensão de algumas questões recorrentes em estudos atuais sobre as relações de poder e os mercados, com o objetivo de compreender sua interação na conformação das estruturas jurídicas adotadas pelo Estado. Neste ponto situar-se-iam alguns estudos integrantes das teorias da regulação, em especial a teoria da captura, desenvolvida pela denominada Escola Neoclássica ou Econômica, segundo a qual interesses privados, ainda que não prevalecentes no início da regulação, acabam sempre por se sobrepor ao interesse público, com a sujeição do órgão regulador aos interesses da indústria regulada[65]. Ou, ainda, o debate sobre os limites da apreciação jurisdicional das decisões administrativas, os limites do exercício da função normativa e os contornos atuais do princípio da legalidade, especialmente no que tange às agências reguladoras e autarquias às quais foi atribuído a

---

restringir a própria liberdade de exercício profissional do sócio. O caráter público da atividade exercida pela sociedade e a dependência do vínculo associativo para o exercício profissional de seus sócios legitimam, no caso concreto, a aplicação direta dos direitos fundamentais concernentes ao devido processo legal, ao contraditório e à ampla defesa (art. 5º, LIV e LV, CF/88). IV. RECURSO EXTRAORDINÁRIO DESPROVIDO . SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Disponível em: <http://www.stf.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2010.

[64]A dificuldade de compreensão de referida questão à luz da teoria da gradação da positividade jurídica pode residir na concepção de Miguel Reale de Estado, que é dotada de historicidade.

[65]Calixto Salomão Filho revisita as escolas clássicas sobre regulação de forma crítica na obra *Regulação da atividade econômica*: (princípios e fundamentos jurídicos). 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2008. p. 22-32. Vide também: STIGLER, George J. A teoria da regulação econômica. Tradução de Emerson Fabiani. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano. São Paulo: Ed. 34, 2004, e POSNER, Richard A. Teoria da regulação econômica. Tradução de Mariana Mota Prado. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano, cit.

regulação e o poder-dever de polícia administrativa sobre a atividade econômica em sentido estrito[66]. Sem olvidar que o próprio Poder Judiciário nos dias atuais certamente encerra uma organização burocrática[67].

1.1.1.2. Crescente concentração do poder econômico

Ao tratar do poder e, assim, do poder econômico, Calixto Salomão Filho descreve a evolução da reflexão sobre o tema nas ciências sociais como a marcha da aceitação:

> ... não é exagerado descrever a evolução da reflexão sobre o poder nas ciências sociais como uma marcha da aceitação. Uma rápida descrição de concepções recentes na filosofia, economia e direito demonstra uma – sem dúvida peculiar – convergência no sentido da aceitação do poder como um dado da realidade, com o qual é possível conviver, mas que não pode – e o que é pior, em muitos casos, sequer deve – ser combatido ou eliminado [68].

A percepção do fenômeno da dominação nos mercados nem sempre se revela de forma explícita. Sob a penumbra ou a luz, tal percepção se reflete na concepção da atuação do Estado no processo econômico em cada momento histórico.

A partir dos estudos de Adam Smith destacou-se a dimensão econômica do *mercado*, considerado *locus* ideal, âmbito de encontro entre oferta e demanda, a propiciar a maior eficiência na troca econômica por meio da liberdade de escolha para compradores e vendedores e do incremento da capacidade de ofertar e adquirir bens. Trata-se de uma concepção de *mercado* fortemente relacionada a uma ordem espontânea, *natural.* O indivíduo, cioso apenas da busca de seus próprios interesses, imbrica-se na produção de um resultado, a riqueza da nação.

---

[66]A este respeito, relevantíssimas as explicações de Eros Roberto Grau acerca da classificação material das funções estatais, da função normativa exercidas pelos Poderes Executivo (função regulamentar) e Judiciário (função regimental), e do inafastável controle do exercício de tais funções (Crítica da discricionariedade e restauração da legalidade e crítica da *separação dos* poderes: as funções estatais, os regulamentos e a legalidade no direito brasileiro, as leis-medida. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 189-251). Vide também: ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 236, p. 51-64, abr./jun. 2004.

[67]A este respeito, vide FISS, Owen. A burocratização do Poder Judiciário. In: *Um novo processo civil*: estudos norte-americanos sobre jurisdição, constituição e sociedade. Tradução de Daniel Porto Godinho da Silva e Melina de Medeiros Rós. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2004. p. 163-203. Para o Brasil, ressalte-se a criação do Conselho Nacional de Justiça (CNJ) por meio da Emenda Constitucional n. 45/2004.

[68]SALOMÃO FILHO, Calixto. Poder econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 1.

Explica Otávio Yazbek que a teoria neoclássica surge na segunda metade do século XIX, em meio a um ciclo de prosperidade econômica e de valorização das ciências exatas. Retomam-se os estudos dos liberais clássicos sob a aplicação do instrumental propiciado pelos avanços da matemática e da estatística. O programa neoclássico ostentava postulados metodológicos fundados na defesa do primado da teoria pura, em análises mais formalistas e consolidadas na técnica em contraposição a análises historicizantes; e assunções acerca do comportamento dos agentes econômicos (racionais, voltados à maximização de seu bem-estar) e do funcionamento do mercado (autorregulado, voltado à obtenção do resultado ótimo), a partir dos quais foram erigidos os modelos de equilíbrio de mercado. Tais assunções, mais que postulados de uma teoria econômica, passaram a ser invocados na tentativa de explicação da realidade em outros foros[69].

As transformações experimentadas no processo econômico entre o final do século XIX e início do século XX conduziram a novos campos de pesquisa[70]. E os reflexos decorrentes da grave crise econômica deflagrada em 1929 revelaram as fragilidades da adoção dos modelos de equilíbrio de mercado e das citadas assunções sob um aspecto puramente mecanicista.

---

[69]Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 5-52. Vide nota n. 22.

[70]Ilustrativa a observação de Frank H. Knight. O autor anota que, tal qual ocorre em demais ciências cujo objetivo se concentra em algum campo da atividade humana, as teorias econômicas são influenciadas pelos usos e pelo emprego cotidiano dos termos, ensejando séria confusão na terminologia. O conceito de *lucro*, um dos elementos sobre o qual se debruçam os estudiosos das ciências econômicas, explica o autor, foi erigido sob certa modalidade de organização da indústria, em diversos espaço e tempo, estando sujeito, assim, a modificações e desenvolvimento: *... At the time when the English classical school of economists were writing – i.e., in the later eighteenth and early nineteenth centuries – corporations were relatively unimportant, being practically restricted to a few banks and trading companies. There was, of course, some lending at interest, but in the dominant form industry men used their own capital, hiring labor, and resting land from others. The managerial function centered in the capitalist. Moreover, English industries were new and rapidly expanding; competition was not highly developed; the possession of capital seemed to be and was the dominant factor in the situation. Only in more recent times has the accumulation of capital, the perfection of financial institutions, and the growth of competition transferred the center of interest to business ability, made it easy or at least generally possible for ability to secure capital when no in possession of it by direct ownership, and made common the carrying-on of business predominantly with borrowed resources. I.II.3 Under these early conditions it was natural to connect the income of the business manager with the ownership of capital, and in all the classical writings we find de word 'profit' used in this sense* (KNIGHT, Frank H. Structure and methods for meeting uncertainty. In: _____. *Risk, uncertainty, and profit*. Boston MA: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, 1921. p. 17. Disponível em: <http://oll.libertyfund.org/title/306>. Acesso em: 15 jan. 2013). *American economic discussion developed under the influence of the marginal utility theory, which is essentially a short time view of the valuation problem. There is some connection between this fact and the greater emphasis given in this country to 'wages of management' and the separation of this element from the entrepreneur's income, leaving 'profit' or 'pure profit' in a narrower sense than that given the term by the older writers. For management is more conspicuous in American industry, due to the more 'dynamic' conditions of this country. In a long-time view or 'static state' it would be relatively much less important. The greater emphasis given the risk factor in American (as in German) discussions is explained in the same way, a more dynamic background and greater interest in short-period changes* (Id. Ibid., p. 154-155).

Surgem as primeiras críticas, as quais não significam, porém, verdadeiro rompimento com os pressupostos do programa neoclássico. Estão centradas na limitação à racionalidade dos comportamentos dos agentes econômicos na realidade e no reconhecimento da incidência de uma sorte de incertezas e de riscos, a impossibilitar o cálculo de todas as consequências possíveis por estes agentes, especialmente quando atuantes em estruturas complexas. Estudos passam a considerar o papel das instituições, entendidas tanto como estruturas organizativas quanto como regras e padrões de conduta, na conformação do comportamento dos agentes econômicos; e também dos processos históricos.

Frank . night, na obra Risk, Uncertainty and Profit , de 1921, destacou a importância de se considerar os limites dos modelos econômicos, adotados pelas teorias econômicas em termos abstratos, mais afeitos às ciências exatas. O autor centrou seus estudos na incerteza, inerente ao caráter antecipatório próprio da atividade empresarial, a qual, portanto, incide sobre o comportamento dos agentes econômicos; e na distinção entre esta (não passível de mensuração) e o risco (passível de mensuração, a distribuição das probabilidades da ocorrência de um evento pode ser apreendida)[71]. O reconhecimento de que a racionalidade dos agentes econômicos se revela limitada exige o desenvolvimento de estudos sobre instrumentos para lidar com a incerteza e o risco[72].

Com John Maynard eynes e The General Theory of Employment, Interest and Money teve início uma nova linha na teoria econômica. A obra foi escrita no período da grave crise econômica deflagrada em 1929, no qual se verificaram persistente e elevada taxa de desemprego e seus nefastos consectários sociais, a desafiarem a corrente assunção de serem inerentes à economia ciclos de prosperidade e de retração e da aptidão e tempestividade das forças autocorretivas do mercado. Propugna-se, assim, maior presença do Estado no processo econômico em momentos de crise.

Friedrich A. Hayek traça críticas ao programa neoclássico no que tange às assunções acerca do conhecimento e da informação no processo econômico. Encontra-se reiterados destaques na doutrina a dois trabalhos do autor austríaco: Economics and Knowledge , de 1937, e The Use of nowledge in Society , de 1945. O conceito de equilíbrio apresenta-se claro diante das ações de um só indivíduo. Porém, na transposição

---

[71]Cf. KNIGHT, Frank H. op. cit., p. 118-134.

[72]Estes instrumentos foram analisados pelo autor sob a forma de consolidação dos riscos em grupo, especialização na assunção de riscos, e difusão ou dispersão dos riscos a terceiros. Entre os instrumentos mencionados encontra-se o contrato de seguro, a emissão e distribuição de ações de uma sociedade, e a transferência dos riscos a terceiros por meio de contratos, nas denominadas operações de *hedge* (Cf. KNIGHT, Frank H. Structure and methods for meeting uncertainty, cit.).

da análise do plano de ação de um indivíduo para análise da sociedade, este conceito sofre uma mudança de significado, conferindo-se ao conhecimento um caráter objetivo[73]. Segundo o autor, o conhecimento é subjetivamente retido. A natureza do conhecimento que releva ao processo econômico não se avizinha a do conhecimento científico, passível de transmissão, mas sim na percepção retida pelo sujeito em dado tempo e espaço. Nos dizeres do autor: *knowledge of the particular circumstances of time and place* [74].

Como anota Otávio Yazbek[75], a solução apresentada pelo autor para os problemas da informação e do conhecimento no processo econômico segue coerente com seu método. A leitura do artigo The Use of nowledge in Society revela o entendimento de Friedrich A. Hayek pela supremacia do sistema de preços, para incorporar e comunicar aos agentes econômicos os dados necessários à sua atuação, afastando-se de propostas de adoção de formas de centralização de informações ou de controle de atividades econômicas[76].

---

[73]Assevera Friedrich A. ayek: The peculiar character of the problem of a rational economic order is determined precisely by the fact that the knowledge of the circumstances of which we must make use never exists in concentrated or integrated form but solely as the dispersed bits of incomplete and frequently contradictory knowledge which all the separate individuals possess. The economic problem of society is thus not merely a problem of how to allocate given resources - if given is taken to mean given to a single mind which deliberately solves the problem set by these data. It is rather a problem of how to secure the best use of resources known to any of the members of society, for ends whose relative importance only these individuals know. Or, to put it briefly, it is a problem of the utilization of knowledge which is not given to anyone in its totality (HAYEK, Friedrich A. The use of knowledge in society. *American Economic Review*, v. 35, n. 4. p. 519-530, 1945. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Essays/hykKnw.html>. Acesso em: 15 jan. 2013).

[74]Trata-se de conhecimento constituído a partir das específicas circunstâncias em que cada sujeito atua, e que é conformado por uma multiplicidade de elementos, os quais não podem ser qualificados, isoladamente, como essenciais ou determinantes, e entre os quais Friedrich A. Hayek destaca a linguagem; a localização econômica (circunstâncias específicas que conferem exclusividade ao conhecimento retido pelo sujeito que ocupa aquele local naquele tempo); e o tempo (expectativas sobre resultados futuros como elementos constitutivos da ação humana (Cf. PAULANI, Leda M. Hayek e o individualismo no discurso econômico. *Lua Nova*, São Paulo, v. 38, p. 97-124, 1996). Explica Leda M. Paulani: ... além de seus propósitos particulares e do conhecimento subjetivo que cada um possui do mundo, as regras, que os homens seguem meio inquestionadamente, por um processo de imitação, ocupam um papel importantíssimo na visão hayekiana da ação humana, e selam definitivamente a concepção do indivíduo como algo socialmente constituído ... (Id. Ibid., p. 116).

Segundo Friedrich A. ayek: e make constant use of formulas, symbols, and rules whose meaning we do not understand and through the use of which we avail ourselves of the assistance of knowledge which individually we do not possess. We have developed these practices and institutions by building upon habits and institutions which have proved successful in their own sphere and which have in turn become the foundation of the civilization we have built up (HAYEK, Friedrich A. op. cit., p. 519-530).

[75]Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 17-18.

[76] The price system is just one of those formations which man has learned to use (though he is still very far from having learned to make the best use of it) after he had stumbled upon it without understanding it
It is the other way round: man has been able to develop that division of labor on which our civilization is based because he happened to stumble upon a method which made it possible. Had he not done so, he might still have developed some other, altogether different, type of civilization, something like the state of the termite ants, or some other altogether unimaginable type. All that we can say is that nobody has yet succeeded in designing an alternative system in which certain features of the existing one can be preserved which are dear even to those who most violently assail it such as particularly the extent to which the

A introdução do risco e da incerteza nos estudos acerca do processo de tomada de decisões e as críticas e revisões às assunções do programa neoclássico foram incorporadas no material teórico que suporta diversas linhas de debate da moderna microeconomia, as quais, por sua vez, seguem fortemente exploradas nas discussões acerca da atuação do Estado no processo econômico.

Não sem razão, portanto, Otávio Yazbek ressalta a importância de se tomar contato com tal instrumental teórico[77]. O autor destaca a teoria dos jogos , nascida das pesquisas realizadas por John von Neumann e Oskar Morgenstern a partir de 1940, acerca da possibilidade de análise matemáticas dos conflitos; e a impulsão dada a campos de pesquisas vinculados à administração de riscos. A percepção de que há riscos passíveis de negociação pelos agentes econômicos por meio de mecanismos de mercado e riscos que, até mesmo em razão do alto custo para sua alocação naquele âmbito, invocam a adoção de elementos exógenos (entre os quais arranjos privados de controle, autorregulação, ou regulação), conduz a pesquisas de diversos instrumentos para administração de riscos e sua interação.

Assim, do programa neoclássico, desenvolvem-se escolas ou linhas que, partindo do reconhecimento das insuficiências do mercado à luz do almejado resultado ótimo, buscam explicar o recurso ao regime extramercado sob enfoques distintos, entre os quais se sobressaem as falhas de mercado (a invocarem mecanismos corretivos, entre os quais, a regulação) e os custos de transação (quando excessivos, justificam a adoção de soluções organizacionais).

Atribui-se à publicação da obra Economics of elfare de Arthur Cecil Pigou em 1919, o início dos estudos acerca das falhas inerentes ao mercado, as quais impactam de forma negativa o almejado resultado mais eficiente possível, ou resultado ótimo. As falhas de mercado invocam e justificam a intervenção estatal no processo econômico.

A doutrina brasileira[78] confere tratamento destacado às seguintes falhas de mercado : (i) externalidades negativas (efeitos negativos da atividade produtiva aptos a impactarem terceiros: a poluição ambiental é um exemplo reiteradamente encontrado na doutrina); (ii) concentração de poder econômico e o problema do monopólio (o mercado somente alcançará o modelo de equilíbrio se os preços e demais condições forem estabelecidas livremente, sem que os agentes possam atuar para distorcê-los, maculando a

---

individual can choose his pursuits and consequently freely use his own knowledge and skill (HAYEK, Friedrich A. op. cit., p. 519-530).

[77]Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 5-52. Vide nota n. 22.

[78]Cf. FORGIONI, Paula A. Os perfis do mercado, cit., p. 180-183. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 36-46.

almejada concorrência perfeita); (iii) bens públicos ou coletivos (aquele cujo uso e fruição beneficiam a todos, não sendo possível restringi-los ao agente responsável por sua criação ou manutenção; a construção de um farol destinado a iluminar o caminho até um porto marítimo é um exemplo reiteradamente encontrado na doutrina); e (iv) assimetrias informacionais.

A identificação entre falhas de mercado e os estudos da assimetria informacional , recorrente, é realçada quando se trata do mercado de capitais. Afastada a assunção de que a distribuição de informações no mercado se faz de forma igualitária entre os agentes, abre-se o campo para a pesquisa das distorções advindas da assimetria informacional[79]. Um dos aspectos do problema se encontra na denominada seleção adversa, propulsora de ineficiências no funcionamento dos mercados.

A seleção adversa como efeito pernicioso advindo da supressão de acesso equânime a informações no mercado foi objeto de estudo desenvolvido por George A. Akerlof, denominado The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism , de 1970[80]. O autor observou o mercado de carros usados. Os compradores de carros usados sabem que alguns destes carros ostentam problemas. Sendo assim, ante a dificuldade para distinguir carros usados com problemas e carros usados sem problemas, os compradores tendem a oferecer baixos valores para todos os carros, o que acarreta a redução do preço médio dos carros usados. Ciosos desta redução de preços, por sua vez, os proprietários de carros usados sem problemas optam por não ofertarem tais bens em referido mercado, o que reduz a oferta de carros usados de boa qualidade naquele âmbito.

A linha de pesquisa acerca dos custos de transação surgiria em 1937 com o ensaio The Nature of the Firm , de autoria de Ronald . Coase. Assevera Otávio azbek

---

[79]Otávio Yazbek debruça-se sobre os seguintes aspectos do problema, relevantes para os mercados financeiro e de capitais: (i) a relação *principal-agent* (conflito de interesses entre o principal e o agente , contratado pelo principal e a quem este conferiu poderes para que aja em seu nome e em seu benefício; no desenvolvimento de suas atividades, o agente tem acesso a informações de interesse do principal, e pode ter estímulos para usá-las em benefício próprio, ainda que em prejuízo do principal ou da própria atividade para a qual o agente foi contratado); (ii) o *moral hazard* (o contrato de seguro e o conflito de interesses entre seguradora e segurado é o exemplo reiteradamente identificado na doutrina; o segurado, ao esconder informações que poderiam tornar os valores a serem dispendidos no contrato de seguro mais elevados, incrementa a dificuldade de acompanhamento de suas ações pela seguradora, o que desestimularia, em um aspecto geral, a realização de determinadas espécies de contratos, ou elevaria o valor envolvido em referidas relações jurídicas); (iii) sinalização (pode ser fonte de distorções ao permitir que agentes se beneficiem de formas diversas, ao possibilitar o direcionamento de comportamento de terceiros, ao possibilitar a manipulação de mercado; ao estimular a adoção de condutas irracionais pelos agentes tomadas com base em informações não confiáveis); e (iv) a seleção adversa (Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 39-42).

[80]AKERLOF, G. The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, 1970.

que a partir da concepção delineada pelo referido autor, de empresa como instrumento para a redução dos custos inerentes à atividade econômica, a categoria custos de transação passaria à justificativa de um número cada vez maior de arranjos institucionais como soluções extramercado [81]. Faz-se pertinente anotar que novas áreas de estudos acerca dos entraves ao bom funcionamento dos mercados passam a ser exploradas a partir desta vertente, entre as quais a denominada nova economia institucional , dedicada à avaliação da relevância das instituições à fluência das transações no mercado e, assim, ao desenvolvimento econômico[82].

Não raro, confere-se tratamento unitário às duas linhas de pesquisa acima referidas, falhas de mercado e custos de transação . Porém, faz-se relevante ressaltar a percuciente observação de Otávio Yazbek, segundo a qual os enfoques originais de referidas linhas são distintos e tomaram posições distintas no debate que se desenvolveu nos Estados Unidos da América acerca do fundamento da regulação do mercado. O autor ressalta, assim, a relevância da publicação de The Problem of the Social Cost por Ronald H. Coase em 1960. Contrapondo-se aos estudos de Arthur Cecil Pigou, a análise de Ronald H. Coase acena para a possibilidade de se questionar a própria regulação estatal, a qual se mostrava fortemente ancorada na existência das falhas de mercado naquele país, e para a possibilidade da atividade de regulação estatal incidir em custos maiores que as falhas de mercado, debate que ao qual a doutrina norte-americana tratou posteriormente como *market failure vs. government failure* .

Surgem estudos de diferentes vertentes, posteriormente identificados de forma reunida como Escola de Chicago , dedicados à teoria econômica da regulação [83]. Coexistentes falhas de mercado e falhas de governo, a atuação estatal voltada à correção das falhas de mercado foi submetida a escrutínio, mediante a utilização da análise econômica para o estudo do comportamento político. Faz-se pertinente mencionar ao menos dois trabalhos, que contribuíram para sedimentar a abordagem desenvolvida por referida escola a partir do início da década de 1970.

---

[81]Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 33-37. Assevera o autor: Como em tal teoria, de onde nasceu uma verdadeira escola (a *transaction Cost Ecomnomiscs*), a análise das estruturas econômicas parte sempre de relações contratuis individuais (Williamson, 1985, p. 20), cujo primado é constantemente reafirmado, veriica-se facilmente a herança do individualismo liberal inspirador do modelo neoclássico – ainda mais do que ocorre com a análise das falhas de mercado (op. cit., p. 34-35).

[82]Vide NORTH, Douglass C. Institutions, transaction costs, and the rise of merchant empires. In: TRACY, James D. (Ed.) *The political economy of merchant empires*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997. p. 22-40.

[83]A este respeito, vide In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano, cit., p. 14-19.

No artigo The theory of economic regulation , apresentado em 1991, George J. Stigler explica que ... a regulação tanto pode ser ativamente perseguida por uma indústria, como também pode ser imposta a ela. Uma das teses centrais deste artigo é a de que, em regra, a regulação é adquirida pela indústria, além de concebida e operada fundamentalmente em seu benefício ... [84], afastando a concepção de proteção ou benefício do público como fundamento da atividade regulatória estatal. A regulação econômica é apreendida como um produto fornecido a grupos de interesses, negando-se a concepção de interesse público.

Outro trabalho do qual a doutrina se vale de forma recorrente foi apresentado por Richard A. Posner em 1974, intitulado Theories of economic regulation [85], no qual o autor formula críticas à denominada teoria do interesse público e também a algumas versões da denominada teoria da captura [86]. Finalmente, entende o autor que, apesar da teoria econômica da regulação proposta por George J. Stigler insistir que a regulação econômica favorece interesses privados de grupos politicamente influentes, não se mostra apenas uma reelaboração do trabalho dos cientistas políticos. Ao propugnar que a regulação seja explicada como um produto de forças de oferta e procura, referida teoria revela-se mais precisa que as anteriores, por ser mais facilmente comparável e testável com um conjunto de dados empíricos. As fraquezas da teoria econômica da regulação também são objeto de análise pelo autor, o qual pugna por maior desenvolvimento analítico desta linha de pesquisa, que considera promissora. Uma das questões delineadas por Richard. A. Posner diz respeito à impossibilidade de se aferir, a partir da teoria econômica da regulação, em quais mercados é possível encontrar regulação.

---

[84]STIGLER, George J. op. cit., p. 23.

[85]POSNER, Richard A. op. cit.

[86]Em breves linhas, a teoria da captura enfatiza a importância dos grupos de interesse na formação de políticas públicas e sustenta que as agências regulatórias foram dominadas pelo mercado regulado, por meio de influência, pressões e obstruções das empresas reguladas no processo legislativo e no processo regulatório. O autor afirma que a teoria da captura se revela hipótese desprovida de fundamento teórico, por não apresentar qualquer razão para explicar por que o mercado regulador deveria ser o único grupo de interesse apto a influenciar a agência reguladora, desconsiderando demais grupos, como o dos consumidores; bem como por não explicitar por que o mercado, suficientemente forte sob a ótica apresentada pela referida teoria, não atuaria para a criação de uma agência para defender os seus interesses ou impedir a criação de uma agência que poderia contrariá-los. Acrescenta o autor que a teoria da captura não responde a três relevantes conjuntos de evidências: (i) ... nem toda agência é caracterizada por virtuosidade e probidade; com frequência não existe motivo para a conquista ... ; (ii) ... a teoria não tem qualquer poder de prognóstico ou explanatório quando uma única agência regula mercados separados com interesses conflitantes [...] Há sempre grupos concorrentes dentro de um mesmo mercado ... , qual delas a agência deverá favorecer ; e (iii) ... a teoria da captura ignora uma quantidade significativa de evidência segundo a qual os interesses promovidos pelas agências regulatórias são frequentemente aqueles dos grupos de consumidores, em vez daqueles das empresas reguladas (Cf. POSNER, Richard A. op. cit.).

Calixto Salomão Filho identifica como aspecto positivo da teoria liberal clássica a ausência de qualquer preocupação em definir os resultados do processo econômico, em formular modelos de equilíbrio. O aspecto negativo, advindo desta característica, reside na completa ausência de preocupação com os instrumentos de funcionamento do mercado, decorrente da crença na capacidade do mercado de se regular sozinho (mão invisível) e também da ausência de instrumental teórico à época para desenvolver tais estudos[87].

Ressalta o autor que este traço foi profundamente alterado nos estudos encetados posteriormente, originadores da chamada teoria neoclássica. Os movimentos que se seguiram ao liberalismo clássico foram marcados por uma feição extremamente determinista, por buscarem prever os resultados do processo econômico ou da história (neoclassicismo e marxismo econômico). A eleição dos modelos de equilíbrio de mercado e da crença na possibilidade de previsão de resultados futuros a eixo da formulação neoclássica traz consequências no que tange à percepção acerca da concentração do poder econômico:

> Sendo possível definir uma situação de equilíbrio para o agente monopolista, a única real tarefa é comparar essa situação de equilíbrio com a da concorrência perfeita. No momento em que for possível dizer que a primeira situação gera maior (ou igual) valor agregado que a última, será possível justificá-la. Assim quando a Escola de Chicago revaloriza o papel das eficiências produtivas realizadas pelos monopólios, contrapondo-as a pequenas (e, segundo os próprios teóricos, dificilmente mensuráveis) ineficiências alocativas por eles produzidas, o cenário está pronto para uma verdadeira deificação' do poder econômico. o que ocorre na doutrina e nas cortes americanas a partir do final dos anos 70, daí difundindo-se para boa parte do mundo (inclusive, desafortunadamente, para o Brasil) [88].

Dessa forma, as formulações da denominada Escola Neoclássica ou Econômica da Regulação vinculam-se à origem dos movimentos de desregulamentação, de opção à autorregulação e de preocupação centrada nos custos de transação que se seguiram[89].

A denominada teoria do conhecimento, desenvolvida a partir dos estudos de Friedrich A. Hayek, e também as análises acerca da assimetria informacional no processo econômico revelam que o conhecimento encontra-se disperso e é retido de distintas formas pelos indivíduos, por meio das relações que se travam no mercado. A presença do poder econômico é apta a ensejar dificuldades e distorções para acesso à informação no mercado. Por esta razão, a partir de uma análise crítica das teorias econômicas, Calixto Salomão

---

[87]Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Poder econômico: a marcha da aceitação, cit., p. 1-23.
[88]Id. Ibid., p. 11.
[89]Cf. Id. Calixto. *Regulação da atividade econômica*: (princípios e fundamentos jurídicos), cit., p. 27-33.

Filho sustenta que o objetivo do raciocínio econômico não deve se voltar à busca por resultados econômicos baseados em modelos teóricos, mas a garantir a todos os agentes a aquisição de conhecimento nas relações econômicas, o que não ocorre por meio dos tradicionais instrumentos de mercado[90].

Otávio Yazbek afirma ser impossível negar dimensão normativa à formulação desenvolvida por Ronald H. Coase:

> Essas críticas mudam o foco dos debates sobre a regulação, suas finalidades e seus fundamentos. A existência de determinadas falhas do sistema de mercado é um fato. Na medida em que aquelas críticas negam a possibilidade de atuação do Estado para delas tratar, descartando-a primeiro por ser ineficaz e, depois, por decorrer de interesses privados, ela adota uma posição normativa para o trato da questão. Empiricamente, porém, a regulação ainda procura tratar das dificuldades para a consecução de soluções eficientes pelo sistema de mercado, legitimando-se, de fato, a partir das distorções e insuficiências de tal sistema – a partir das falhas de mercado (Coleman, 1992, p. 89 e ss.) [91].

Observa-se, portanto, que a ascensão das teorias econômicas nos campos político e jurídico revela a imprescindibilidade de se apreender o mercado como fenômeno poliédrico, uno, mas que ostenta dimensões ou perfis interdependentes, como ressalta Paula A. Forgioni[92]. A elevação da *racionalidade dos agentes* e do *equilíbrio do mercado* como provedores do *resultado alocativo ótimo* a postulados de um modelo econômico não se refere ao mercado apenas como uma arena de trocas. Revela-lhe, principalmente, uma dimensão política.

Eros Roberto Grau afirma o *mercado* como uma *instituição jurídica*, mas ressalta ser imprescindível compreendê-lo, antes, como um *locus* em que atua o poder social. Para tanto, o autor invoca a lição de Avelãs Nunes:

> ... uma *instituição social*, um produto da história, uma *criação histórica* da humanidade correspondente a determinadas circunstâncias econômicas, sociais, políticas e ideológicas, que veio servir (e serve) os interesses de uns (mas não os interesses de todos), uma *instituição política* destinada a regular e a manter determinadas *estruturas de poder* que asseguram a prevalência dos interesses de certos grupos sobre interesses de outros grupos sociais [93].

---

[90]Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. Poder econômico: a marcha da aceitação, cit., p. 15-18.
[91]Cf. YAZBEK, Otavio. op. cit., p. 35-36.
[92]Cf. FORGIONI, Paula A. Os perfis do mercado, cit., p. 156-158.
[93]AVELÃS NUNES, Antonio José. Noção e objeto da economia política. Separata do *Boletim de Ciências Economicas* XXXVII, Coimbra, 1995, p. 63, *apud* GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 266.

Ressalta Eros Roberto Grau que o capitalismo é essencialmente jurídico, por não prescindir de uma ordem jurídica estatal para a superação das crises e para a preservação dos mercados. O autor afasta, assim, a concepção de mercado como uma ordem natural, espontânea (*locus naturalis*), e busca a exposição de Natalino Irti para apreendê-lo como *locus artificialis*, decorrente de determinadas reformas institucionais, e que funciona sob determinadas normas jurídicas, que o limitam e o conformam[94]. Apresenta-se, assim, a dimensão ou o perfil jurídico do mercado: uma ordem jurídica dotada de normalidade, uniformidade, e regularidade; um conjunto de regras e de princípios que pauta o comportamento dos agentes econômicos [95].

Desta feita, segundo Eros Roberto Grau, a aspiração por um *mercado livre* pode ser apreendida como oposição ao modelo do Estado moderno, não significativa de crise na intervenção estatal *no* e *sobre* o processo econômico, mas de uma *crise do Estado*. A globalização financeira é apontada pelo autor como uma dos fatores a serem observados, por acarretar a deteriorização da capacidade do Estado de pôr o direito e, assim, conduz a regulação dos mercados a outros sujeitos. O autor identifica como paradoxal o fato de, em um momento histórico em que se atribui ao Estado a responsabilidade pela condução das economias nacionais, o mínimo normativo passar a ser estabelecido na forma de *Lex Mercatoria* autorregulatória[96].

A crise nos mercados financeiros globalizados trouxe à luz a exigência por atuação coordenada entre Estados, em distintos foros internacionais, e foi seguida da crise fiscal e dos notórios problemas enfrentados pelas próprias dívidas soberanas, mormente dos países europeus. Estes elementos introduzem nova dose de complexidade ao tema e invocam não somente o desenvolvimento de teorias econômicas acerca do comportamento dos particulares e do funcionamento dos mercados na atualidade, que se apresentam inexoravelmente integrados, mas especialmente a compreensão do papel e das distintas formas de atuação do Estado em referidos mercados, em análise que também não pode prescindir da observação do fenômeno do poder econômico.

Norberto Bobbio questiona se ainda hoje é aceitável a concepção do Estado exclusivamente como organização da força, se esta não seria uma concepção mínima, limitada e até mesmo insuficiente do Estado ante a ampliação das intervenções do Estado

---

[94]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 125-132.
[95]Cf. FORGIONI, Paula A. Os perfis do mercado, cit., p. 185-195.
[96]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 265-266.

na esfera econômica. Assevera o autor que a força é um meio para o exercício do poder, mas não perfaz o *único* meio: ... os outros dois principais meios são a posse dos instrumentos de produção (que dá origem ao poder econômico) e a posse dos instrumentos de formação das idéias (que dá origem ao poder ideológico) [97].

Segundo Norberto Bobbio, os recursos econômicos, dos quais claramente também se serve o Estado contemporâneo, não valem menos do que os recursos da força para condicionar os comportamentos dos indivíduos. Diferentemente do poder coativo, que é habitualmente empregado com função repressiva, o poder econômico pode ser empregado também com função promocional, não para punir, mas para gratificar, premiar.

Ressalta o autor que a crescente organização pública da economia, apesar de não se revelar como um fenômeno tão macroscópico quanto a organização da força, perfaz aspecto fundamental na observação da transformação funcional do direito, razão pela qual requer a suficiente atenção dos estudiosos.

1.1.2. A dupla instrumentalidade do direito e seus reflexos

No modelo constitucional liberal, ao Estado foi conferida a atribuição de propiciar segurança física e jurídica aos indivíduos por meio de leis gerais, constantes e uniformes. Para tanto, o Estado moderno foi concebido pelos grandes pensadores políticos europeus como uma organização rígida e estática, apta a conferir a despersonalização do poder necessária ao afastamento do absolutismo monárquico. Nesta construção, a lei, como instrumento do Estado enquanto aparato-coativo voltado à preservação da esfera individual, revela-se como uma regra geral de conduta, não sujeita a adaptações de conjuntura[98].

Porém, as transformações promovidas pela Revolução Industrial e o advento do Estado Social trazem profundas alterações a este cenário. Destaca Fábio Konder Comparato: Sucedeu que o acaso – a única verdadeira lei da história, segundo a ironia de Chesterton – fez com que essa concepção estática da vida política se afirmasse no

---

[97]Cf. BOBBIO, Norberto. Em direção a uma teoria funcionalista do direito. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito, cit., p. 73-79.

[98]Norberto Bobbio repisa que, sob o liberalismo clássico, desenvolveu-se a subtração das atividades econômicas à ingerência do Estado e a concepção limitativa, até mesmo negativa, de Estado, atribuindo a este apenas a organização do aparato da coação. Do Estado como aparato coativo, resulta a apreensão do Estado de Direito como um Estado não somente limitado *pelo* direito, mas também *ao* direito, este visto como ordenamento normativo coativo destinado à tutela das liberdades fundamentais, em especial, a liberdade econômica (Cf. BOBBIO, Norberto. Em direção a uma teoria funcionalista do direito, cit., p. 64-67).

pensamento europeu, exatamente no momento em que, nessa mesma região do globo, a humanidade principiou a sofrer o impacto da mais profunda e decisiva transformação socioeconômica de todos os tempos: a Revolução Industrial [99].

O Estado contemporâneo busca sua legitimidade na capacidade de realizar objetivos predeterminados, na implementação das denominadas políticas públicas . Fábio Konder Comparato ressalta ser importante apreender que a capacidade do Estado de realizar tais objetivos predeterminados representa o mais novo critério de sua qualidade democrática[100]. Segundo o autor, a política não é uma norma nem um ato. Revela-se uma atividade: A política, como conjunto de normas e atos, é unificada pela sua finalidade. Os atos, decisões ou normas que a compõem, tomados isoladamente, são de natureza heterogênea e submetem-se a um regime jurídico que lhes é próprio [101].

Os objetivos insculpidos nas Constituições dos Estados Modernos dirigem-se a todos, órgãos estatais e sociedade civil. Observando os objetivos previstos no art. 3º da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB) e os objetivos específicos da ordem econômica, previstos no art. 170, Fábio onder Comparato ressalta: Escusa lembrar que tais objetivos são juridicamente vinculantes para todos os órgãos do Estado e também para todos os detentores do poder econômico ou social, fora do Estado [102].

As transformações promovidas pela Revolução Industrial e o Estado democrático, do bem-estar social, de cunho intervencionista, resultaram na transformação do próprio direito. O direito, elemento do modo de produção capitalista, não apenas *instrumenta* a atuação dos agentes econômicos no mercado, mas também a atuação estatal, voltada à preservação dos mercados e à superação de crises naquele âmbito, ou à consecução de objetivos sociais predeterminados. Confere-se, assim, *duplo caráter* ou *dupla instrumentalidade* ao direito. Nos dizeres de Eros Roberto Grau, o direito resulta *duplamente instrumentalizado*, por parte do Estado Social e por parte dos agentes atuantes no mercado, do que resulta, segundo o autor, a razão da contradição fundamental existente no moderno direito econômico[103].

---

[99]Cf. COMPARATO, Fabio Konder. Ensaio sobre o juízo de constitucionalidade de políticas públicas, cit.
[100]Cf. Id. Ibid.
[101]Cf. Id. Ibid.
[102]Cf. Id. Ibid.
[103]Cf. GRAU, Eros Roberto. Modo de regulação capitalista e regulação. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 116-125. Explica o autor: O direito, por um lado, organiza os processos que fluem segundo as regras da economia de mercado, colocando à sua disposição normas e instituições (em especial o contrato, a propriedade privada, o direito de propriedade industrial etc.), e, por outro, converte-se em instrumento de que lança mão o Estado para influir em tais processos e, a um tempo só, obter a

O incremento da intervenção do poder político na esfera dos interesses econômicos revelou a necessidade de se revisitar as concepções tradicionais de direito. Norberto Bobbio[104] debruçou-se sobre a presença cada vez mais constante das sanções positivas no ordenamento jurídico. O Estado não mais se limita a exercer o controle social (função protetora-repressiva do direito). Passa a atuar na gestão da sociedade, em especial no processo econômico, e a condicionar as condutas não somente pela sanção repressiva, mas também pelo incentivo (função promocional do direito)[105].

A atribuição da realização das políticas públicas ao Estado invoca, assim, a reorganização das atividades estatais em função das finalidades coletivas, bem como o reexame da classificação tradicional dos Poderes estatais[106].

Altera-se, também, o direito, conforme observa Eros Roberto Grau[107]. As *normas*-objetivo enunciam os fins das políticas públicas e são integradas aos processos de

---

consecução de determinados objetivos de política social – instrumento destinado ao desenvolvimento de políticas públicas, como se vê. Daí por que – prossegue Reich – o direito resulta *duplamente instrumentalizado*: por parte do Estado (Social) e por parte dos agentes que atuam no mercado (Id. Ibid., p. 124).

[104]Norberto Bobbio dedicou-se à observação deste fenômeno e seu pensamento se encontra exposto nos artigos escritos a partir do final da década de 1960, reunidos na notória obra *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito , cit. Explica o autor: ... a técnica do encorajamento visa não apenas a tutelar, mas também a provocar o exercício dos atos conforme, desequilibrando, no caso de atos permitidos, a possibilidade de fazer e a possibilidade de não fazer, tornando os atos obrigatórios particularmente atraentes e os ato proibidos particularmente repugnantes. [...] A introdução da técnica do encorajamento reflete uma verdadeira transformação na função do sistema normativo em seu todo e no modo de realizar o controle social ... (BOBBIO, Norberto. A função promocional do direito. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito, cit., p. 14-15).

[105] oje, no entanto, a constatação de que a função do direito deixou de ser exclusivamente protetivo-repressiva, desde que o Estado deixou de ser indiferente ao desenvolvimento econômico, impõe-se cada vez mais ao observador sem pré-conceitos. O instrumento jurídico clássico do desenvolvimento econômico, em uma sociedade na qual o Estado não intervém no processo econômico, foi o negócio jurídico, a que o direito precisamente como ordenamento coativo, limita-se a garantir a eficácia. Mas a partir do momento em que o Estado assume a tarefa não apenas de controlar o desenvolvimento econômico, mas também de dirigi-lo, o instrumento idôneo para essa função não é mais a norma reforçada por uma sanção negativa contra aqueles que a transgridem, mas a diretiva econômica que, frequentemente, é reforçada por uma sanção positiva em favor daqueles que a ela se conformam, como ocorre, por exemplo, nas denominadas leis de incentivo, que começam a ser estudadas com atenção pelos juristas. Daí a função do direito não ser mais apenas protetivo-repressiva, mas também, e com frequência cada vez maior, promocional ... (BOBBIO, Norberto. Estrutura e função na teoria do direito de Kelsen. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito, cit., p. 208-209).

[106]Cf. COMPARATO, Fabio Konder. Ensaio sobre o juízo de constitucionalidade de políticas públicas, cit. Em breves linhas, é possível observar que no modelo constitucional clássico, observa-se a primazia do Poder Legislativo, representante do povo por excelência, expressão da soberania popular. Aos Poderes Executivo e Judiciário incumbia a mera execução das normas legais, em uma tendência à certa inação. A partir do momento em que a legitimidade do Estado passa a se fundar na realização das finalidades coletivas e dos objetivos predeterminados, a política pública impacta na apreciação que se faz acerca das funções e dos poderes do Estado, e lança luz sobre o Poder Executivo, na ordenação de inúmeras atividades estatais.

[107]Nos dizeres de Eros Roberto Grau, o direito posto pelo Estado Moderno, entendido como o Estado erigido da Revolução Francesa, resta desestruturado, especialmente em razão da diluição dos elementos da *universalidade* e *publicidade*, resultando em menor previsibilidade e calculabilidade (Cf. Os modelos de direito forma e de direito moderno e a dupla desestruturação do direito. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 93-115).

interpretação do direito, o qual passa também a ordenar situações conjunturais[108]. Observa-se uma alteração na concepção da *lei*, resultado do exercício da *função legislativa*, como uma regra abstrata e geral que garante a calculabilidade e a previsibilidade[109 110]. Assiste-se à interpenetração dos campos de atuação do Executivo e do Legislativo, decorrente do exercício mais intenso da função normativa pelo Executivo, e de edição de *leis-medida* pelo Legislativo. O fenômeno da *inflação normativa* mitiga a segurança e a publicidade. A teoria jurídica volta-se aos princípios jurídicos, cuja importância é revigorada[111].

A nova postura do Estado frente ao processo econômico, não somente voltado à garantia da previsibilidade e da calculabilidade caras às relações de troca, mas à realização dos objetivos predeterminados, acarreta o desenvolvimento das diversas técnicas ou formas de atuação estatal. A organização das atividades estatais para a consecução das finalidades coletivas não se amolda à perfeição às concepções desenvolvidas sob a égide do Estado Liberal e, assim, convida ao reexame da classificação tradicional dos Poderes do Estado.

O debate acerca do fenômeno do crescente exercício da função normativa pelo Poder Executivo, o qual ocupa posição central para a disciplina do mercado de capitais, oferece relevante ilustração dos questionamentos que emergem dos reflexos da apontada *dupla instrumentalidade* do direito.

---

[108]Explica o autor: Ao lado de tudo isso, paradoxalmente, o Estado, de um lado, *dejuridifica* determinadas situações (macrossituações) econômicas e, por outro, *juridifica* a economia [...] Os processos globais da economia, como observei anteriormente, são manipulados através de políticas desenvolvidas à margem do direito (*v.g.*, a manipulação do volume global de moeda em circulação; a manipulação da oferta de emprego, mediante alteração nos volumes de compras e aquisições de serviços pela Administração, direta e indireta). Mas, adversamente a isso, em outros campos, o Estado, incisivamente, lança mão do direito como efetivo instrumento de política econômica. Nesse contexto, o direito deixa de assegurar aos agentes econômicos a calculabilidade e a previsibilidade que decorrem de sua racionalidade. A circunstância de passar a instrumentalizar situações conjunturais – e não apenas situações estruturais – faz com que ele se torne variável, contingente ... (Crítica e defesa da legalidade. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 186-187).

[109]A este respeito, anota Fabio onder Comparato que ... na estrutura do Estado Dirigente, a lei perde a sua majestade de expressão por excelência da soberania popular, para se tornar mero instrumento de governo . Explica o autor que muitas leis inserem-se na atualidade no quadro das políticas governamentais e não ostentem mais a função precípua de declarar direitos e deveres em situações jurídicas permanentes. Voltam-se à solução de questões conjunturais, ao direcionamento das atividades privadas por meio de incentivos, especialmente as empresariais, ou à disciplina dos procedimentos no campo administrativo (Cf. COMPARATO, Fabio Konder. Ensaio sobre o juízo de constitucionalidade de políticas públicas, cit.).

[110]Ao apreciar as transformações do direito, anota Norberto Bobbio que a importância cada vez maior conferida às denominadas fontes extralegislativas, e até mesmo às extra-estatais, leva ao debate acerca de um dos dogmas do positivismo jurídico em sentido estrito, qual seja, a *lei* (*norma presumidamente abstrata e geral posta por um órgão específico e exclusivamente competente, de acordo com a constituição*) como a fonte principal de direito. O fenômeno da emergência de outras fontes do direito, a afrontar o monopólio da produção jurídica detido pela lei, manifesta-se com maior evidência, segundo o autor, nas áreas que caracterizam a sociedade industrial, submetida à rápida transformação e extremamente conflituosa, nomeadamente o direito da empresa e o direito do trabalho e sindical (BOBBIO, Norberto. Direito e ciências sociais. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito, cit., p. 33-51).

[111]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 107-108.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães[112], em obra publicada em 1982, de indizível importância para a disciplina do mercado de capitais, debruçou-se sobre a questão. Iniciar-se-á, assim, pelos apontamentos do eminente autor.

A doutrina adverte que, apesar de Montesquieu não ter se valido da expressão separação de poderes na obra O Espírito das Leis , esta foi alçada a uma das premissas da organização política liberal, difundida a partir da Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão, de 26 de agosto de 1789. As constituições que se seguiram às Revoluções Americana e Francesa foram estruturadas sob o princípio da separação de poderes: Legislativo, Executivo e Judiciário, a cada um foi conferida correspondente função. A secção dos poderes estatais servia ao objetivo de se instituir um sistema de freios e contrapesos e, assim, garantir a liberdade individual e a igualdade formal.

Assim, explica Luiz Gastão Paes de Barros Leães que a separação funcional dos poderes estatais tal qual cunhada por Montesquieu não afasta a colaboração recíproca. A qualidade relativa da separação dos poderes poderia advir, por exemplo, do instituto do veto-sanção conferido ao Poder executivo no processo legislativo. Porém, reconhece o autor, à separação dos poderes era inerente certa supremacia do Poder Legislativo, eis que identificado com a vontade geral do Estado, idéia que seguiu reforçada no século XIX até início do século XX, como soberania popular e vontade geral veiculada pelo Parlamento. Da supremacia do Parlamento extraía-se a concepção de concentração monística do poder normativo e de exclusividade da função legislativa.

A passagem do Estado de Direito Liberal para o Estado de Direito Social, o resultado das relevantes transformações econômicas e sociais ocorridas a partir da Revolução Industrial e, finalmente, as *economias de guerra*, alteraram profundamente a concepção das funções acometidas ao Estado[113].

As atribuições conferidas ao Estado foram alteradas quantitativa e qualitativamente de forma intensa a partir da segunda metade do século XIX. Acentuou-se a atuação do Estado nos âmbitos econômico e social, o que implicou crescente demanda por atividade normativa do Estado. Porém, conforme explica Luiz Gastão Paes e Barros

---

[112]LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. A estrutura normativa do mercado de capitais. In: _____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982. p. 27-68.

[113]Para desincumbir-se da proteção da liberdade e da propriedade em uma sociedade industrial e de massa, invoca-se a presença do Estado para a composição de conflitos entre grupos e indivíduos, bem como para a prestação de atividades voltada à educação, à saúde, ao saneamento básico, à assistência social, entre outros. Finalmente, o esforço bélico realizado nos períodos de guerra na primeira metade do século XX e a reconstrução posterior exigiram intensa atuação do Estado.

Leães, o Parlamento não se mostrava apto a suportar esta crescente demanda. Há uma alteração na separação dos poderes do Estado nas constituições, e o Parlamento passa a abdicar da hegemonia e da preeminência da função normativa a favor do Poder Executivo, por meio da previsão de descentralização da atividade normativa, intra e extraparlamentar. Surgem as delegações do poder de legislar, a atribuição e iniciativa de projetos de lei, os vetos, como atribuições conferidas ao Poder Executivo.

O autor destaca que este movimento centrífugo do poder legiferante ocorrida nos Estados contemporâneos se refletiu em *alargamento do poder regulamentar*. A possibilidade de edição de regulamentos (atos gerais ou atos regras) pelo Executivo sempre foi reconhecida, com o desenvolvimento de duas correntes distintas para sua fundamentação: poder discricionário conferido à Administração; ou expressa delegação de poderes estabelecida na Constituição. Porém, tendo em vista a ampliação da atividade regulamentar externa, ampliou-se a polêmica doutrinária quanto à constitucionalidade de tal fenômeno, sob o entendimento trazido por eminentes autores da doutrina pátria, de que a faculdade regulamentar atribuída ao Poder Executivo somente diz respeito à fiel execução de leis determinadas.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães[114] discorda de referida objeção, por compreendê-la derivada de uma interpretação acanhada da norma constitucional. Sustenta o autor que se mostra legítimo ... que nos setores não ocupados pela legislação, mas nos quais não haja proibição constitucional, o Poder Executivo aja no cumprimento de sua competência, que é genérica, de dar execução à ordem legislativa, expedindo regulamentos, já que a Constituição não se limita a lhe deferir competência específica de dar execução a certa e determinada lei anterior. Nessa esfera de ação, a autoridade administrativa exerce o seu poder discricionário [115].

---

[114]Explica o autor que os regulamentos independentes sempre foram baixados por serem indispensáveis à dinâmica administrativa e se fundamentam na competência discricionária, reconhecida à Administração. Ainda que tais regulamentos independentes não ostentem poderes derrogatórios de normas legais (em sentido formal), podem, na expressão do autor, desenvolver direito novo, sem que se alicerce em lei formal que esteja regulando (como nos regulamentos de execução), ou que se lhes delegue competência *intra legem* para outras disciplinações (como nos regulamentos autorizados) . Sustenta o autor que os regulamentos independentes não atentam contra o regime de legalidade, consagrado princípio no art. 153, §2º, da Constituição de 1969 (vigente à época da análise realizada pelo autor), ... dado que não desaparece a distinção formal entre regulamento e lei, como atos de categoria diferente e valor diverso, subordinadas que estão as normas regulamentares aos preceitos legais, específicos ou genericamente estabelecidos pela ordem jurídica (LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. A estrutura normativa do mercado de capitais, cit., p. 40-41).

[115]Id. Ibid., p. 40.

Observa-se que o debate doutrinário acerca da possibilidade de atribuição de função normativa ao Poder Executivo e de seus limites não arrefeceu. Ao contrário, retornou de forma intensa com o advento das denominadas agências reguladoras a partir de 1995. À separação de poderes e ao princípio da legalidade, já integrantes do temário da contenda, acrescentou-se a questão da legitimidade democrática[116] e do *accountability* eleitoral[117].

---

[116]Alexandre dos Santos de Aragão analisa o tema à luz de uma concepção moderna da teoria dos poderes neutrais do Estado, atribuídos na atualidade a órgãos díspares, entre os quais tribunais de contas, conselhos com sede constitucional e agências reguladoras independentes (ARAGÃO, Alexandre Santos de. A legitimação democrática das agências reguladoras. In: BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Agências reguladoras e democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 1-20). O autor relaciona como características comuns a estes órgãos: (1) o caráter não eletivo do provimento dos seus titulares, (2) a natureza preponderantemente técnica das suas funções e (3) a independência, ou seja, a ausência de subordinação hierárquica aos poderes políticos eletivos do Estado como forma de propiciar (4) o exercício imparcial das suas funções em relação aos diversos interesses particulares que estiverem em jogo, aos interesses do próprio Estado do qual fazem parte e à vontade majoritária da sociedade manifestada por seus representantes (Id. Ibid., p. 17-18). Explica Alexandre Santos de Aragão que a atribuição destes poderes neutrais ao Estado e, assim, às agências reguladoras independentes não se apresentam antinômicos à democracia em razão da possibilidade de contradição com as forças políticas majoritárias. Antes, revelam uma feliz combinação entre pluralismo no seio do Estado (autonomia reforçada) e princípio majoritário (vínculos com o Poder Legislativo e com a Administração Central). Não se trata de negar qualquer matiz político às decisões das entidades que exercem tais poderes neutrais, mas ressaltar o caráter formalmente não político destas que advém do mandato não eletivo de seus titulares, dos requisitos para nomeação de seus titulares, da independência, e especialmente, da fundamentação técnica que se lhes impõe. Conclui o autor: A independência assegurada aos órgãos e entidades neutrais do Estado é uma relação qualificada com os bens e valores que tutelam ou expressam, que os separa de tudo o que não for a eles concernente. Na independência, portanto, estão ínsitos traços de sujeição a estes bens e valores ... (Id. Ibid., p. 20).

[117]Mariana Mota Prado analisou a relação entre a criação das agências reguladoras independentes e um dos alicerces do regime democrático: a *accountability* eleitoral, observando a relação entre agências reguladoras independentes e Presidente da República de forma interessante: as agências reguladoras podem afetar o comportamento de um presidente eleito e o funcionamento do sistema democrático? (PRADO, Mariana Mota. *Accountability mismatch*: as agências reguladoras independentes e o Governo Lula. In: BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Agências reguladoras e democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 225-251). Explica a autora: O termo *accountability* refere-se à ligação entre o resultado de políticas implementadas por um governo democraticamente eleito e as sanções que os eleitores impõem a esse mesmo governo (p. 225). No que tange à administração pública tradicional, pode-se afirmar que os eleitores consideram o Presidente da República responsável por todos os atos emanados de referidos órgãos. Porém, explica a autora que a *accountability* do Presidente da República por atos de entes independentes com funções executivas é mais complexa por duas razões: os eleitores podem considerar os atos das agências reguladoras como responsabilidade do Presidente da República, ou não; e não é possível pré-determinar a percepção dos eleitores. Há ainda que se considerar que os mecanismos institucionais delineados para conferir independência às agências podem ser pouco efetivos em alguns casos, deixando-as sob a influência do Presidente, ainda que mantenham, formalmente, sua característica de independência e sejam assim percebidas pelo eleitorado. Desta forma, o risco de *accountability mismatch* foi considerado como um sistema de incentivos que influencia o comportamento do Presidente da República: ... dada a possibilidade de ser responsabilizado pelos atos das agências, em uma situação na qual é muito provável que as agências implementarão políticas impopulares, o Presidente tem incentivos para tentar incutir no eleitorado uma impressão de independência. Essa tentativa pode coincidir com alguns esforços do Presidente para influenciar as agências e se associar às políticas populares implementadas por elas (obra citada, p. 239). A interação com a mídia também foi objeto da análise da autora, que concluiu que os denominados *accountability mismatches* podem trazer riscos não desprezíveis par o modelo regulatório e para o sistema democrático.

Celso Antonio Bandeira de Mello assim se manifesta acerca do tema:

> Considera-se que há delegação disfarçada e inconstitucional, efetuada fora do procedimento regular, toda vez que a lei remete ao Executivo a criação das regras que configuram o direito ou que geram a obrigação, o dever ou a restrição à liberdade. Isso sucede *quando fica deferido ao regulamento definir por si mesmo as condições ou requisitos necessários ao nascimento do direito material ou ao nascimento da obrigação, dever ou restrição* [118].

Segundo autor, as leis que deferem a órgãos colegiados do executivo, como o Conselho Monetário Nacional, o poder de expedir resoluções, são exemplos de delegação inconstitucional, pois o conteúdo de tais resoluções, segundo entendimento do autor, só pode ser veiculado por *lei*[119].

Alinhando-se ao pensamento de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Eros Roberto Grau parte de uma análise crítica da *separação de poderes*, a qual, antes que divisão ou separação, invoca o equilíbrio entre os poderes[120].

O poder estatal compreende várias funções, as quais podem ser apreciadas segundo à autoridade que a exerce, sob uma perspectiva subjetiva: funções legislativa, executiva e, jurisdicional. Trata-se do critério orgânico ou institucional, o qual se mostra corrente nas formulações doutrinárias.

Outra apreciação, porém, pode ser realizada, sob o critério denominado material, útil para se aferir a *função estatal* (*poder estatal preordenado às finalidades de interesse coletivo e objeto de um dever jurídico*): função normativa (produção das normas jurídicas, i.e., textos normativos); função administrativa (execução das normas jurídicas); e função jurisdicional (aplicação das normas jurídicas). Extraída de uma classificação material das funções estatais, explica o autor que a *função normativa* encontra-se *originariamente espraiada pelo todo que constitui o Estado.*

Eros Roberto Grau concebe a *função normativa* como a função de emanar *estatuições primárias* (operantes por *força própria*) contendo *preceitos abstratos* (de

---

[118]BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Curso de direito administrativo*. 21. ed. rev. e atual. até a Emenda Constitucional 52, de 8.3.2006. São Paulo: Malheiros Ed., 2006. p. 340.

[119]Id. Ibid., p. 341.

[120]Destacando trecho da obra O Espírito das Leis, observa que segundo Montesquieu, o Poder Executivo deve se concentrar nas mãos de um monarca, pois esta parte do governo requer sempre ação momentânea e, assim, é mais bem administrada por um do que por muitos. O Poder Legislativo, por sua vez, é exercido sobre situações estáveis. Desta forma, Eros Roberto Grau conclui pela inexistência de incompatibilidade entre a atribuição de capacidade normativa de conjuntura ao Poder Executivo e a doutrina formulada por Montesquieu (cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 222-232).

produzir norma jurídica consubstanciada em *preceito primário no ordenamento jurídico*), *seja em decorrência do exercício do poder originário para tanto, seja em decorrência de poder derivado*. A função normativa vocaciona-se, assim, à integração do ordenamento jurídico.

Sendo assim, são distintas *função normativa* e *função legislativa*, esta última extraída da apreciação do poder e das funções estatais, sob uma ótica subjetiva[121]. Sobrepondo-se referidos critérios, observa-se que a *função normativa* (*material*) abrange a *função legislativa*, a *função regulamentar*, e a *função regimental* (institucional).

Conclui o autor que o exercício da função regulamentar pelo Poder Executivo não decorre de uma delegação da função legislativa. Sustenta, assim, que os regulamentos são estatuições primárias, impostas por força própria, os quais se fundam sobre uma atribuição de função normativa contida de forma explícita ou implícita na Constituição ou em uma lei formal. Neste sentido é que se pode qualificá-los *derivados*.

Por isso, em entendimento diverso daquele esposado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, sustenta Eros Roberto Grau que o fundamento do poder regulamentar encontra-se na atribuição de *poder normativo*, e não no poder discricionário da Administração Pública: ... o fundamento da *potestade regulamentar* decorre de uma *atribuição de potestade normativa material*, de parte do Legislativo, ao Executivo [122].

Eros Roberto Grau sedimenta, assim, seu entendimento acerca da questão: ao Poder Legislativo foi conferida de forma exclusiva a *função legislativa*, parcela da *função normativa*. Incidente um princípio de *reserva de lei*, cujas hipóteses devem ser identificadas no texto constitucional, não há que se falar em regulamentos.

Acerca do princípio da legalidade, sustenta o autor que, não incidente previsão de reserva ao exercício da função legislativa, a imposição de obrigação de fazer ou deixar de fazer decorrente do desenvolvimento de função regulamentar pelo Poder Executivo, desde que emerja de uma atribuição de poder normativo, explícita ou implicitamente contida em ato legislativo, terá surgido em virtude de lei [123]. Ao expedir *regulamentos*

---

[121]Contrapõem-se, também, *norma*, todo preceito expresso mediante estatuições primárias (na medida em que vale por forma própria, ainda que eventualmente com base em um poder não originário, mas derivado ou atribuído ao órgão emanante) ; e *lei*, toda estatuição, embora carente de conteúdo normativo, expressa necessariamente com valor de estatuição primária, pelos órgãos legislativos ou por outros órgãos delegados daqueles . Explica o autor que a lei não contém, necessariamente, uma norma , e que a norma não é necessariamente emanada mediante uma lei (Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 237).

[122]Id. Ibid., p. 239.

[123]Cf. Id. Crítica da Separação dos Poderes . In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 239-243.

autorizados[124], incidem sobre a atuação do Poder Executivo, exclusivamente, às limitações previstas na atribuição explícita da função normativa.

Alexandre Santos de Aragão[125] realça relevante aspecto do debate acerca do poder regulamentar da Administração Pública ao centrar sua análise na densidade normativa mínima da lei atributiva do poder regulamentar para que se possa dizê-la consentânea com o Estado Democrático de Direito[126]. O autor invoca a lição de Charles Eisenmann acerca das concepções da subordinação da Administração Pública à lei[127] para responder ao questionamento que propôs: até que ponto a lei deve preestabelecer os conteúdos dos atos a serem expedidos infra-legalmente pela Administração Pública

Sustenta Alexandre Santos de Aragão que não se exige que a lei preestabeleça todos os elementos dos atos a serem expedidos pela Administração Pública, afastando-se, assim da concepção da doutrina tradicional-liberal, de que a lei deve preestabelecer todos os elementos dos direitos e obrigações objeto do regulamento, cabendo a este definir apenas a forma de seu exercício. Reconhece o autor uma relação de heterointegração

---

[124]O autor trata de três modalidades: (i) regulamentos de execução, decorrente de atribuição explícita de exercício de função normativa ao Executivo (CRFB, art. 84, inciso IV), cujo conteúdo consiste no *desenvolvimento da lei, com a dedução dos comandos nela virtualmente abrigados"*; (ii) regulamento delegado, denominados pelo autor autorizados, por não versarem delegação de função, fundamentam-se na atribuição explícita do exercício de função normativa ao Poder Executivo, na CRFB (por exemplo, art. 153, §1º) e em leis que permitem ou conferem dever ao Poder Executivo para emaná-los; e (iii) regulamentos autônomos ou independentes, emanados a partir de atribuição implícita de função normativa ao Poder Executivo, definida no texto constitucional ou decorrente de sua estrutura, mostrando-se indispensável à efetivação da atuação do Executivo em relação a determinadas matérias, definidas como de sua competência, por exemplo: art. 21, inciso II, da CRFB e a expedição de regulamento autônomo para disciplinar a exploração dos serviços, e art. 84, incisos IX, X e XII, da CRFB. (cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 247-248).

[125]Vide ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade, cit., p. 51-64.

[126]Com razão, afirma o autor que as críticas são correntemente vertidas pela doutrina diretamente aos regulamentos, pugnando-se pela inconstitucionalidade que adviria da atribuição, em termos amplos, de poder normativo à Administração Pública. Olvida-se, assim, de se submeter a escrutínio a base normativa de referidos regulamentos. Explica o autor que, adotada a perspectiva das críticas formuladas tradicionalmente pela doutrina, estar-se-ia a pugnar pela vedação à edição de normas gerais e abstratas pela Administração Pública, sem que se afaste ou modifique a lei, de conteúdo aberto, a qual deverá ser aplicada pelos agentes públicos com imensa liberdade, acarretando maiores diferenças de tratamento e insegurança entre os cidadãos. (cf. Id. Ibid., p. 55).

[127]Explica o autor que Charles Eisenmann, na obra Cours de Droit Administratif, apresenta quatro visões acerca do princípio da legalidade no que tange à atuação da Administração Pública: (i) é suficiente que a Administração Pública não viole qualquer norma legal e na inexistência de norma, ostenta liberdade para atuar (legalidade como não-contrariedade à lei); (ii) a Administração Pública pode fazer o que uma norma superior, legal ou constitucional, a autorize [...] ainda que não entre nos detalhes do conteúdo dos atos a serem emitidos; mostra-se suficiente a existência de uma lei atributiva de competência (legalidade como habilitação formal à atuação da Administração Pública); (iii) a Administração só pode emitir os atos que se esteiem em norma legal, não apenas habilitadora, mas predeterminante do conteúdo dos atos a serem praticados; e (iv) a Administração Pública tem que estar apoiada em norma legal que esgote o conteúdo dos atos a serem tomados, acrescentando-se que a norma deve também determinar e não apenas facultar a prática dos referidos atos. (Id. Ibid., p. 51-52).

entre lei e regulamento e, no plano da interpretação das fontes, a função integradora conferida pela lei às fontes secundárias no que tange às relações econômicas.

Porém, o mencionado autor afirma a insuficiência de mera previsão legal de competência atribuída à Administração Pública para editar normas, uma vez que o Estado Democrático de Direito pressupõe a possibilidade de controle de todos os atos estatais. Conclui Alexandre Santos de Aragão que a lei atributiva do poder regulamentar deve conter princípios, finalidades, políticas públicas ou *standards*, os quais permitam que se extraia parâmetros para o controle do exercício do poder normativo.

Faz-se importante retomar o entendimento de Eros Roberto Grau, segundo o qual o fundamento do poder regulamentar assenta-se na atribuição de *poder normativo*, e não no *poder discricionário* da Administração Pública, uma vez que desta afirmação decorre importante distinção no que tange ao controle do exercício da função normativa pelo Poder Executivo.

Eros Roberto Grau[128] firma posição em duas assertivas: a discricionariedade é atribuída, pela lei, à autoridade administrativa; a discricionariedade não *decorre* da lei. Ao exercer a discricionariedade, a autoridade administrativa formula *juízo de oportunidade.*

O autor refuta veementemente o entendimento dominante na doutrina pátria de que os conceitos indeterminados conduzem à discricionariedade. O autor afirma que a falácia dos conceitos jurídicos indeterminados advém de confusão entre *conceito* e *termo* (expressão do conceito), e da não distinção entre *conceito* e *noção*. Assevera o autor que, ainda que o *termo* que o expressa se revele indeterminado, o *conceito* é signo de uma, e apenas uma, *significação determinada*. Acrescenta: denomina-se, indevidamente, de *conceito*, a *noção*, a qual corresponde aos conceitos tipológicos ou *fattispecie* [129].

---

[128]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 189-221.

[129]Eros Roberto Grau recorre aos ensinamentos lançados por Tullio Ascarelli nas páginas introdutórias da obra Studi di Diritto Comparato e in Tema di Interpretazione , para desenvolver o conceito de *conceito jurídico*, sob a seguinte distinção: (i) conceitos jurídicos meramente formais : abstraídos de uma realidade histórica própria, consubstanciam elementos que indicam uma série de posições lógicas indispensáveis à estruturação de uma teoria geral do direito , indispensáveis à expressão das valorações normativas, que, na ausência de esquemas formais adequados, pode se tornar impossível (exemplos: ônus, obrigação); (ii) as *regulae juris*: consubstanciam expressões que sintetizam o conteúdo de um conjunto de normas jurídicas, sem que lhes corresponda um significado próprio , por exemplo: *propriedade*, que apenas assume alguma significação na medida em que tenhamos sob consideração a função, por ele cumprida no discurso do direito, de resumir toda disciplina normativa, atinente ao modo de aquisição e aos poderes, faculdades e deveres decorrentes da aquisição de uma posição jurídica subjetiva em relação a um bem , sua utilidade o torna insubstituível na prática, e reside na enorme economia de tempo e de energia que seu uso permite a quem pretenda expor o conteúdo do subsistema normativo aplicável à *propriedade* ; e (iii) conceitos jurídicos tipológicos (fattispecie) : são jurídicos por integrarem previsão normativa, mas

Anota Eros Roberto Grau que a doutrina brasileira toma por conceito indeterminado o que é, em verdade, *noção*, e, assim, a indeterminação dos conceitos encontra solução na historicidade das noções . *Noção jurídica*, segundo o autor: idéia que se desenvolve a si mesma por contradições e superações sucessivas e que é, pois homogênea ao desenvolvimento das coisas . A noção, portanto, é passível de interpretação. E, assim, conclui o autor que os denominados conceitos indeterminados não conduzem à indeterminação em sua aplicação, mas a uma única *solução justa*[130].

O mencionado autor firma, dessa forma, distinção entre as técnicas da *discricionariedade* e da inserção de conceito indeterminados nos textos normativos, e aparta os juízos que lhes correspondem. Distingue *atividade discricionária da Administração* e *atividade de interpretação do direito*. Ao exercer discricionariedade, emite-se *juízo de oportunidade* e elege entre indiferentes jurídicos; ao aplicar conceitos indeterminados (noções), emite-se *juízo de legalidade*[131].

Esta distinção é extremamente relevante para a análise do controle a ser realizado pelo Poder Judiciário em cada hipótese. O exercício da discricionariedade (juízo de oportunidade) submete-se ao exame pelo Poder Judiciário, ao qual incumbe o controle no que tange à ocorrência de desvio ou abuso de poder ou de finalidade. A aplicação/interpretação de conceitos indeterminados (juízo de legalidade) submete-se a exame e a controle de sua *correção* pelo Poder Judiciário. Explicita Eros Roberto Grau que, nesta última hipótese, ao Poder Judiciário incumbirá verificar se o ato é correto e não qual o ato correto , uma vez que não pode substituir-se à Administração Pública. Para

---

ostentam conteúdo extrajurídico, o qual se refere a uma classificação tipológica da realidade social , e seu sentido é o da linguagem comum (exemplos: coisa, dolo, culpa). Finalmente, explica o autor que os conceitos jurídicos qualificados pela doutrina de indeterminados são os tipológicos ou *fattispecie*, os quais trazem relevantes desafios à interpretação (cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 196-199).

[130]O autor invoca a lição de Eduardo García de Enterría e Tomás-Ramón Fernández, e assevera que os denominados conceitos indeterminados compreendem conceitos de experiência ou de valor. Sua aplicação acarretará, em cada caso, somente uma solução. Assim, quando se fala em *boa-fé, v.g.*, o conceito se dá ou não se dá. Em outros termos, em presença de um caso determinado há ou não há boa-fé: *tertium non datur* (Id. Ibid., p. 201).

[131]Pertinente transcrever as palavras do autor, que apresenta de forma clara e enfática sua posição neste debate: Logo, no Estado de Direito qualquer agente público somente deterá competência para a prática de *atos discricionários* – isto é, exercitando as margens de liberdade de atuação fora dos quadrantes da *legalidade* – quando norma jurídica válida a ele atribuir a formulação de *juízos de oportunidade*. Fora dessa hipótese qualquer agente público estará jungido, subordinado, à *legalidade*. Inclusive quando lhe incumba o dever-poder de *interpretar/aplicar* texto ou textos normativos que veiculem conceitos jurídicos indeterminados' (Id. Ibid., p. 204).

tanto, vale-se o Poder Judiciário dos postulados normativos da interpretação/aplicação do direito, entre os quais a proporcionalidade e a razoabilidade[132].

Humberto Ávila identifica a proporcionalidade como postulado normativo aplicativo[133] de grande importância por atuar como instrumento de controle dos atos do Poder Público. Porém, tal postulado somente se mostra aplicável a situações em que exista uma relação de causalidade entre dois elementos empiricamente discerníveis, um meio e um fim , necessária para que se possa realizar três exames fundamentais: (i) adequação; (ii) necessidade; e (iii) proporcionalidade em sentido estrito[134].

Conclui o autor que um meio é adequado quando promove minimamente o fim e que, em razão do princípio da separação dos poderes, o controle da adequação deve se limitar à anulação dos meios manifestamente inadequados. A adequação deve ser verificada sob o ponto de vista abstrato, geral e prévio, na hipótese em que o Poder Público edita atos normativos. Em se tratando de atos individuais, o controle deve ocorrer no plano concreto, individual e prévio.

No que tange à necessidade , sustenta umberto vila que em razão do princípio da legalidade e do princípio da separação dos poderes, a escolha realizada pela autoridade competente deve ser respeitada, sendo possível ao Poder Judiciário afastar o meio eleito que se revele manifestamente menos adequado que outro.

Finalmente, no que tange à proporcionalidade em sentido estrito , explica Humberto Ávila que em geral, o meio adotado para se atingir uma finalidade relacionada a um interesse coletivo, por exemplo, a proteção aos consumidores, tem por efeito colateral a restrição a direitos fundamentais do cidadão; e, assim, conclui o autor que o meio será considerado desproporcional se a importância do fim não justificar a intensidade da referida restrição.

---

[132]Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 212-218.

[133]Segundo umberto vila: Os postulados normativos aplicativos são normas imediatamente metódicas que instituem os critérios de aplicação de outras normas situadas no plano objeto da aplicação. Assim, qualificam-se como normas sobre a aplicação e outras normas, isto é, como metanormas . O autor distingue os postulados normativos aplicativos dos princípios e das regras, objeto da aplicação e dirigidas ao Poder Público e aos particulares. Os postulados normativos aplicativos dirigem-se ao intérprete e aplicador do Direito (ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 12. ed. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 133-135). O autor relaciona postulados aplicativos normativos inespecíficos (ponderação; concordância prática; proibição de excesso) e específicos (igualdade; razoabilidade; proporcionalidade) (Id. Ibid., p. 154-191).

[134]Id. Ibid., p. 173-195.

1.1.3. A nova concepção do direito comercial

O surgimento da sociedade de massas, a nova relação entre capital e trabalho, e a ampliação da atuação do Estado na prestação de serviços públicos refletiram-se no ordenamento jurídico brasileiro.

Consolidou-se o Direito do Trabalho, mais fortemente a partir da década de 40 do século passado. Nos anos 60 e 70, houve inovação na disciplina do mercado financeiro, do mercado de capitais e das sociedades anônimas. Importante ressaltar o disposto no art. 116, §1º, da Lei 6.404/1976, que trouxe o reconhecimento da existência de outros interesses (de trabalhadores, da comunidade), ao lado dos interesses dos acionistas, a conformar o interesse social no âmbito da sociedade anônima.

No início da década de 80, conferiu-se destaque para a proteção ao meio ambiente (Lei 6.938/1981). Houve também a integração ao ordenamento jurídico brasileiro de instrumentos para a tutela coletiva dos denominados direitos transindividuais . Merece relevo a edição da Lei 7.347/1985, que disciplinou a tutela coletiva dos direitos difusos e coletivos expressamente relacionados em seu art. 1º, a saber: meio ambiente, consumidor, bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico.

Em 1989, por meio da Lei 7.913, o legislador disciplinou a utilização da ação coletiva no âmbito do mercado de capitais, para a proteção dos investidores daquele mercado.

Seguiu-se a edição da Lei 8.078/1990, o Código de Defesa do Consumidor, importante pela instituição da Política Nacional de Relações de Consumo e dos instrumentos para sua execução, e também pela disciplina de instrumentos de tutela coletiva dos interesses difusos, coletivos e individuais homogêneos.

Relevante mencionar a edição da Lei 8.884/1994[135], a disciplinar a concorrência e a reprimir o abuso de poder econômico.

Com a promulgação da CRFB, os princípios descritos em seu art. 170, e os fundamentos e objetivos constantes dos arts. 1º e 3º, conformaram a relação entre Estado e economia.

---

[135]Em 30 de novembro de 2011 foi promulgada a Lei 12.529, por meio da qual foi estruturado o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e a disciplina da prevenção e da repressão às infrações contra a ordem econômica. Ressalte-se também a introdução dos danos morais e patrimoniais decorrentes de infração á ordem econômica no rol do art. 1º da Lei 7.347/1985.

Afastando-se de concepção marcadamente liberal, o Direito Comercial passa a integrar outros valores. É possível observar reflexos na disciplina dos contratos[136], bem como no direito societário.

A este respeito, percuciente a observação de Eduardo Secchi Munhoz, ao identificar uma função pública cometida ao Direito Societário à luz dos valores sociais enunciados no art. 170, no art. 1º, incisos III e IV, no art. 3º, incisos I, II e III, e no art. 219, todos da CRFB:

> Nesse contexto, o direito societário não pode ser entendido como um ramo do direito privado destinado a regular os interesses dos agentes econômicos, exercendo o papel exclusivo de pacificação de conflitos numa concepção liberal de *laissez faire*. Deve-se reconhecer ao direito societário a função de constituir instrumento de implementação de políticas públicas que objetivem a consecução dos valores consagrados pelo ordenamento jurídico. Assim não cumpre ao direito societário apenas a disciplina dos chamados interesses intrasocietários (interesses dos sócios) [137].

Paula A. Forgioni[138] destaca as transformações ocorridas no Direito Comercial no Brasil, especialmente a partir do processo de privatização iniciado no final da década de 80, com a alienação do controle de sociedades pelo Estado. Muitas destas sociedades tinham por escopo a prestação de serviços públicos, os quais passaram à lógica do lucro, sob a regulação do Estado. Verificou-se, assim, profusão de leis e também das denominadas agências reguladoras, à luz da multiplicidade de setores a serem regulados.

O Direito Comercial se desenvolveu à luz da proteção do denominado interesse geral do comércio , do tráfico mercantil , e não do agente econômico singularmente considerado. Explica a autora que a alteração da forma de atuação do Estado na economia (de atuação *no* mercado à atuação *sobre* o mercado) conferiu impulso novo ao Direito Comercial, que, assim, entrelaçou-se ao Direito Econômico[139] na disciplina das

---

[136]Vide nota n. 61.

[137]MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário*: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002. p. 27. Conclui o autor que o modelo societário deve adotar normas supletivas (garantir adequado nível de autonomia de vontade aos agentes econômicos) e normas cogentes (garantir a necessária proteção das minorias acionárias – o público investidor), uma vez que à lei cumpre estabelecer as diretrizes para a ação dos agentes econômicos no sentido da realização dos valores da ordem econômica expressos na CRFB e, para tanto, revela-se imperiosa a combinação da lei, de políticas públicas eficientes e da ação do mercado (Id. Ibid., p. 26-50).

[138]FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, cit., p. 175-185.

[139]Após discorrer sobre os debates travados acerca de referida concepção de Direito Econômico, Gilberto Bercovici recorre às reflexões de Fábio onder Comparato apostas no ensaio O indispensável direito econômico. In: _____. *Ensaios e pareceres de direito empresarial* , cit.: *O novo direito econômico surge*

mencionadas sociedades e na construção do mercado de sua atuação. À luz do disposto nos já mencionados arts. 170, 1º e 3º, todos da CRFB, Paula A. Forgioni assevera:

> Em uma frase: assim como toda a ordem jurídica, o direito comercial, especialmente em sua dimensão exógena, aí está para *subjugar os determinismos econômicos e implementar políticas públicas* – outras além do mero apoio ao desempenho das atividades econômicas privadas.
>
> A função do direito comercial ata-se, assim, à *implementação das políticas públicas*; não se esgota na busca do incremento do tráfico, desdobrando-se também na determinação do papel que o mercado desempenhará na alocação dos recursos da sociedade [140].

A própria disciplina do mercado incorpora renovada relevância no âmbito do Direito Comercial na história recente. Paula A. Forgioni propugna por um novo período de evolução do direito comercial, pela superação da visão *estática* para uma visão *dinâmica* da empresa[141]. Pensar o mercado como *eixo* do Direito Comercial exige a análise da própria noção de *mercado* e também traçar as fronteiras do direito comercial sob essa sua nova concepção[142].

A nova concepção do direito comercial e de sua integração com os demais subsistemas mostra-se útil ao estudo da atuação do Estado no mercado de capitais, uma vez que a atuação estatal na atividade econômica em sentido amplo ocorre sob fundamentos e técnicas diversas. Destacam-se as tradicionais formas societárias e contratuais do direito comercial; e a atividade normativa e regulatória, afeita ao Direito Econômico; sem olvidar das relações travadas com investidores e com demais participantes do mercado de capitais sob a égide dos específicos princípios que o regem.

---

como conjunto das técnicas jurídicas de que lança mão o Estado contemporâneo na realização de sua política econômica (Apud BERCOVICI, Gilberto. O ainda indispensável direito econômico, cit., p. 516). Gilberto Bercovici conclui: *O desafio da reestruturação do Estado no Brasil envolve, assim, uma reflexão sobre os instrumentos jurídicos, fiscais, financeiros e administrativos necessários ou à disposição do Estado para a retomada do projeto nacional de superação do subdesenvolvimento* (Id. Ibid., p. 518).

[140]FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, cit., p. 22-23.

[141]Explica a autora: De um direito medieval de classe, ligado à pessoa do mercador, passamos ao critério objetivo e liberal dos atos de comércio e, finalmente, à atividade da empresa. Urge estudá-la a partir do pressuposto de que sua atividade somente encontra função econômica, razão de ser, no mercado (Id. Ibid., p. 100).

[142]À luz do raciocínio desenvolvido por Tullio Ascarelli em sua obra *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947, para afastar a identificação do direito mercantil face à disciplina jurídica da empresa, a autora afirma a ausência de perfeita identidade entre direito comercial e *direito do mercado*. O objeto do Direito Comercial, sob esta nova ótica, não abrange toda a ordem jurídica do mercado, mas apenas a disciplina da organização da empresa e da interação entre empresas.
Sendo assim, ao direito comercial importa a relação entre empresas, e este não abrangerá a disciplina da relação entre as empresas e os consumidores ou entre empresas e trabalhadores. Trata-se de subsistemas que, apesar de conexos, mantêm autonomia formal e, mais relevante, *material*, por ostentarem *princípios* próprios e *coerência lógica interna e peculiar*.

A partir do reconhecimento de que a *implementação de políticas públicas* também releva ao Direito Comercial, da interdisciplinariedade com o Direito Econômico[143], e da possibilidade de construção de uma teoria jurídica do mercado (empresa em sua *dinâmica*) é que se apresenta o tema ora proposto.

1.2. A atuação do Estado na Ordem Econômica e Financeira. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB)

O Título VII da CRFB trata da ordem econômica e financeira . No capítulo I do referido Título, que apresenta os princípios gerais da atividade econômica , está disposto que a ordem econômica tem por *fundamento* a valorização do trabalho humano e a livre iniciativa e tem por *fim* assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social; determinando, ainda, a observância dos seguintes *princípios*: soberania nacional; propriedade privada; função social da propriedade; livre concorrência; defesa do consumidor; defesa do meio ambiente; redução das desigualdades regionais e sociais; busca do pleno emprego; tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. O livre exercício de qualquer atividade econômica é expressamente assegurado a todos, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Faz-se relevante ressaltar que a CRFB contempla dispositivos que não se encontram topograficamente alocados em seu Título VII, os quais, sob a força atrativa da propriedade e da empresa, também integram a ordem econômica constitucional material [144].

A partir do disposto no art. 24, inciso I, da CRFB, destaca-se também o principio da ordenação normativa através do Direito Econômico ; que deve viabilizar a fluente implementação das políticas públicas. Para tanto, explica Eros Roberto Grau, o Estado atua *no* e *sobre* o domínio econômico[145].

---

[143]Pertinente transcrever as palavras de Fábio Konder Comparato: Sob o aspecto teleológico, o surgimento do direito econômico representa um estímulo constante ao aperfeiçoamento as instituições jurídicas em função de seus objetivo concretos. A compreensão do Direito como técnica incita à crítica e à renovação incessante ao direito positivo (COMPARATO, Fabio Konder. O indispensável direito econômico, cit., p. 472).

[144]Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 174-195. Vide arts. 1º; 3º; 5º, inciso LXXI; 7º a 11; 24, inciso I; 37 XIX e XX; 103, §2º; 149; 201, 202; 218; 219; e 225; todos da CRFB.

[145]Cf. Id. Ibid., p. 261-262.

Finalmente, assevera o mencionado autor que a ordem econômica na CRFB revela a opção pelo sistema capitalista e por um modelo informado pela definição de atuação do Estado em relação ao processo econômico para a instalação de uma sociedade de bem-estar[146].

1.2.1. Classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico

A sistematização das formas de atuação do Estado no mercado de capitais brasileiro será desenvolvida à luz da classificação das *formas de atuação do Estado no processo econômico* lavrada por Eros Roberto Grau[147]. Sua adoção se mostra adequada à análise ora proposta, uma vez que, conforme explica o autor, a dinamização de cada modalidade de intervenção identificada envolve critérios e técnicas que se distinguem, entre si, *juridicamente*[148].

Segundo Eros Roberto Grau, a atuação do Estado na atividade econômica (*lato sensu*) pode ocorrer na forma de prestação de serviços públicos (privativos e não-privativos), âmbito de titularidade própria do Estado, e na forma de atuação do Estado na *atividade econômica em sentido estrito*, ou seja, o Estado atua em esfera de titularidade do setor privado (domínio econômico).

A aplicação de referida classificação exige que se aparte, inicialmente, *serviço público* e *atividade econômica em sentido estrito*.

Para o autor, *serviço público*[149] é espécie do gênero *atividade econômica* em sentido amplo; e a distinção se faz necessária uma vez que a prestação de serviços públicos

---

[146]Cf. Id. Ibid., p. 310-324.

[147]Id. As formas de atuação do Estado em relação ao processo econômico: a noção de atividade econômica: o direito econômico. In: _____. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 90-153.

[148]Cf. Id. *Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 148.

[149]Em termos de modelo ideal, o autor desenvolve a noção de serviços públicos dotada de *historicidade*, da correlação das relações entre as forças sociais em determinado momento histórico: o capital pretende reservar a seu campo de exploração todas as atividades econômicas que possam ter especulação lucrativa; o trabalho, por sua vez, pretende que o Estado desenvolva o maior número de atividades econômicas de forma não especulativa. Assim, a ampliação ou a retração de um campo ou outro da atividade econômica em sentido amplo revelaria a interação das referidas forças no poder político em determinado momento histórico. Porém, Eros Roberto Grau ressalta que a utilidade deste critério deve ser ponderada face à ampliação da rede de serviços públicos que com frequência corresponde a uma exigência do capital (Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 108-109).

A este respeito, interessantes as observações de Francesco Galgano, na obra em que se dedica à história do particularismo que caracterizou a regulação normativa das relações mercantis (GALGANO, Francesco. op. cit.). O autor analisa o surgimento de uma nova classe de mercadores à época do renascimento do tráfego europeu pela reabertura das vias comerciais do Norte e do Sul daquele continente, a partir do século XI, seu desenvolvimento e a interação entre essa classe mercantil, a nobreza citadina e o poder municipal

(art. 175) e a exploração de atividade econômica em sentido estrito (art. 173) estão sujeitas a regimes jurídicos distintos delineados na CRFB. A prestação de serviços públicos é *dever* do Estado. A exploração de *atividade econômica em sentido estrito* pelo Estado é *autorizada* pela CRFB nas hipóteses expressamente previstas.

À análise que se pretende desenvolver no presente trabalho sob a classificação lavrada pelo referido autor, releva, sobretudo, a atuação do Estado na *atividade econômica em sentido estrito*.

A leitura da CRFB revela as seguintes formas de *intervenção do Estado no domínio econômico*: exploração de atividade em sentido estrito em regime de monopólio (art. 177, em especial seu inciso V); exploração direta de atividade econômica em sentido estrito, estritamente em razão de imperativos da segurança nacional ou de relevante interesse coletivo (art. 173); e como agente normativo e regulador da atividade econômica em sentido lato, exercendo funções de fiscalização e de incentivo (art. 174).

Conforme explica Eros Roberto Grau, a atuação do Estado na atividade econômica em sentido estrito (intervenção do Estado na atividade econômica) pode se dar por participação do Estado *no* domínio econômico, como agente econômico (nas modalidades intervenção por absorção ou intervenção por participação), ou *sobre* o domínio econômico, hipótese na qual o Estado atua como agente regulador (intervenção por direção ou intervenção por indução).

(GALGANO, Francesco. Un diritto di classe per i mercanti politici della società comunale. In: _____. *Lex mercatoria*, cit., p. 29-72). Explica o autor que o município representa um instrumento de controle político do mercado de produção urbano, garantindo direitos de monopólio sobre a produção local à classe mercantil. A interação entre o capital comercial e os poderes públicos da autoridade municipal também se revela sob outras formas, entre as quais gastos de caráter social e medidas de intervenção na economia, cujos custos recaem sobre toda a comunidade: *Al controllo della produzione citadina si accompagna, spesso, la sua incentivazione, attuata anche questa por il tramite dei pubblici poteri. Se per il controllo la mediazione pubblica è resa utile dalla forza coercitiva dell'autorità municipale, per l'incentivazione della produzione essa è, piuttosto, consigliata dalla opportunità di rendere <pubblico>, ossia ripartito fra tutte le classi sociali, il costo che l'incentivazione comporta. Quantunque gravata, in massima parte, dagli impegni militari, per la difesa o per l'espansione dei confini comunali (che per la classe mercantile é difesa o espansione del proprio controllo sul mercato della produzione), la spesa pubblica dei comuni conosce, pressochè ovunque, inpieghi <sociali>, giustamente considerati da Carlo Cipolla come <investimenti in capitale umano>: spese per l'instruzione pubblica, per l'annona pubblica, per la pubblica assistenza sanitária"* (Id. Ibid., p. 33). Ainda que a cidade medieval não possa ser comparada ao Estado Moderno, especialmente por não concentrar todos os poderes de governo da sociedade de seu tempo, conclui o autor que na cidade medieval já se verificavam alguns traços que, com o decurso do tempo, seriam atribuídos ao Estado capitalista: .. *il comune garantisce, com i suoi poteri di coercizione, il mantenimento delle condizioni obiettive dell'accumulazione; sviluppa, com uma politica <sociale>, la capacità produttiva della forza-lavoro; interviene, com misure di politica econômica, nel processo di accumulazione del capitale* (Id. Ibid., p. 34).

O planejamento não foi incluído entre as formas de intervenção, por entender o autor que o mesmo apenas *qualifica* a atuação do Estado *no* e *sobre* o domínio econômico.

1.2.1.1. Prestação de serviços públicos

Segundo Eros Roberto Grau, ao exercer *atividade econômica em sentido amplo* em razão de imperativo da segurança nacional ou em razão de relevante interesse coletivo (art. 173 e art. 177 da CRFB), o Estado realiza *atividade econômica em sentido estrito*. Ao exercer *atividade econômica em sentido amplo* para atender a interesse *social*, o Estado presta *serviço público* (art. 175). Portanto, afirma-se que a mera atribuição de determinada competência para a prestação de um serviço ao Estado não é suficiente para definir a *atividade econômica em sentido amplo* como *serviço público*. Imprescindível verificar-se as razões que a determinaram.

Desta feita, o autor assim se manifesta acerca da noção de serviço público:

> Serviço público, assim, na noção que dele podemos enunciar, é atividade explícita ou supostamente definida pela Constituição como indispensável, em determinado momento histórico, à realização e ao desenvolvimento da coesão e da interpendência social (Duguit) – ou, em outros termos, atividade explícita ou supostamente definida pela Constituição como serviço existencial relativamente à sociedade em um determinado momento histórico (Cirne Lima) [150].

Sobressai, portanto, o elemento material.

Firmando posição no cenário doutrinário brasileiro[151] acerca da polêmica noção de *serviço público*, referido autor ressalta o equívoco em se conceituar *serviço público*

---

[150]GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 135.

[151]Faz-se pertinente traçar, em breves linhas, o panorama do debate doutrinário acerca da noção *serviços públicos*, de forma a realçar o entendimento do tema a conformar a classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico lavrada por Eros Roberto Grau, a qual foi adotada no presente estudo. Imprescindível aludir ao entendimento de Celso Antonio Bandeira de Mello, o qual, segundo destaca Eros Roberto Grau, originariamente postulou na doutrina brasileira a distinção entre atividades econômicas que são obrigatoriamente serviços públicos (*privativos*), atividades que podem ser serviços públicos (*não privativos*) e aquelas que não podem ser serviços públicos (*atividade econômica em sentido estrito*) (Cf. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 125).
Segundo Celso Antonio Bandeira de Melo: *Serviço público* é toda atividade de oferecimento de utilidade ou comodidade material destinada à satisfação da coletividade em geral, mas fruível singularmente pelos administrados, que o Estado assume como pertinente a seus deveres e presta por si mesmo ou por quem lhe faça as vezes, sob um regime de Direto Público – portanto, consagrador de prerrogativas de supremacia e de restrições especiais -, instituído em favor dos interesses definidos como públicos no sistema normativo

como *atividade sujeita a regime de serviço público*, por se privilegiar a forma em detrimento do conteúdo, incorrer-se em tautologia, e em razão da constatação de que não existe uma totalidade normativa que se possa referir como *regime de serviço público*[152].

A CRFB qualifica determinadas atividades econômicas como *serviços públicos*. À luz do texto constitucional, Eros Roberto Grau distingue *serviços públicos privativos* (prestação privativa do Estado, de forma direta ou por meio de entidades do setor privado, apenas sob o regime de concessão ou permissão) e *serviços públicos não privativos* (podem ser prestados também pelo setor privado, independentemente de concessão, permissão ou autorização)[153].

(*Curso de direito administrativo*, cit., p. 642). Observa-se, assim, que o autor destaca dois elementos da referida noção: (i) material: prestação de utilidade ou comodidade fruível singularmente pelos administrados ; e (ii) formal: específico regime de Direito Público, isto é, uma unidade normativa , ressaltando ser este último indispensável, por conferir à noção seu caráter *jurídico*.

Portanto, referido específico regime de Direito Público revela-se indispensável ao entendimento da noção de serviço público. Conforma-o, segundo o Celso Antonio Bandeira de Melo, os princípios de Direito Administrativos e também os *princípios do serviço público*, assim relacionados: (i) dever inescusável do Estado de promover-lhe a prestação, direta ou indiretamente; (ii) supremacia do interesse público; (iii) adaptabilidade: atualização e modernização dentro das possibilidades econômicas do Estado; (iv) universalidade; (v) impessoalidade; (vi) continuidade; (vii) transparência; (viii) motivação; (ix) modicidade das tarifas; (x) controle interno e externo sobre sua prestação.

Celso Antonio Bandeira de Mello destaca que existem *serviços públicos* assim definidos por determinação constitucional. São obrigatoriamente serviços públicos aqueles que a CRFB arrola como de competência das entidades públicas. Porém, não se toma por exaustiva a enumeração constante da CRFB.

A este respeito, ressalte-se que o autor adota a distinção entre *serviços públicos privativos* do Estado, os quais devem ser prestados diretamente ou mediante autorização, concessão ou permissão, e os *serviços públicos não-privativos* do Estado. Esta segunda categoria abrange os serviços que o Estado deve prestar, fazendo-o sob o regime de Direito Público, sem o afastamento da livre iniciativa deste campo de atividades. Quando desenvolvidas pelo setor privado, entende o autor que tais atividades serão submetidas a disciplina normativa mais estrita, dada a relevância social que ostentam. Observa-se, portanto, que o autor confere ao tema tratamento substancialmente distinto daquele adotado por Eros Roberto Grau, anteriormente referido.

Finalmente, segundo Celso Antonio Bandeira de Melo, a CRFB prevê quatro hipóteses de serviços públicos que não se submetem à titularidade exclusiva do Estado: saúde, educação, previdência social e assistência social. A CRFB afirma o dever do Estado em sua prestação, mas dispõe serem livres à iniciativa privada (saúde, art. 199; educação, art. 209); expressamente prevê a presença de particulares, independentemente de concessão ou permissão (assistência social: art. 204, incisos I e II); ou afirma a atuação complementar da iniciativa privada (previdência social, art. 202) (*Curso de direito administrativo*, cit., p. 641-666).

[152]GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 117.

[153]Eros Roberto Grau, em edições anteriores da obra, verificando que os *serviços públicos não privativos*, por ostentarem como substrato uma atividade econômica que pode ser desenvolvida pelo Estado, a título de *serviço público*, e também pelo setor privado, adotou entendimento segundo o qual o desenvolvimento de tais atividades pelos particulares se qualificaria como *atividade econômica em sentido estrito*. O autor assim explica a relevante alteração promovida em seu entendimento a respeito do tema: O raciocínio assim desenrolado era evidentemente errôneo, visto ter partido de premissa equivocada, qual seja, a de que a mesma atividade caracteriza ou deixa de caracterizar serviço público conforme esteja sendo empreendida pelo Estado ou pelo setor privado. Isso, como se vê, é inteiramente insustentável (*A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 123). Por esta razão, sustenta o autor que há *serviço público* mesmo nas hipóteses de prestação de educação e saúde pelo setor privado. Se assim não o fosse, afirma o autor, não haveria razão para a disposição expressa constante dos arts. 209 e 199 da CRFB que declaram livres à iniciativa privada a assistência à saúde e o ensino.

1.2.1.2. Atuação *no* domínio econômico

Há atuação do Estado como agente econômico *no* domínio econômico por *absorção* nos casos em que o Estado assume integramente o controle dos meios de produção e/ou troca em determinado setor da economia. Trata-se do regime de monopólio[154].

Já a atuação do Estado agente econômico na modalidade *participação* ocorre quanto este assume parcela dos meios de produção e/ou troca em determinado setor da atividade econômica, atuando em regime de competição com os particulares.

1.2.1.3. Atuação *sobre* o domínio econômico

A atuação do Estado *sobre* a atividade econômica em sentido estrito pode ser realizada por *direção* ou por *indução*. Explica o autor que as *normas de intervenção por direção* caracterizam-se por comandos imperativos dirigidos aos agentes que atuam no campo da atividade econômica em sentido estrito, inclusive às empresas estatais que explorem referida atividade.

Já as *normas de intervenção por indução* não são dotadas da mesma carga de cogência das anteriores. São *normas dispositivas*. Passa-se da sanção aos estímulos, incentivos e prêmios[155], com a finalidade de fazer com que o agente econômico adote determinado comportamento[156].

1.3. Regulação da atividade econômica: aspectos jurídicos

De forma perspicaz, Diogo de Figueiredo Moreira Neto inicia seus ensinamentos sobre o fenômeno regulação com uma consideração histórica e conceitual de *função*

---

[154]CRFB, art. 177. Também, art. 21, inciso XXIII, do texto constitucional.

[155]Eros Roberto Grau ressalta que a *indução* também pode ser negativa: o Estado pode onerar por imposto a importação de determinado bem. Acrescenta o autor que a indução pode ocorre sem que o Estado adote *normas de intervenção por indução*, mas pela execução de obras ou serviços públicos de infra-estrutura que dinamizem a atividade econômica em sentido estrito de determinado setor ou região (Cf. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 149).

[156]A este respeito: BOBBIO, Norberto. A função promocional do direito, cit., p. 1-21.

reguladora. Apura o autor que seu conceito mais antigo é identificado no século XVIII, conotado à Mecânica: uma bola de ferro que atuava como uma peça *reguladora* para controlar o *equilíbrio* da pressão do vapor aquecido nas primeiras máquinas a vapor, evitando a explosão destas. No século seguinte, anota o autor, a idéia de *regulação* conotada a *equilíbrio* surge na Biologia. Este conceito, aperfeiçoado pela descrição da função autopoiética, é alçado às Ciências Sociais e adotado pela Teoria Geral dos Sistemas: função que preserva o equilíbrio de um modelo em que interagem fenômenos complexos [157].

O retorno às origens do conceito é profícua, por revelar que, inadvertidamente, o olhar se volta sempre aos atos, às normas, aos princípios que se instrumentaliza à guisa de exercício da função reguladora. Em verdade, releva indagar acerca dos condicionantes da própria *função reguladora*.

No intuito de contribuir para a formulação de uma teoria jurídica da regulação econômica, Floriano de Azevedo Marques Neto, em ensaio intitulado Limites à abrangência e à intensidade da Regulação Estatal , empreende investigação sobre os limites jurídico-constitucionais para o exercício da função estatal de regulação, valendo-se, como ponto de partida, dos seguintes questionamentos: *... a regulação estatal da economia encontra limites na Constituição (que, de resto, prevê expressamente essa função)? Se existem tais limites, como eles atuam no sentido de balizar esta atividade estatal?* [158].

Explica o mencionado autor que, em maior ou menor grau, todas as atividades econômicas desempenhadas pelos particulares estão sujeitas à regulação estatal. Ou seja, mesmo não estando sujeitas à regulação setorial, na qual se identifica a existência de um arcabouço regulatório especificamente voltado para a ordenação do setor relacionado àquela atividade desempenhada pelo particular, ainda assim, toda a atividade econômica se sujeitará, de forma residual, à regulação geral, seja a relacionada à defesa da concorrência, à proteção do meio ambiente ou à defesa do consumidor.

Como toda e qualquer competência estatal, a regulação deve estar sujeita a limites, que podem ser exprimidos graficamente por dois vetores limitativos (horizontal e vertical). Assim, ao perquirir sobre a existência de limites à abrangência (plano horizontal) da regulação estatal sobre a economia, Floriano de Azevedo Marques Neto identifica no

---

[157]MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. op. cit., p. 67-68.

[158]MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Limites à abrangência e à intensidade da regulação estatal. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. n. 1, p. 69-92, jan./mar. 2003.

princípio da subsidiariedade o norte axiológico, a ser utilizado para definir a *extensão* da atividade regulatória em relação aos diversos setores da economia[159].

Já no plano vertical, cabe perquirir acerca dos limites constitucionais relacionados à *intensidade* e *profundidade* da atividade regulatória a ser licitamente desempenhada pelo Estado, seja na vertente normativa, seja na vertente executiva ou judicante. Assim, sustenta o mencionado autor que, além dos princípios constitucionais da Administração Pública (art. 37, *caput*, da CRFB) e dos princípios constitucionais explícitos e implícitos que norteiam a ordem econômica, o princípio da proporcionalidade[160] desempenha importante papel na definição das restrições à *intensidade* e *profundidade* da regulação, apontando o modo e a forma pelas quais será desempenhada a atividade regulatória, a qual não deverá extrapolar os limites daquilo que for estritamente necessário aos fins almejados[161].

Calixto Salomão Filho dedica-se ao tema sob uma perspectiva diversa. Partindo da crença da necessidade de difusão do conhecimento econômico, afirma ser necessário que a regulamentação da atividade econômica propicie canais de transmissão deste conhecimento, que é adquirido de forma difusa na sociedade. O fundamento jurídico da regulação reside na procedimentalização da atividade econômica. Observa o autor:

---

[159]Nas palavras de Floriano de Azevedo Marques Neto, o princípio da subsidiariedade, aplicado ao campo da regulação econômica: ... predica que apenas se fará possível o estabelecimento de uma incidência regulatória estatal sobre um campo da economia se nele existirem valores ou interesses públicos cuja proteção ou promoção não possa prescindir da atuação estatal. Para o estabelecimento desta regulação mesmo que por manifestação legislativa não bastará uma decisão de poder. Há que existir razões e fundamentos aptos a justificar a restrição à liberdade de iniciativa (algo inerente à atividade regulatória estatal), razões estas que deverão estar lastreadas no interesse geral da coletividade. Sem isso, o ato ou a lei padecerão de vício de motivo, de falha em um requisito material essencial, padecendo assim de inconstitucionalidade (MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. op. cit., p. 69-92).

[160]O referido princípio alberga, segunda a doutrina, uma tríplice dimensão relacionada aos subprincípios da *adequação*, *necessidade* e *proporcionalidade em sentido estrito*. Assim, de acordo com o princípio da proporcionalidade, o Poder Público deve selecionar meios idôneos para a realização de seus fins (*adequação*). Dentre os meios idôneos, deve-se optar por aquele(s) que traga(m) menos restrições aos particulares, evitando impor sacrifícios desnecessários aos cidadãos (*necessidade*). Por fim, deverá ponderar-se o custo-benefício entre os meios escolhidos e fins almejados (*proporcionalidade em sentido estrito*), para que os ônus não sejam superiores aos bônus. As medidas estatais ficam submetidas ao chamado teste de proporcionalidade , para que possam ser consideradas legítimas e constitucionais. (Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Curso de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 64-65).

[161]Nos dizeres de Floriano de Azevedo Marques Neto: Serve, portanto, o princípio da proporcionalidade como um segundo importante crivo de aferição da adequação da atividade regulatória. Através dele se pode aferir se uma determinada manifestação regulatória se deu com a intensidade adequada. Isso porque, mesmo num setor onde se verifiquem as condições justificadoras da abrangência regulatória, poderá o regulador atuar regulando desmedidamente o setor ou praticando atos inconciliáveis com a proporcionalidade (impondo uma restrição incompatível com o benefício coletivo, atribuindo um ônus desproporcional ao bônus granjeado ou ainda sancionando um conduta de forma exacerbada). Nestas oportunidades ainda que aceitável a regulação (à luz do princípio da subsidiariedade), o manejo da competência do regulador estará condenado por desatender a devida e obrigatória proporcionalidade (MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. op. cit., p. 69-92).

Enquanto garantia institucional da correção e equilíbrio do processo de interação econômica, a regulação ganha justificativa autônoma [162].

Para tanto, o mencionado autor propõe duas modificações de método. A primeira é a substituição da intervenção tradicional do direito, de caráter compensatório, por uma intervenção de natureza estrutural. Há que se intervir diretamente nas estruturas jurídicas e nos institutos jurídicos que a protegem, com o objetivo de propiciar acesso e escolha para os indivíduos. Afirma o autor: Não basta definir direitos subjetivos e seus titulares que, desprotegidos, buscarão indenização. É preciso disposição pra intervir na organização empresarial, estabelecendo os interesses que devem ser representados ou, ao menos, considerados [163].

Dessa forma, sustenta o mencionado autor, faz-se necessário complementar as tradicionais declarações de princípios por uma identificação de interesses a serem protegidos. Ao lado dos princípios e das regras, o dispositivo declaratório de interesses .

A este respeito, interessante anotar a observação de Diogo de Figueiredo Moreira Neto acerca das normas reguladoras , as quais se revelam como espécies normativas *sui generis*, distintas das normas legais tradicionais empregadas no Direito Administrativo: A primeira distinção está na destinação: as normas reguladoras não são *preceptivas de conduta*, como se desenvolverá adiante, mas *preceptivas de resultado*, a serem atingidos com *eficiência*, equilibrando continuamente e do melhor modo interesses e valores em concorrência, que se embatem em setores críticos das *relações interprivadas*, assim definidos e destacados por lei [164].

Finalmente, Calixto Salomão Filho sugere um elemento relacionado ao mérito da regulação da atividade econômica: as regras que resultarem dos dispositivos declaratórios de interesses devem necessariamente permitir o acesso amplo às estruturas econômicas e aos produtos de sua atividade[165].

---

[162]SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros Ed., 2012. p. 34.
[163]Id. Ibid., p. 63.
[164]MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. op. cit., p. 113.
[165]Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*: novos temas, cit., p. 65.

1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil

Ao se pensar em formas de atuação do Estado no processo econômico no Brasil, merece menção a criação do Banco do Brasil em 12 de outubro de 1808, por meio de alvará assinado pelo Príncipe Regente e pelo Presidente do Real Erário, por ilustrar a dinamização simultânea das diversas técnicas de intervenção estatal no domínio econômico. Apesar de não ter sido expressamente denominado companhia em seus estatutos, a doutrina o reconhece como a primeira sociedade por ações constituída no País[166]. Seu controle acionário estava a cargo da Coroa Portuguesa, e se fez constar em seus estatutos que seus fundos seriam formados por ações, cuja circulabilidade estaria garantida pelo atributo de impenhorabilidade, destinando-se assim à participação do setor privado. O Banco do Brasil desempenhava as atividades de banco (operações de desconto; empréstimos; recebimentos de depósitos de prata, ouro, diamantes ou dinheiro; comércio de ouro e de prata); de banqueiro da monarquia portuguesa recém-chegada no Brasil (realização de fundos para a manutenção da família real e da corte); de emissão de papel-moeda, para solucionar a escassez do meio circulante (emissão de letras e bilhetes pagáveis à vista, ao portador).

Segundo a doutrina, o ativismo do Estado brasileiro no processo econômico[167] ocorre de forma mais ampla e estruturada a partir de 1940[168], destacando-se a exploração direta da atividade econômica sob a forma empresarial.

---

[166]Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. 2. ed. *A Lei das S.A.*: pressupostos. Elaboração. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1, p. 104-105. luz dos estatutos do primeiro Banco do Brasil , os autores também destacam a disciplina das seguintes matérias: (i) limitação da responsabilidade dos sócios do banco; (ii) a distribuição de dividendos semestrais e a constituição de reserva da sexta parte referente a cada ação; (iii) a previsão de assembléias anuais para eleição da administração, compostas pelos 40 maiores capitalistas, nas quais se fixou o limite máximo de 4 votos por acionista; (iv) existência de normas sobre a administração.

[167]A respeito dos esforços estatais para reaparelhamento da máquina pública voltada à coordenação da atividade econômica desde a reforma administrativa de 1937, e atuação do Banco de Desenvolvimento Econômico – BNDE, vide: SHAPIRO, Mario Gomes. A regulação institucional no sistema financeiro: a atuação do BNDES no financiamento do desenvolvimentismo. In: _____. *Novos parâmetros para a intervenção do estado na economia*: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 81-103.

[168]Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal*: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010. p. 17-60. O autor apresenta percuciente análise crítica da evolução histórica da atuação direta do Estado no campo econômico sob a forma empresarial.

Explica Mario Engler Pinto Junior[169] que os investimentos inaugurais nos setores siderúrgico, petrolífero e elétrico constituem o verdadeiro marco do capitalismo brasileiro de Estado. Trata-se de setores estratégicos para o desenvolvimento do País e à época o setor privado não se mostrava apto a realizar os aportes, vultosos, necessários à consecução dos projetos, caracterizados por serem de longo prazo e alto risco. De fato, o mercado de capitais revelava-se, àquele tempo, incipiente[170]. A criação da Petróleo Brasileiro S/A – PETROBRÁS, com forte apelo nacionalista, e da Centrais Elétricas Brasileiras S/A – ELETROBRÁS, na década de 50, resultam da necessidade de reforço aos instrumentos de planejamento.

---

[169]Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 24-27. Segundo o autor: A empresa estatal surge pra ocupar espaços vazios deixados pelo setor privado e não com o propósito de disputar o mesmo mercado. Consequentemente, acaba assumindo função regulatória no sentido de organizar a cadeia produtiva na qual se insere, mediante a distribuição de papéis baseada na ideia de especialização de funções, com o fornecimento de insumos básicos considerados essenciais para viabilizar a instalação de empreendimentos privados (obra citada, p. 25-26). Data desta época a criação da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), sob a forma de sociedade de economia mista em 1941, com participação majoritária do Tesouro Nacional; e da Companhia Vale do Rio Doce.

[170]São palavras de Trajano de Miranda Valverde lançadas na justificativa que acompanha o anteprojeto que culminou no Decreto-lei 2.627, editado em 26 de setembro de 1940 e originado da lavra do ilustre jurista: *Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as nossas Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda. É a ausência integral dessa economia criadora, que aspira correr riscos, inseparáveis de toda empresa industrial ou comercial, porque há probabilidade de lucros compensadores* (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 112).

O Decreto-lei nº 2.627/1940 disciplinou as sociedades por ações no período de expansão da indústria nacional incrementado na década de 50. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira consideram se tratar de uma lei mais restritiva que inovadora, mais voltada às sociedades fechadas que às abertas (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v. 1, p. 112).

É interessante notar que alguns meses após sua promulgação, a aplicação do Decreto-Lei nº 2.627/1940 foi alterada pelo Decreto-Lei n 2.928, de 03 de dezembro, o qual dispôs: *Art. 1º As sociedades por ações, nas quais o Governo Federal interfira diretamente na constituição dos órgãos de sua administração ou seja subscritor de parte de seu capital, ficam excluídas da aplicação obrigatória das normas dos arts. 127, nº I, e 130 do decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, e de seus efeitos. Parágrafo único. Os respectivos estatutos regularão a matéria constante dos referidos artigos* (grifou-se). Referidos dispositivos disciplinavam as atribuições dos membros do conselho fiscal da sociedade anônima, com expressa previsão: *I – Examinar, em qualquer tempo, pelo menos de três em três meses, os livros e papeis da sociedade, o estado da caixa e da carteira, devendo os diretores ou liquidantes fornecer-lhes as informações solicitadas; ...* ; e a constituição do fundo de reserva: *Art. 130. Dos lucros líquidos verificados far-se-á, antes de qualquer outra a dedução de cinco por cento, para a constituição de um fundo de reserva, destinado a assegurar a integridade do capital. Essa dedução deixará de ser obrigatória logo que o fundo de reserva atinja 20% (vinte por cento) do capital social, que será reintegrado quando sofrer diminuição* .

As enfáticas observações de Trajano de Miranda Valverde a este respeito revelam o quão antigas são as polêmicas e as dificuldades na conjugação de capitais públicos e privados e na dinamização das distintas técnicas de atuação estatal no processo econômico: *Não há lei, porém, que resista quando a sua autoridade é diminuída pelo próprio Estado que a edita* [...]. *Êstes preceitos da lei das sociedades por ações têm finalidade moralizadora. Visam à defesa da empresa e dos acionistas. Pois bem. O Estado entende que para ele não servem quando participante do capital da sociedade por ações."* (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940: arts. 1º a 73. Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 36).

Em 1944, o Decreto-Lei 6.464 estabeleceu uma exceção ao limite de emissão de ações preferenciais, excluindo da restrição as sociedades cuja maioria de ações pertencesse a pessoas jurídicas de direito público (sociedades de economia mista).

Em 1945 foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC (Decreto-Lei 7.293, de 02 de fevereiro de 1945), diretamente subordinada ao Ministro da Fazenda. A este órgão foram atribuídos o controle do mercado monetário e a preparação da criação de um Banco Central, incumbindo-lhe, até o advento de um banco central, autorizar e fiscalizar as instituições financeiras. O Banco Central do Brasil (BACEN) somente viria a ser criado 20 anos depois, após longos e polêmicos debates sobre o tema[171].

Conforme já relatado, na passagem da década de 40 para a década de 50, apesar da necessidade por crédito de longo prazo, o mercado de capitais brasileiro não se mostrava atrativo[172]. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira relatam que em 1948 foi constituída uma comissão composta por brasileiros e norte-americanos, conhecida como missão Abbink , com o objetivo de realizar estudos sobre a economia brasileira e indicar medidas para seu desenvolvimento. O resultado de seus trabalhos foi apresentado ao governo brasileiro em 1949. No que tange aos problemas de financiamento do desenvolvimento econômico, indicou (i) a necessidade de reforma da lei de sociedades por

---

[171]Sidney Turczyn ressalta que a vinculação direta da SUMOC à Presidência da República encerrava empecilho à sua atuação técnica. O autor menciona estudo da autoria de José Marcos Nayme Novelli (*Instituições, política e idéias econômicas*: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998). São Paulo: Annablumer/Fapesp, 2001) sobre a atuação da SUMOC nos seus quase 20 anos de existência, no que se concluiu que sua atuação limitada teve como um dos fatores a subordinação financeira ao Banco do Brasil S/A, funcionando quase como apenas uma diretoria daquela instituição financeira. Assim é descrita a situação da SUMOC pelo autor: falta de funcionários, corpo técnico próprio somente em 1950, ausência de instalações físicas próprias, os recursos próprios somente vieram em 1954. De fato, o art. 7° do referido Decreto-Lei assim dispôs: **Art.** 7º Fica o Ministro da Fazenda autorizado a contratar com o Banco do Brasil S.A., a execução dos serviços da Superintendência da Moeda e do Crédito. § 1º O contrato, previamente lavrado no livro próprio de têrmos existente no Gabinete do Ministro, dependerá de aprovação por decreto do Govêrno.§ 2º Das cláusulas do contrato constará que o Diretor Executivo da Superintendência terá idênticas vantagens às que usufruem os diretores do Banco do Brasil S.A. . A leitura de seu art. 4º revela que as quantias relativas ao denominado *compulsório* eram depositadas naquela instituição financeira, à ordem da SUMOC. Assim, a doutrina aponta que as funções naturalmente atribuídas a um banco central teria ficado sob a subordinação do Banco do Brasil S/A naquele tempo. TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

[172]Os títulos de dívida privados eram emitidos com vencimento em poucos meses. Quase não havia emissão de debêntures. As letras de câmbio circulavam com aceite aposto pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento, em geral com vencimento em seis meses, e eram negociadas com desconto. Os títulos da dívida pública eram adquiridos, principalmente, por fornecedores do Poder Público, para cumprir a exigência de caução nos contratos administrativos. A população brasileira vertia sua poupança ao investimento em imóveis (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 119-121; e TURCZYN, Sidnei. op. cit., p. 103-105). Pode-se dizer que este cenário resultava, em parte, do fato de que mesmo ante a crescente inflação, o Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933, vedava a estipulação de obrigações com cláusula de indexação, e a cobrança de juros superiores a 12% ao ano também era vedada, nos termos do Decreto n 22.626, de 07 de abril de 1933, mais conhecido como Lei da Usura . Pode-se analisar a seara tributária na tentativa de encontrar outras explicações: o valor nominal das ações era o mesmo por anos, pois a reavaliação dos ativos da sociedade por ações era tributada como lucro da pessoa jurídica à época, e a capitalização da referida reavaliação e de lucros acumulados também não se mostrava viável, pois eram tributados como rendimento auferido pelos acionistas (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 119-121).

ações e a criação de um órgão para exercer funções de polícia administrativa no mercado de capitais brasileiro, semelhante à *Securities and Exchange Commission*, criada nos Estados Unidos em 1934; (ii) a criação de um banco central e de instituições financeiras especializadas; e (iii) a aplicação em títulos públicos e particulares das reservas previdenciárias e securitárias e dos depósitos em caixa econômica[173].

Em 1952, foi criado o Banco Nacional de Desenvolvimento – BNDE[174], para financiamento de longo prazo, como resultado de uma Comissão Mista Brasil-Estados Unidos firmada em 1950. A partir do ano seguinte, esta comissão passou a se dedicar à elaboração de projetos de investimento na infraestrutura do País, os quais seriam financiados pelo Banco Mundial e pela instituição norte-americana *Eximbank*. Ao BNDE caberia a função de atuar nas operações de financiamento e de fomento da economia nacional. O BNDE passou também a participar da formulação da política para o desenvolvimento nacional e, em 1955, tem início sua maior atuação no mercado de capitais (organização ou participação em operações e distribuição de ações e projetos financeiros sob a forma de subscrição de capital social), utilizado como alternativa à concessão de

---

[173]Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 118.

[174]Nos termos da Lei 1.628, de 20 de junho de 1952, o BNDE, foi criado sob a forma de autarquia, dotado de personalidade jurídica e autonomia administrativa, vinculado ao Ministério da Fazenda. Entre outros recursos destinados à formação dos fundos do BNDE encontrava-se a parcela de adicional sobre o imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas e sobre a reserva de lucros não distribuídos pelas pessoas jurídicas, com previsão de restituição por meio de títulos de emissão da União, denominados obrigações do reaparelhamento econômico , negociáveis em bolsa de valores. De fato, a Lei 1.474/1951 criou o Fundo de Reaparelhamento Econômico , cuja administração foi conferida ao BNDE quando de sua criação. Com o advento da CRFB e a criação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Lei 7.998, de 11 de janeiro de 1990), foram conferidos ao BNDES 40% (quarenta por cento) dos recursos destinados ao referido fundo.
Em 1971, por meio da Lei nº 5.662, de 21 de junho, o BNDE passou à qualidade de empresa pública, dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, vinculada ao então Ministério do Planejamento e Coordenação Geral, nos termos do art. 189 do Decreto-lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967. Referida lei prevê, ainda, que o capital inicial da referida empresa pública, dividido em ações, pertence na sua totalidade à União Federal.
Em 11 de outubro de 2002, por meio do Decreto nº 4.418, foi aprovado o atual Estatuto Social da empresa pública Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Nos termos do parágrafo único de seu art. 2º, o BNDES está sujeito à supervisão do Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior e prevê o art. 3 ser referida empresa pública *o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal* e ter *por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País* . Para tanto, dispõe seu art. 4 , que o BNDES exerce *suas atividades, visando a estimular a iniciativa privada, sem prejuízo de apoio a empreendimentos de interesse nacional a cargo do setor público* .
Finalmente, Nos termos de seu Estatuto, aprovado pelo Decreto nº 4.418/2002, os membros do conselho de administração do BNDES são indicados pelos Ministros de Estados do Planejamento, Orçamento e Gestão, do Trabalho e Emprego, da Fazenda e das Relações Exteriores e os demais pelo Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, e são nomeados pelo Presidente da República dentre brasileiros de notórios conhecimentos e experiência, idoneidade moral e reputação ilibada, para mandato de três anos. Seus diretores também são nomeados pelo Presidente da República e são demissíveis ad nutum .

empréstimos[175]. Destaca-se, assim, a atuação do BNDE no que tange a alterações na seara tributária, fomentando o debate sobre medidas que pudessem facilitar a aplicação de recursos no mercado de capitais.

Por meio do Plano de Metas no Governo de Juscelino Kubistchek, com o objetivo de desenvolver e modernizar o parque industrial, o Estado definiu os setores relevantes para a economia e se incumbiu também das necessárias conexões entre as cadeias produtivas. Para alterar radicalmente a estrutura produtiva, buscou-se a expansão dos investimentos das estatais, das companhias privadas de capital nacional e também das corporações multinacionais.

Explica Mario Gomes Shapiro que o BNDE foi um dos protagonistas no Plano de Metas[176], tanto em sua formulação quanto em sua execução. Na execução de referido Plano, o BNDE atuou no financiamento de recursos para os setores produtivos, especialmente siderurgia e energia elétrica. Como bem ressalta o mencionado autor, nesta época, em que também o governo brasileiro enfrentava dificuldade para endividamento externo, o BNDE acabou por exercer o papel de agente financeiro do Tesouro Nacional, atuando na captação, pelas empresas estatais e privadas, de recursos no exterior (os recursos destinados aos fundos sob sua administração foram apresentados como garantia perante os credores internacionais).

No início da década de 60, a expansão da infraestrutura se mostrava ameaçada pela dificuldade em obter soluções de financiamento de longo prazo, necessários ao processo de industrialização. As medidas voltam-se, assim, à modernização e ao fomento do mercado de capitais[177].

---

[175]Em 1958, com o advento da Lei nº 3.470, de 28 de novembro, possibilitou-se a correção monetária do ativo imobilizado das sociedades, bem como a não incidência do imposto sobre rendimentos de acionistas e sócios sobre as ações e quotas bonificadas.

[176]Cf. SHAPIRO, Mario Gomes. op. cit., p. 81-103.

[177]Explica Luiz Gastão Paes Barros Leães que a industrialização se desenvolveu entre 1945 e 1962 no Brasil de forma intensa, sem que o País contasse com um mercado de capitais pujante. Contudo, os mecanismos fiscais que possibilitaram o desenvolvimento da economia já se mostravam, à época, esgotados. Fazia-se urgente o recurso à poupança privada pela via do mercado de capitais, especialmente daquelas camadas sociais antes alijadas deste âmbito. O autor introduz em sua análise a inflação, que por um período serviu à transferência de recursos ao setor produtivo (Cf. LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*, cit., p. 126-135). Contudo, observa o autor que .. com o correr do tempo, o rendimento líquido do dispositivo inflacionário começou a declinar, posto que a inflação começou a se revelar incapaz de provocar aquele tipo de poupança involuntária gerada nos primeiros anos do surto inflacionário. Por volta de 1963, já estava tornando claro que os potenciais de inflação, como instrumento desenvolvimentista, se achavam exaustos . A incontrolável inflação também se refletira nas sérias tensões políticas e sociais daqueles anos (Id. Ibid., p. 126-135).

O Governo Castello Branco assumiu o poder em 1964 e seguiu-se a publicação do Programa de Ação Econômica do Governo para 1964-1966 (PAEG). Entre suas medidas, foi inserido o desenvolvimento do mercado de capitais, com a edição de uma lei para discipliná-lo e a criação de incentivos fiscais para estimular a aplicação da poupança privada naquele âmbito[178].

Realizou-se uma profunda reestruturação no Sistema Financeiro Nacional. O mercado de capitais brasileiro é profundamente marcado pela alteração de seu regime jurídico, a partir da opção do legislador, inspirado na solução norte-americana, pela adoção do *full and fair disclosure* como norte de sua estrutura normativa[179] [180], e pela política de alocação de recursos da poupança popular em títulos e valores mobiliários via incentivos fiscais[181] [182] [183] [184].

---

[178]A adoção de medidas indutoras foi justificada no Programa de Ação do Governo 1964/1966 (PAEG) pela concepção de que o governo deveria suplementar as forças do mercado livre para o alcance de volume desejável de poupança destinada ao financiamento das atividades produtivas, e não substituí-las (Cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 125).

[179]Este tema será abordado com mais vagar no Capítulo II da presente trabalho.

[180]O acesso ao mercado de capitais foi disciplinado nos termos dos arts. 16 e seguintes da Lei 4.728/1965. Impôs-se o registro de emissores e de emissões de valores mobiliários junto ao BACEN, com o objetivo de garantir a divulgação de informações ao público investidor. Ao CMN foi conferida competência para editar normas a respeito do referido registro.

[181]Nos termos do art. 14 da Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964, tornou-se possível ao contribuinte individual abater do valor da renda bruta anual integrante da base de cálculo do imposto de renda, as seguintes quantias, efetiva e comprovadamente desembolsadas pelas pessoas físicas no ano-base: 20 (vinte por cento) das quotas aplicadas na aquisição, ao Tesouro Nacional, ou aos seus agentes, de títulos nominativos da dívida pública federal ; 15 (quinze por cento) das quantias aplicadas na subscrição, integral, em dinheiro, de ações nominativas para o aumento de capital das sociedades anônimas, cujas ações, desde que nominativas, tenham sido negociadas, pelo menos uma vez em cada mês, em qualquer das Bôlsas de Valôres existentes no País, no decurso do ano-base ; 15 (quinze por cento) das quantias aplicadas em depósitos, letras hipotecárias ou qualquer outra forma, desde que, comprovadamente, se destinem, de modo exclusivo ao financiamento de construção de habitações populares, segundo programa previamente aprovado, pelo Ministro da Fazenda ; as quantias aplicadas na subscrição integral, em dinheiro, de ações nominativas de emprêsas industriais ou agrícolas, consideradas de interêsse para o desenvolvimento econômico do Nordeste ou da Amazônia, nos têrmos das Leis ns. 3.995, de 14 de dezembro de 1961, 4.216, de 6 de maio de 1963, e 4.239, de 27 de junho de 1963 .
Por meio da Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964, o legislador dispôs sobre o imposto de renda a ser recolhido pela pessoa jurídica, sob a alíquota de 28% sobre o lucro apurado e 7% sobre o lucro distribuído. Porém, nos termos do art. 39 da referida lei, a segunda incidência não foi aplicada às sociedades de capital aberto , definidas no art. 39 como aquelas que tenham ações efetivamente cotadas nas Bôlsas de Valôres e cujo capital com direito a voto, pertença na porcentagem mínima de 30% (trinta por cento) a mais de 200 (duzentos) acionistas que não possuam cada um mais de 3% (três por cento) do capital da sociedade e sejam pessoas físicas ou fundos mútuos de participação e capitalização .

[182]Interessante observar sob outro prisma o manejo de mecanismos da seara tributária para a ordenação e o fomento do mercado de capitais: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira indicam a coordenação das diversas incidências tributárias sobre rendimento de papéis negociados no mercado de capitais entre as medidas identificadas como necessárias à modernização do mercado de capitais brasileiro à época (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 123). Sobressai, assim, a necessidade de se pensar no aspecto *qualitativo* da atuação estatal *sobre* processo econômico encetada à época, no planejamento (A este respeito, vide GRAU, Eros Roberto. As formas de atuação do Estado em relação ao processo econômico: a noção de atividade econômica: o direito econômico, cit., p. 90-153).

A reestruturação do Sistema Financeiro Nacional ocorreu por meio de três importantes diplomas legais: (i) Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, que disciplinou o Sistema Financeiro de abitação , criou o Banco Nacional da abitação – BNH, e dispôs sobre as sociedades de crédito imobiliários, sobre letras hipotecárias e sobre o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo ; (ii) Lei n 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que reestruturou o Sistema Financeiro Nacional , dispôs sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e criou o Conselho Monetário Nacional - CMN e o BACEN[185]; e (iii) Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a qual reestruturou o mercado de capitais brasileiro[186] [187].

---

[183]A política dos incentivos fiscais foi mantida no ano de 1965. No termos dos arts. 53 e seguintes da Lei nº 4.728 foram conferidas vantagens tributárias ao investimento em valores mobiliários. É interessante notar que, para efeitos da atribuição das referidas vantagens tributárias, o legislador trouxe novamente à baila o conceito de sociedade de capital aberto . Porém, diversamente do disposto na nos moldes da Lei n 4.506/64, atribuiu ao CMN a competência para sua caracterização. A Resolução CMN nº 16, de 16 de fevereiro de 1966, traz menção a elevado grau de negociabilidade em bolsa de valores . Pode-se, afirmar, assim, que a noção de sociedade de capital aberto havia sido relacionada à liquidez das ações de sua emissão naquela época. Contudo, em1968 a Resolução CMN nº 16/66 foi revogada por meio da Resolução nº 106, de 11 de dezembro, elegendo-se outro elemento para a caracterização da sociedade de capital aberto : a dispersão acionária.

[184]Referida política perdurou até 1974, ano em que, por meio do Decreto-Lei nº 1.338, de 23 de julho, foi consolidada a disciplina da matéria, organizando-se e reduzindo-se os limites de dedução facultados aos contribuintes em razão da realização de operações no referido mercado.

[185]Conforme anteriormente explicitado, a Lei nº 4.595/64 resultou de um longo processo. Desde a época da criação da SUMOC, em 1945, os debates abrangiam três questões: a criação de um banco central e a distribuição de funções entre este e o Banco do Brasil; a disciplina das emissões de papel-moeda; e a disciplina da atividade dos bancos privados. Com o advento da Lei 4.595/1964, o Sistema Financeiro Nacional passou a ser integrado um órgão normativo, o CMN, e também pelo BACEN, criados para atuar de forma coordenada no âmbito regulatório. Nos termos do referido diploma legal, o legislador atribuiu ao CMN competência para disciplinar as atividades das bolsas de valores; das companhias de seguros e de capitalização; das sociedades que distribuíam prêmios em imóveis, mercadorias e dinheiro; dos corretores de fundos públicos; bem como a compra e venda de ações e títulos por qualquer pessoa, física ou jurídica, sem, porém, caracterizá-las como instituições financeiras . A este respeito da adequação da submissão de distintas atividades à mesma estrutura regulatória, entendimento de Sidnei Turczyn: *No caso presente, o fato de o legislador submeter ao regime próprio das instituições financeiras atividades sem qualquer similitude com a atividade financeira (tais como a distribuição de prêmios e sorteio de títulos) decerto produz o efeito de confundir o mercado e prejudicar os operadores pelo desvirtuamento conceitual do âmbito de abrangência da legislação. Essa opção legislativa, decerto, se prende à noção de proteção da poupança popular e à necessidade de estrutura fiscalizatória própria com especialização em aspectos financeiros, que, por aproximação, leva à atividade financeira* (TURCZYN, Sidnei. op. cit., nota 14, p. 130-131).

[186]O art. 2º do referido diploma legal estabeleceu a competência do CMN e do BACEN como reguladores do mercado de capitais, e dispôs sobre as finalidades da atuação estatal sobre este: proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; e evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço desses títulos, assegurando a observância de práticas comerciais eqüitativas por todos os participantes do mercado, inclusive regulando o exercício das atividades das corretoras.

Já seu art. 3º relacionou, entre as competências privativas do BACEN, a autorização da constituição e a fiscalização do funcionamento das bolsas, das operações das sociedades corretoras e das sociedades de investimento; das operações das instituições financeiras, das sociedades ou firmas individuais que tivessem por objeto a subscrição para revenda e a distribuição de títulos ou valores mobiliários, das companhias de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, ou que efetuassem, com qualquer propósito, a captação de poupança popular no mercado de capitais. Ao BACEN também foi conferida a fiscalização

Além da opção política que norteará a conformação da disciplina jurídica do mercado de capitais vigente até a atualidade, outros consectários da referida reestruturação se mostram relevantes. Para que se a bem compreenda, há que se ter em mente que o sistema financeiro brasileiro[188], à semelhança do norte-americano[189], foi delineado sob um modelo de especialização, verdadeira segmentação das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras, pelas demais pessoas jurídicas, e pelas pessoas naturais[190]. E neste

---

do cumprimento, pelas sociedades emissoras de títulos ou valores mobiliários negociados na bolsa, das normas vigentes voltadas para a proteção dos interesses dos comitentes nos mercados financeiro e de capitais.

[187]A Lei nº 4.728/65, resultado de anteprojeto da lavra de José Luiz Bulhões Pedreira, teve por objetivo modernizar o mercado de capitais brasileiro. Uma das preocupações centrava-se no sistema de intermediação de valores mobiliários, que se mostrava incipiente à época. Os corretores eram nomeados pelo Poder Público para cargo vitalício e hereditário. Porém, as atividades por eles desenvolvidas não se subordinavam ao regime de prestação de serviço público, dada às suas características, de atividade empresarial. A automática e garantida de corretagem foi identificada como outro entrave à busca por eficiência.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho destacam a definição de um quadro institucional que culminasse na criação de um sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais entre as principais medidas para modernização deste setor da economia (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 123.). Desta feita, os corretores foram organizados em sociedades, submetidas à fiscalização pelo BACEN. O *sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários* foi criado, integrado por *bôlsas de Valôres e das sociedades corretoras que sejam seus membros* , *instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais* , *sociedades ou emprêsas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar* , e *sociedades ou emprêsas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valôres mobiliários, e que estejam registradas nos têrmos do art. 12* ; cujas atividades foram disciplinadas e colocadas sob controle administrativo do Estado (art. 5º da Lei nº 4.728/65).

Outra relevante atividade foi objeto da Lei 4.728/1965: o funcionamento das sociedades e fundos de investimento (arts. 49 e seguintes). A administração de fundos em condomínio para a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários foi submetida à prévia autorização do BACEN. A disciplina da matéria foi atribuída ao CMN (art. 49, §1º), a fiscalização da referida atividade, ao BACEN (art. 49, §3º).

[188]Vislumbra José Afonso da Silva, à luz da Constituição da República Federativa do Brasil, dois sistemas financeiros: o público, que disciplina as finanças públicas e o orçamento público; e o denominado parapúblico , ou Sistema Financeiro Nacional , que disciplina as instituições financeiras creditícias públicas e privadas, de seguros, de previdência privada e de capitalização (in SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 20. ed. rev. atual. nos termos da Reforma Constitucional até a EC 35/01. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 800).

[189]Sidnei Turczyn aparta o denominado modelo de exercício compartimentado das atividades, adotado nos Estados Unidos da América, e o que se denomina modelo europeu, no qual os bancos eram considerados peça-chave do sistema financeiro e, assim, participavam de todas as modalidades de intermediação financeira (TURCZYN, Sidnei. op. cit., p. 128).

[190]Explica Sidnei Turczyn que tal reestruturação não se refletiu de imediato sobre a denominada compartimentação que caracterizava, à época, a estrutura do mercado, na qual pessoas jurídicas distintas atuavam em cada modalidade de operação, estas diferenciadas pela peculiaridade do crédito a ser concedido. Os grandes conglomerados financeiros atuavam por meio de, pelo menos, quatro pessoas jurídicas distintas: banco comercial; banco de investimentos; sociedade de crédito, financiamento e investimento; e sociedade de crédito imobiliário. Esta estrutura, assim compartimentada, perdurou até a concepção do banco múltiplo em 1988 (Cf. Id. Ibid., p. 130-132). A este respeito, vide Resolução CMN nº 1524, de 21 de setembro de 1988. Dessa forma, uma única instituição financeira pôde concentrar as atividades de banco comercial e de banco de investimentos, excluídos o arrendamento mercantil e os seguros.

sistema, as atividades poderiam ser agrupadas em dois grandes segmentos para financiamento, para a alocação da poupança no setor produtivo: crédito e investimento[191].

Pode-se verificar que a atuação estatal na disciplina de cada um destes segmentos foi concebida de forma distinta. Em linhas gerais, observa-se que a higidez das instituições financeiras aparece como preocupação relevante na disciplina do denominado mercado financeiro propriamente dito ou mercado de crédito, do financiamento por meio de concessão de crédito de curto e médio prazos pelas instituições financeiras aos agentes econômicos, com a previsão de critérios para controle da liquidez dos ativos das instituições financeiras, e mecanismos para controlar o denominado risco sistêmico . No que tange ao mercado de capitais, conforme já ressaltado, optou-se pela garantia da transparência, da divulgação de informações ao investidor, para que este possa, assim, formar sua convicção sobre investir e manter investimento em valores mobiliários.

A distinção entre as concepções que nortearam o desenvolvimento da disciplina jurídica de cada um destes segmentos se evidenciará marcadamente com o advento da Lei nº 6.385/76, a qual manteve o CMN como órgão normativo superior, porém distribuiu o exercício da função normativa e do poder-dever de polícia administrativa entre BACEN e CVM.

É importante que se compreenda que a referida secção no desenvolvimento das disciplinas jurídicas do *crédito* e do *investimento*, não ocorreu sem certo grau de convergência, em alguma medida derivada de modificações no próprio modelo até então adotado para a disciplina das atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras, pelo direito bancário; das inovações experimentadas na estruturação das operações pelos agentes econômicos, que utilizam os denominados instrumentos de crédito e instrumentos de investimento em interações cada vez mais complexas, para obter um determinado objetivo, seja a eliminação ou mitigação de um risco, ou a obtenção de lucro[192].

---

[191] A partir desta concepção, a intermediação e a denominada desintermerdiação financeiras são os critérios elegidos para traçar os limites entre mercado financeiro propriamente dito e mercado de capitais , tomados por espécies do gênero mercado financeiro . No primeiro, as instituições financeiras, geralmente os bancos captam os recursos dos poupadores, e emprestam estes recursos aos tomadores, posicionando-se, assim, *entre* investidores e beneficiários do financiamento. Já no mercado de capitais, os poupadores vertem seus recursos *diretamente* ao beneficiário. Para tanto, faz-se necessária a presença dos intermediários , a qual tem por objetivo promover a aproximação entre investidores e captadores dos recursos, a própria realização destas operações, bem como sua liquidação.

[192] Assevera Otavio Yazbek que produtos e estratégias, enfim, as relações entre os agentes econômicos integram mercado financeiro e de capitais na atualidade. Como resultado, ressalta o autor ser relevante pensar acerca da possível insuficiência desta abordagem justamente por não contemplar, por exemplo, as atividades securitárias e as mencionadas operações com derivativos (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 60-136). Pertinente transcrever a seguinte definição, delineada pelo referido autor: ... *mercado financeiro e de capitais é aquele em que*

No que tange à atuação do Estado *no* domínio econômico, nesta época se observa o início de esforços governamentais para o saneamento financeiro e a modernização organizacional das empresas estatais em busca de eficiência, por meio da criação de *holdings* e conselhos de formulação de políticas setoriais[193]. Ao PAEG, seguiu-se o Plano Decenal de Desenvolvimento Econômico e Social, para o período de 1966 a 1976, que mantém a política econômica calcada na forte expansão da atuação por meio das empresas estatais. Anota Mario Engler Pinto Junior que se destaca neste período a preocupação com a formação de quadros profissionais na burocracia estatal para a administração técnica e financeira estável das companhias controladas pelo Estado. A atividade empresarial estatal no Brasil segue em expansão até a primeira crise do petróleo e se deve, segundo o mencionado autor, à reforma administrativa implementada pelo Decreto-lei 200/1967, à crescente demanda por infraestrutura básica, em setores em que o Estado figura como único fornecedor (eletricidade e telecomunicações), e à diversificação e expansão das atividades da PETROBRÁS e da Companhia Vale do Rio Doce (constituição de subsidiárias e composições societárias com capital privado)[194]. No final da década de 60, o setor de tecnologia é inserido no campo de atuação empresarial do Estado, com destaque para a criação da Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A – EMBRAER.

Em 1967 as sociedades anônimas enfrentaram crise de liquidez, e mais uma vez, o Estado buscou a solução na criação de incentivo fiscal, por meio da edição do Decreto nº 157, em 10 de fevereiro daquele ano (Fundos 157)[195].

---

são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas (Id. Ibid., p. 131). Pode-se afirmar a persistência dos traços destes distintos enfoques da disciplina jurídica do *crédito* e do *investimento.* Mas há que se destacar que se observa na atualidade (especialmente após a crise financeira deflagrada a partir dos Estados Unidos da América em 2008) um debate, ainda embrionário, porém já de todo polêmico, sobre a necessidade de alteração desta concepção, em especial para bem se compreender um dos objetivos das relações que se estabelecem no mercado financeiro e de capitais , o qual nem sempre fora objeto de intensa preocupação: o elemento risco, sua assunção, sua administração e sua distribuição. Pertinente e sempre atual, portanto, a advertência do mencionado autor.

[193]Observa Mario Engler Pinto Junior que no período posterior a 1964, as empresas estatais passam a atuar de forma marcadamente setorizada e incorporam padrões gerenciais modernos, lógica expansionista e padrões de acumulação capitalista (Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 31-32). Anota o autor a interação entre as medidas de saneamento financeiro das empresas estatais e as tentativas de contenção da inflação. Os *déficits* operacionais das empresas estatais eram vistos como relevantes fontes inflacionárias, pois os subsídios e as transferências de recursos exigidas ensejavam a emissão primária de circulante.

[194]Cf. Id. Ibid., p. 31-37.

[195]Nos termos do Decreto nº 157/67, permitiu-se que as pessoas físicas aplicassem até 10% do valor a ser pago a título de imposto sobre a renda no exercício de 1967, e as pessoas jurídicas, até 05%, na aquisição de certificados de compra de ações, os quais eram vendidos por bancos de investimento, por sociedades de crédito, financiamento e investimento, e também por sociedades corretoras. Estes recursos seriam vertidos nas sociedades anônimas via fundos de investimento, que ficaram conhecidos como fundos 157 ,

O ano de 1971 é marcante para a história do mercado de capitais brasileiro. No primeiro semestre observou-se forte movimento especulativo e verdadeiro clima de euforia nas bolsas de valores. Houve alta generalizada dos preços das ações – que teria alcançado 230% na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro -, e também do volume de operações bursáteis. Relata a doutrina que pessoas vendiam imóveis e bens de toda natureza para aplicar os recursos na bolsa de valores, geralmente sem se preocuparem em se municiar previamente das informações necessárias a tanto[196]. O movimento especulativo propiciou o surgimento dos abusos, da utilização de informação privilegiada e da manipulação. A euforia perdurou até junho de 1971, momento em que teve início da queda das cotações das ações e do volume de negócios. Os investidores imputaram o imenso prejuízo aos intermediários e à atuação fiscalizatória exercida pelo BACEN.

A grave crise de 1971 tem por efeito o surgimento de um movimento por uma nova reforma da disciplina do mercado de capitais, com o objetivo de propiciar maior proteção ao investidor. Entre as medidas debatidas, encontra-se a substituição do BACEN na função de polícia administrativa deste mercado.

No que tange às empresas estatais, sua forte atuação encontra-se prevista no II Plano Nacional de Desenvolvimento para o período de 1974 a 1976, em fase marcada pela tentativa de maior definição entre o papel das estatais e do empreendimento privado nos setores econômicos, seja por meio da especialização de funções em determinado setor econômico, a serem distribuídas entre empresas estatais e as companhias privadas, ou da adoção de modelos para a associação entre capital privado, nacional e estrangeiro, e capital público. A fase de forte expansão da atividade empresarial estatal se encerra em 1975. A partir de 1976, que passam a ser consideradas fontes e desequilíbrios macroeconômicos do

---

exclusivamente para subscrição de ações ou aquisição de debêntures conversíveis em ações, de emissão das referidas companhias, as quais eram obrigadas a empregar os recursos como capital de giro, pelo prazo de 03 anos. Já no ano seguinte, os objetivos do programa de incentivos fiscais instituído pelo Decreto nº 157 foram alterados, permitindo-se que 1/3 dos recursos dos fundos 157 fossem utilizados para a compra de ações no mercado secundário.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ressaltam a importância de se analisar o mecanismo criado pelo referido decreto, conhecido por fundos 157 , para aferir o comportamento do mercado de valores mobiliários nos anos que se seguiram. Os contribuintes valeram-se da opção pela aplicação de recursos, os quais eram destinados ao pagamento do imposto de renda, nos fundos 157 , gerando demanda por ações. Por outro lado, a necessidade de honrar os pedidos de resgate de quotas levava à venda de valores mobiliários integrantes da carteira dos fundos 157 (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 126).

[196] As vítimas dos movimentos desse tipo são os especuladores amadores, que ficam proprietários de ações compradas a preços muito superiores aos que – em condições normais de mercado – exprimem juízo coletivo sobre a rentabilidade futura da companhia. No caso brasileiro, dezenas de milhares de pessoas perderam todo ou grande parte do seu patrimônio, ao venderem bens de toda a natureza, inclusive imóveis residenciais, para participarem do jogo das Bolsas (Id. Ibid., p. 128).

país as empresas estatais, são submetidas a rígidos controles governamentais (restrições sobre investimento, endividamento, importação, reajuste de preços, exercidas pela Secretaria de Controle de Empresas Estatais – SEST, criada pelo Decreto 84.128, de 29 de outubro de 1979), razão pela qual sua funcionalidade como instrumento de política industrial se vê severamente mitigada[197].

Desta feita, em 1974, os Ministros da Fazenda e do Planejamento constituíram um grupo de trabalho para a elaboração de um anteprojeto de lei de sociedades por ações. Concluiu-se que tal disciplina jurídica seria apartada do anteprojeto de novo Código Civil, também em trâmite, e que outro anteprojeto de lei seria elaborado de forma simultânea, com o objetivo de disciplinar o mercado de valores mobiliários. Os mencionados anteprojetos de lei ficaram a cargo dos juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.

A leitura dos objetivos e das diretrizes constantes do ofício de encaminhamento do anteprojeto de lei das sociedades por ações[198] por seus autores ao Ministério da Fazenda, em 18 de abril de 1975, reforça a idéia de se incrementar o financiamento de longo prazo às companhias abertas pela captação da poupança popular. Segundo os autores do anteprojeto de lei, a consecução dos mencionados objetivos dependia também da adoção de outras medidas que não se encontravam no âmbito da disciplina das sociedades por ações, mas no anteprojeto de lei que traçava a disciplina do mercado de capitais e a criação da CVM, na reforma da legislação tributária para eliminar o que foi denominado de vantagens na aplicação de recursos em renda fixa e imóveis e na reavaliação dos

---

[197]PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 31-17. O autor aponta dois principais fatores para a deterioração da capacidade gerencial das empresas estatais no Brasil: (i) insinuações de pretensões corporativistas desvinculadas do interesse público; (ii) adoção pelo Estado de controles típicos da administração direta, os quais serviram para inibir a iniciativa empresarial e criar incentivos perversos (p. 48-49).

[198]Trechos do mencionado ofício encontram-se transcritos em LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 134-146. Merecem destaque: *... criar o modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada, requerida pelo estágio atual da economia brasileira ... ; ... definir o regime das companhias que participam do mercado – as 'companhias abertas' do Anteprojeto – que contribua para aumentar a confiança e o interesse do público investidor nas aplicações em valores mobiliários e, conseqüentemente, para reconstruir o nosso mercado de ações ... , ... colocar à disposição do empresário o maior número de opções na emissão de títulos e valores mobiliários como instrumentos de captação da empresa, e assegurar a liberdade – até o limite compatível com a necessidade de proteger os credores, acionistas minoritários e investidores do mercado – na organização e estruturação financeira da companhia ... , ... em contrapartida dessa liberdade de organização, definir os deveres dos administradores e acionistas controladores, nacionais e estrangeiros, e instituir sistema de responsabilidade efetivo e apropriado à função social do empresário, de que resultam deveres para com os acionistas minoritários, a empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua ... , ... observar a tradição brasileira na matéria, que vem do direito continental europeu, mas aceitar as soluções úteis do sistema anglo-americano, que por força da aceleração das trocas internacionais, cada vez mais se impõe na Europa e crescem em difusão entre nós ... .*

mecanismos de poupança forçada , e, por fim, na criação de novos investidores institucionais.

Dessa forma, em 1976, a disciplina jurídica do mercado de capitais brasileiro foi reestruturada[199], com o advento da Lei nº 6.385, em 07 de dezembro, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a CVM[200], autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda; e da edição da Lei nº 6.404, em 15 de dezembro, que disciplinou as sociedades por ações.

Merece destaque a disciplina das sociedades de economia mista estruturada no Capítulo I da Lei 6.404/1976, sujeitando as companhias abertas de economia mista às normas expedidas pela CVM (art. 235).

A década de 1980 seguiu em meio a sucessivos planos econômicos, inflação altíssima e oscilante, e renegociações da dívida externa pelo governo brasileiro. No que tange ao mercado de capitais, relata a doutrina[201] breve recuperação entre 1984 e 1986, anos em que houve aumento de volume de operações no mercado secundário e também de processos de abertura de capital no mercado primário, movimentos decorrentes de euforia de consumo experimentada à época do plano cruzado , redução na taxa de juros e aumento da expectativa de crescimento. Porém, o mercado de capitais experimentou nova retração a partir de 1987.

O célere desenvolvimento dos mercados de opção de ações e de futuro de ações, na Bolsa de Valores de São Paulo e na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, respectivamente, também merece destaque. Em 1983, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro criou a Bolsa Brasileira de Futuros. Em 1985, foi criada a Bolsa Mercantil e de Futuros, posteriormente denominada Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F, a qual incorporou

---

[199] A estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro será objeto de estudo no Capítulo II.

[200] A inspiração para a criação da CVM, como é sabido, advém do direito norte-americano, dos moldes da *Securities and Exchange Commission*. As observações de Nelson Eizirik, datadas de 1977, auxiliam na apreensão do contexto experimentado à época da criação da nova autarquia: *A criação de um órgão especializado (embora não independente, como veremos) parece justificar-se pelo fato do Banco Central não ter condições, por diversos motivos, de administrar com efetividade a legislação referente a mercado de capitais. Presentemente, esta tarefa cabe à Gerência de Mercado de Capitais do Banco Central. Na realidade, as responsabilidades de regulação estão diluídas em níveis distintos, que englobam os membros do Conselho Monetário Nacional (com atribuições de edição de normas, mais propriamente), o Presidente do Banco Central, o Diretor de Mercado de Capitais, o Gerente de Mercado de Capitais e o Inspetor de Mercado de Capitais do Banco Central. Parece ter havido, também, um crescimento demasiado das funções atribuídas ao Banco Central, sem uma correspondente adequação de pessoal e flexibilidade de estrutura administrativa* (in EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 129-131. (Série Estudos Especiais n. 3).

[201] ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro*: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 2001. p. 159-187.

as atividades da Bolsa de Mercadorias de São Paulo no ano de 1991, e também da Bolsa Brasileira de Futuros, em 1997.

Em 23 de julho de 1986, foi editado o Decreto-lei nº 2.286, considerado o início da disciplina dos derivativos no Brasil. Ao CMN foi conferida competência para sua regulamentação. Nos termos da Resolução CMN nº 1.190, de 17 de setembro de 1986, o CMN conferiu tal competência ao BACEN, e também à CVM, nas hipóteses em que objeto respectivo , o ativo subjacente , estivesse referenciado em qualquer dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76. As bolsas de mercadorias e futuros e seus participantes foram obrigados a prestar informações ao BACEN e à CVM, e às referidas autarquias federais foi conferida a fiscalização deste mercado.

Ocorreu, neste período, acirrada competição entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, pelo volume de operações no mercado de opções de ações. A alteração de normas de controle e o alargamento do prazo das operações permitiram que operações extremamente arriscadas fossem realizadas nesse mercado. Houve a adoção de instrumentos que, funcionalmente, acabaram por significar o financiamento do cliente pela corretora e bancos. Verificou-se forte movimento especulativo, especialmente no ano de 1988. Em 1989, diversas corretoras e investidores foram à bancarrota, e este mercado de opções chegou a ser suspenso por determinação da CVM. São episódios marcantes, pois a confiança do investidor no mercado de capitais brasileiro foi extremamente abalada neste período.

Na segunda metade da década de 80 houve a edição da Lei nº 7.347/85, verdadeiro marco na defesa dos interesses difusos e coletivos em sentido lato; da Lei nº 7.913/89, que disciplinou a propositura da ação coletiva para a tutela dos investidores no mercado de capitais brasileiro; e da Lei nº 8.078/90, o Código de Defesa do Consumidor; diplomas resultantes de intenso e árduo trabalho pela afirmação e pela tutela dos direitos transindividuais no País.

A década de 1990 teve início em meio ao tabelamento dos preços das mercadorias, à altíssima inflação, à implementação de novos planos econômicos para a contenção da inflação, e à busca pela abertura da economia brasileira ao exterior.

Conforme observado anteriormente, é também a época da ênfase acerca da supremacia do modelo econômico neoliberal, com a difusão da agenda de reformulação do papel do Estado no processo econômico, em sua atuação direta e indireta, o qual deve ser

contido à hipótese das debatidas falhas de mercado , e da ideia de retorno do Estado a áreas consideradas tipicamente estatais, como a administração da justiça, a saúde, a educação, etc. Surge fortemente o movimento em prol da privatização.

Ao longo desta década, a ordem econômica brasileira sofrerá uma série de reformas econômicas, por meio de emendas à CRFB e edição de leis, relacionadas à restrição ao capital estrangeiro, a monopólios e às empresas estatais.

A Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, tratou do Plano Nacional de Desestatização . Relata a doutrina que o Programa Nacional de Desestatização (PND) é implementado[202] com o objetivo principal de arrecadação de fundos para redução da dívida pública, considerado elemento-chave para o êxito da política econômica de estabilização monetária[203] [204].

A partir de 1994, reduziu-se a inflação e veio a estabilidade da moeda nacional[205]. Nos anos seguintes, houve aumento das reservas cambiais, realizado pelo governo brasileiro, possibilitado também pelo excesso de liquidez internacional experimentado no período. A valorização da moeda nacional acarretou maior abertura da economia nacional aos produtos de origem estrangeira e, assim, à concorrência entre produtores nacionais e estrangeiros.

Relevante mencionar a edição da Lei 8.884, em 11 de junho de 1994[206], a disciplinar a concorrência e a reprimir o abuso de poder econômico.

---

[202]Explica Mario Engler Pinto Junior que a implementação do PND no Governo Collor mostrou-se limitada, abrangendo empresas que atuavam nos setores de petroquímica, siderurgia e fertilizante, já competitivos, não tendo alcançado os setores monopolistas de petróleo, gás, eletricidade e telecomunicações. Destaca o autor que o tratamento dos monopólios exigia uma reforma constitucional em um cenário em que o Presidente da República era carente de capital político (Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 51).

[203]Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 43-55.

[204]A participação de investidores no processo de privatização das sociedades brasileiras foi estimulada por meio dos fundos de privatização – capital estrangeiro .

[205]A estabilidade da moeda nacional sofreu revezes no final de 1994 e em meados de 1997. No ano de 1994, em decorrência da crise mexicana , houve a retirada de dólares da economia brasileira em grande escala, com consequente desvalorização da moeda nacional. O combate à crise cambial passa a ser inserido entre os objetivos das medidas adotadas pelo governo brasileiro. Em 1997, novamente, o país sofre os reflexos da crise que teve início na Malásia e que, de forma célere, instalou-se nos países então conhecidos como tigres asiáticos . A desvalorização da moeda de emissão dos referidos países fez com que os produtos ali fabricados se tornassem mais competitivos, afetando os países exportadores e o fluxo de capitais no comércio internacional. No que tange às bolsas de valores, em forte oscilação no mundo todo, assistiu-se à fuga de investimento estrangeiro dos chamados mercados emergentes, fazendo com que o Brasil, à época, enfrentasse dificuldades para atrair capital externo.

[206]Em 30 de novembro de 2011 foi promulgada a Lei 12.529, por meio da qual foi estruturado o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e a disciplina da prevenção e da repressão às infrações contra a ordem econômica. Ressalte-se também a introdução dos danos morais e patrimoniais decorrentes de infração á ordem econômica no rol do art. 1º da Lei 7.347/1985.

Em 1995, por meio das Emendas Constitucionais 05 e 08, de 15 de agosto, e da Emenda Constitucional 09, de 09 de novembro, promoveu-se a chamada flexibilização dos monopólios estatais , que viria a alterar, profundamente, a organização das formas de atuação do Estado no processo econômico. A reforma abrangeu os serviços locais de distribuição de gás canalizado; os serviços de telecomunicações; os serviços de radiodifusão sonora e de sons e imagens; e as seguintes atividades pertinentes a petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos: pesquisa e a lavra das jazidas, refinação do petróleo nacional ou estrangeiro, a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades anteriormente mencionadas, e o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem[207].

Com as Emendas Constitucionais 06 e 07, ambas de 15 de agosto de 1995, teve início a reforma econômica relacionada a restrições ao capital estrangeiro[208].

O intenso processo de privatização, de alienação do controle das sociedades por ações controladas pelo Estado vivenciado neste período foi marcante na economia nacional, ocorreu principalmente nos setores da atividade de siderurgia, petroquímica e telecomunicações, e gerou profundos reflexos no mercado de capitais e em sua disciplina.

---

[207]Em 1995, por meio da Emenda Constitucional 05, de 15 de agosto, a redação do §2º do art. 25 da CRFB é alterada, para possibilitar aos Estados a exploração dos serviços locais de gás canalizado mediante concessão a empresas privadas, na forma da lei. A Emenda Constitucional 8, da mesma data, alterou a redação dos incisos XI e XII do art. 21 da CRFB, para possibilitar a exploração dos serviços de telecomunicações mediante autorização, concessão ou permissão a empresas privadas, os serviços de telecomunicações, na forma da lei, a qual deverá dispor sobre a organização dos serviços, a criação de um órgão regulador e outros aspectos institucionais; e para possibilitar a exploração dos serviços de radiodifusão sonora e de sons e imagens mediante autorização, concessão ou permissão a empresas privadas. Finalmente, por meio da Emenda Constitucional 09, de 09 de novembro de 1995, a redação do §1º do art. 177 da CRFB foi alterada, para dispor que a União poderá contratar com empresas estatais ou privadas a realização das atividades de pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos; a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro; a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas anteriormente; e o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem.

[208]O art. 171 da CRFB foi revogado (conceito de empresa brasileira de capital nacional e admissão de possibilidade de concessão proteção e benefícios especiais a referidas empresas). O art. 176, *caput*, da CRFB teve sua redação alterada (a pesquisa e a lavra de recursos minerais e o aproveitamento dos potenciais passa a ser concedida ou autorizada a empresas constituídas sob as leis brasileiras, suprimindo-se a previsão de empresa brasileira de capital nacional). O art. 178 da CRFB teve sua redação alterada (suprimida a exigência de que a navegação de cabotagem e interior seja privativa de embarcações nacionais, bem como de nacionalidade brasileira dos armadores, proprietários e comandantes e, pelo menos, de dois terços dos tripulantes). No ano de 2002, por meio da Emenda Constitucional 36, de 28 de maio, o art. 222 da CRFB teve sua redação alterada (previsão de participação de estrangeiros no capital das empresas jornalísticas e de radiodifusão sonora e de sons e imagens, limitada a trinta por cento por cento do capital total e do capital votante).

Anota Mario Engler Pinto Junior que a preocupação à época, sob a ótica financeira prevalecente, centrava-se na contribuição conferida à política de privatização e ao ajuste fiscal e à melhoria da eficiência econômica. Assim, a atribuição da exploração dos serviços públicos à iniciativa privada no governo Fernando Henrique Cardoso somente ocorreu quando da mudança da concepção acerca da atuação do Estado no processo econômico[209].

Em 09 de setembro de 1997, com a edição da Lei 9.491, altera-se o PND, instituído pela Lei 8.031/1990, impulsionando a chamada privatização , voltadas para os objetivos do PND previstos em seu art. 1 : reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; ; contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida; ; permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; ; contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito; ; permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; ; e contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrarem o Programa [210].

---

[209]Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 43-55.

[210]É interessante apreciar a expressa previsão do fortalecimento do mercado de capitais entre os objetivos do PND à luz da percepção crítica acerca dos fundamentos e dos efeitos da reforma promovida na disciplina daquele mercado por meio da Lei 9.457/1997.

A doutrina relata que após a revogação da obrigatoriedade da oferta pública prevista no art. 254 da Lei 6.404/1976 decorrente da reforma legislativa de 1997, observou-se prática crescente de abusos por parte de acionistas controladores em prejuízo de minoritários, por exemplo, a realização de operações com o objetivo de reduzir drasticamente a liquidez das ações de emissão da companhia no mercado, de forma gradual, seguidas de fechamento de capital, que então se realiza a um preço mais conveniente ao controlador (Cf. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Lakz. *A nova Lei das S/A.* São Paulo: Saraiva, 2002. p. 387). Com o objetivo de coibir a prática de tais atos abusivos, a CVM, por meio da Instrução CVM nº 299, de 09 de fevereiro de 1999, dispôs sobre a divulgação de informações tanto nos casos de alienação do controle acionário quanto nos casos de aumento da participação acionária dos acionistas controladores e administradores de companhia aberta. Ademais, nos termos do art. 12, estabeleceu-se que a aquisição de ações de emissão de companhia aberta deveria ocorrer por meio de oferta pública, na forma disciplinada no referido ato normativo, quando o adquirente fosse acionista controlador cuja participação acionária, na ocasião, já tivesse se elevado, efetiva ou potencialmente, em 10% (dez por cento) das ações objeto da aquisição.

A passagem do Estado-empresário a agente regulador das atividades econômicas, ensejou a criação das denominadas agências reguladoras independentes , na segunda metade da década[211].

É este cenário da elaboração e tramitação dos projetos de lei que culminaram na reforma da disciplina jurídica das sociedades por ações e do mercado de capitais[212], realizada em 1997[213]. As modificações mais polêmicas trazidas pela Lei nº 9.457/97[214] cingiram-se ao direito de recesso[215] e à oferta pública de aquisição de ações dirigida pelo

---

[211]Destaca-se a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, pela Lei 9.427, de 26 de dezembro de 1996; da Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL, pela Lei 9.427, de 16 de julho de 1997; e da Agência Nacional do petróleo – ANP, por meio da Lei 9.478, de 06 de agosto de 1997.

[212]No que tange à Lei 6.385/1976, destacam-se as alterações promovidas no art. 11 da Lei nº 6.385/76 (maior severidade nas penalidades aplicadas pela CVM no âmbito dos processos administrativos sancionadores) e em seu §11 (elevação do valor máximo da denominada multa cominatória , medida de natureza coercitiva, destinada a compelir o administrado ao cumprimento de obrigação de fazer ou não fazer), bem como a introdução do art. 33, para disciplinar o instituto da prescrição nos casos de apuração e aplicação de penalidades pela CVM em razão das infrações administrativas (o dispositivo foi posteriormente revogado pela Lei nº 9.783, de 23 de novembro de 1999, que tratou da prescrição da pretensão punitiva da Administração Pública Federal).

A Lei nº 9.457/97 disciplinou a celebração de compromisso entre CVM e o administrado (§ 5º do art. 11 da Lei 6.385/1976: a cessação da prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a correção das irregularidades apontadas, inclusive com a indenização dos prejuízos).

O sistema de distribuição de valores mobiliários, previsto no art. 15 da Lei nº 6.385/76, passou a ser integrado também pelas entidades de mercado de balcão organizado. Desta feita, a Lei nº 9.457/97 promoveu as consequentes alterações nos arts. 17, 21 e 22 da Lei nº 6.385/76.

[213]Nelson Eizirik explica de forma minudente a reforma legislativa realizada em 1997 (In: *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997).

[214]Outras alterações foram promovidas pela Lei nº 9.457/97 na disciplina jurídica das sociedades por ações, com reflexos na fixação dos dividendos dos titulares de ações preferenciais; na assembléia geral de preferencialistas; no rol, exemplificativo, das hipóteses de configuração do abuso de poder de controle constantes do art. 117, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Destacam-se as alterações introduzidas pela Lei nº 9.457/97 aos arts. 162 e 163 da Lei nº 6.404/76, realizadas com o intuito de possibilitar atuação mais efetiva dos conselheiros fiscais (Nos termos do § 4º do referido art. 163, o conselheiro fiscal, individualmente, poderá solicitar aos auditores independentes esclarecimentos, informações ou apuração de eventos específicos. O §8º, acrescentado ao art. 163, possibilita ao conselho fiscal, desta vez em atuação colegial, se necessário ao esclarecimento de um fato e mediante a devida justificativa, formular questões a serem respondidas por um perito, cuja contratação está a cargo dos administradores da sociedade anônima. Os honorários do perito deverão ser suportados pela sociedade. O § 3º do art. 162 dispõe que a sociedade deverá suportar também os custos de locomoção e de estada do conselheiro fiscal, necessários ao desempenho da função).

[215]Com o advento da Lei nº 9.457/97, revogou-se a lei nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989, conhecida por Lei Lobão e que havia gerado tamanha controvérsia doutrinária e jurisprudencial a respeito do direito de recesso. Foram introduzidas alterações nos arts. 136, 137 e 223, todos da Lei nº 6.404/76, traçando-se regra geral segundo a qual não haveria direito de recesso na cisão da sociedade anônima. Nos casos de cisão envolvendo companhia aberta, suas sucessoras também deveriam ser companhias abertas, fixando o legislador prazo para as providências necessárias a tanto. Em caso de descumprimento desta norma, conferiu o legislador ao acionista o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações. Já nos casos de fusão de companhia, sua incorporação em outra, e participação em grupo de sociedades, a disciplina do direito de recesso também foi alterada, somente conferindo-se direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações ao titular (i) de ações que não integrassem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros ; e (ii) de ações de emissão de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador . Verifica-se a adoção da noção de liquidez das ações e de dispersão acionária, outrora já utilizada, na disciplina jurídica das sociedades

adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários, ao mesmo preço pago ao alienante do controle, por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, que dependa ou não de autorização para funcionamento[216].

Tais alterações legislativas se refletiram não somente nas sociedades anônimas objeto do plano de desestatização que estava em curso na época, mas também nos demais processos de reestruturação societária a este contemporâneos[217].

Diversos institutos jurídicos foram abrangidos pela reforma legislativa de outubro de 2001[218] que teve por objeto a disciplina das sociedades anônimas e do mercado de capitais[219].

---

anônimas, desta vez para alterar a conformação dos direitos dos acionistas minoritários. A introdução de referida alteração na Lei nº 6.404/76 reflete a concepção de que nos casos de alta liquidez das ações do mercado ou satisfatória dispersão acionária, em caso de dissenso, o acionista poderia recorrer ao mercado e vender suas ações. Nos casos de fusão de companhia aberta ou de sua incorporação em outra, suas sucessoras também deveriam ser companhias abertas, tendo o legislador fixado prazo para as providências necessárias a tanto. Em caso de descumprimento desta exigência, foi conferido ao acionista o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações.
Por fim, a este respeito, cumpre destacar que a Lei nº 9.457/97, ao alterar a redação do §1º do art. 137 da Lei nº 6.404/76, previu que a legitimidade para exercer o recesso fixava-se com a titularidade das ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia geral ou na data da divulgação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, no caso das companhias abertas. Por sua vez, o art. 45, *caput* e §§, da Lei nº 6.404/76 também sofreu alterações, para permitir que o estatuto da sociedade anônima estipule que o reembolso será calculado com base no valor econômico da companhia, apurado em avaliação a ser realizada nos termos do disposto nos seus §§ 3º e 4º. Anteriormente, o § 1º do referido artigo de lei dispunha que o valor do reembolso não poderia ser inferior ao valor de patrimônio líquido das ações, de acordo com o constante no último balanço aprovado pela assembléia geral. Tais alterações, conforme explica Nelson Eizirik, foram introduzidas com a intenção de combater o que à época se denominava indústria do recesso (in *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*, cit., p. 59-81).

[216]Recorde-se que a alienação de controle acionário, prevista no denominado plano de desestatização que estava em curso, em geral, era precedida da cisão da sociedade anônima em questão. As alterações introduzidas na Lei nº 6.404/76 pela Lei nº 9.457/97, possibilitou drástica redução do custo do processo de privatização, em razão da não exigência de pagamento do valor de reembolso aos acionistas minoritários que dissentissem da operação de cisão da sociedade anônima. A isto também contribuiu a eliminação da obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações, dirigida pelo adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários, o custo a que se incorreria na fase seguinte deste processo.

[217]Na justificativa do projeto de lei n 1.564/96 anteriormente mencionado, conhecido como projeto Kandir , encontra-se também o raciocínio segundo o qual a introdução da obrigatoriedade da referida modalidade de oferta pública de aquisição de ações na Lei nº 6.404/76 teve por objetivo permitir ao minoritário desfazer-se de suas ações em iguais condições de preço do alienante do controle acionário. Porém, segundo entendimento esposado pelo autor do mencionado projeto de lei, a medida teria produzido o efeito oposto, ao impor ao adquirente do controle uma obrigação adicional que requeria dispêndio de recursos que não seriam revertidos para capitalizar a empresa. E, assim, concluiu o autor do projeto de lei, tal exigência legal estaria a obstaculizar o saneamento de empresas em dificuldade, levando à queda do valor das ações de sua emissão e, finalmente, prejudicando os próprios acionistas minoritários. Enfim, a revogação da exigência constante do art. 254 e do art. 255, §§ 1º e 2º, da Lei nº 6.404/76, sempre suscitou muita polêmica na doutrina. É possível identificar entendimento corrente no sentido de que a referida alteração na Lei nº 6.404/76 havia se dado em indiscutível prejuízo aos interesses dos acionistas minoritários, por permitir que os controladores fossem os únicos a se beneficiarem com o preço fixado e do valor pago pelo adquirente na referida operação societária.

[218]Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa explicam de forma minudente a reforma legislativa promovida em 2001: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Lakz. op. cit.

[219]O regime das debêntures foi modificado, nos termos das alterações no art. 52 e seguintes da Lei nº 6.404/76, com destaque para (i) tentativa de estancar a polêmica acerca da possibilidade de inclusão de

No que tange às operações de reorganização societária: (i) reintrodução da obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações dirigida pelo adquirente do controle acionário aos acionistas minoritários por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, nos termos do art. 254-A, acrescentado à Lei nº 6.404/76, porém, de forma distinta do tratamento igualitário previsto no período anterior à reforma de 1997; (ii) obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações de titularidade dos minoritários no

---

cláusula de correção monetária com base na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vetados em lei, bem como sobre a possibilidade de conferir-se opção ao debenturista, conforme os termos da escritura de emissão, de escolher receber o pagamento do principal e dos acessórios em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º da mesma lei; e (ii) alteração da competência dos órgãos societários para deliberar sobre a emissão de debêntures, atribuindo-se ao conselho de administração a decisão sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real.

Divulgação de informações ao mercado: (i) inclusão do art. 116-A na Lei nº 6.404/76, para impor ao acionista controlador de companhia aberta e àqueles que elegerem membro do conselho de administração ou do conselho fiscal, o dever de informar imediatamente à CVM e às bolsas de valores, ou às entidades de mercado de balcão organizado, nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em sua posição acionária na companhia; (ii) introdução de determinação semelhante no §6º do art. 157, dirigida aos administradores das companhias abertas; (iii) introdução de determinação semelhante no art. 165-A, dirigida aos conselheiros fiscais.

Promoveu-se a alteração do art. 17, para traçar distinção no regime das ações preferenciais, conforme sejam admitidas, ou não, à negociação no mercado de capitais, bem como a introdução do §7º, de forma a traçar a disciplina da ação preferencial de classe especial de propriedade exclusiva de ente desestatizante , instituto até então previsto somente na legislação esparsa editada à época do processo de desestatização.

O legislador alterou o art. 41 da Lei nº 6.404/76 para dispor que a instituição autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar a custódia em que as ações de cada espécie e classes da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, *"adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações* .

Nos termos do art. 109, §3º, foi prevista a possibilidade do estatuto da sociedade anônima estabelecer que as divergências, tanto entre acionista e companhia, quanto entre os acionistas controladores e minoritários, poderão ter solução mediante arbitragem.

No que tange à administração da sociedade anônima: (i) inclusão do parágrafo único no art. 140 da Lei nº 6.404/76, que dispôs sobre a possibilidade de previsão, em estatuto, da participação de representantes dos empregados no conselho de administração da sociedade anônima, escolhidos pelo voto dos empregados em eleição direta, organizada pela empresa em conjunto com entidades sindicais que os representem; (ii) §4º do art. 141, conferiu-se direito à eleição de membros do conselho de administração, em votação em separado, aos minoritários titulares de ações com direito a voto e titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito; (iii) novos requisitos, negativos, para sua elegibilidade, os quais podem ser objeto de dispensa pela assembléia geral, conforme incisos I e II do §3º do art. 147 da Lei nº 6.404/76; (iv) entre os deveres dos administradores, foi inserido o §4º no art. 155, dispondo ser vedada a qualquer pessoa utilizar informação relevante ainda não divulgada, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Quanto ao conselho fiscal: (i) alteração dos arts. 163 e 164 da Lei nº 6.404/76, para aumentar o rol de providências cuja competência fora atribuída a cada conselheiro fiscal: fiscalizar os atos dos administradores; denunciar aos órgãos da administração e, se for o caso, à assembléia geral, erros e fraudes; apresentar e ler pareceres e representações na assembléia geral; e (ii) dispositivos traçam os limites da atuação do conselheiro fiscal, conforme art. 162, §2º, e art. 165, §1º.

No que tange a assembléias gerais: (i) distinção no que tange ao prazo para sua convocação, maior quando se tratar de companhia aberta; (ii) inclusão do §5º no art. 124 da Lei nº 6.404/76, a CVM (a) a seu critério ou para acolher pedido de acionista, poderá determinar o aumento do prazo de antecedência da publicação do primeiro anúncio de convocação de assembléia geral de companhia aberta, quando a assembléia tiver por objeto operações complexas, a exigir maior tempo para análise pelos acionistas, ou (b) poderá determinar a interrupção do curso do mencionado prazo de antecedência de convocação de assembléia geral extraordinária, com o objetivo de analisar as propostas a serem submetidas à votação e, se for o caso, apresentar as razões pelas quais entende que as propostas violam dispositivos legais ou regulamentares.

caso de cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado (art. 4º, §§ 4º e 5º; e art. 4º-A), e no caso de aquisição de ações de emissão de companhia aberta pelo controlador que elevem a participação deste à porcentagem que, segundo normas expedidas pela CVM, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes; (iii) restabelecimento do direito de recesso nas hipóteses de cisão da companhia, suprimido pela reforma de 1997: a aferição do direito de recesso nos casos de fusão da companhia, sua incorporação em outra ou participação em grupos de sociedades manteve a linha adotada por meio da Lei nº 9.457/97, porém, com alteração do conteúdo e fazendo-se cumular os critérios para a mensuração de liquidez e dispersão acionárias (alíneas a e b do inciso II do art. 137).

Destacam-se as alterações na disciplina das seguintes matérias no bojo da lei 6.385/1976: estrutura e poderes-deveres atribuídos à CVM; rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76[220]; sistema de distribuição de valores mobiliários[221]; termo de compromisso[222]; e crimes contra o mercado de capitais[223]. As alterações trazidas à estrutura e aos poderes-deveres da CVM[224] decorrem, em parte, da alteração na apontada na forma de atuação do Estado no processo econômico[225].

---

[220]No que tange ao conjunto de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76: (i) inovações à discussão acerca da *noção* de valores mobiliários; (ii) alteração no rol previsto no art. 2 : contrato de investimento coletivo ofertados publicamente , as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos , os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários e outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes ; (iii) exclusão das partes beneficiárias.

[221]O sistema de distribuição de valores mobiliários previsto no art. 15 da Lei 6.385/1976 passa a ser integrado também pelas corretoras de mercadorias, operadores especiais e bolsas de mercadorias e futuros (inciso VI).

[222]No que tange à celebração de compromisso entre CVM e administrado: (i) retira-se a previsão da caracterização de crime de desobediência em razão do inadimplemento das obrigações assumidas pelo administrado; (ii) termo de compromisso constitui título executivo extrajudicial.

[223]Cumpre destacar a criação de tipos penais nos termos dos arts. 27-C (manipulação de mercado), 27-D (uso indevido de informação privilegiada), e 27-E (exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função), todos incluídos na Lei n 6.385/76.

[224]Foram alterados os arts. 5º e 6º da Lei nº 6.385/76: (i) a CVM é dotada de *autoridade administrativa independente*, *ausência de subordinação hierárquica*, *mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes*, e *autonomia financeira e orçamentária*; (ii) passa-se de regime de demissibilidade *ad nutum* do presidente e dos diretores da CVM, para regime de nomeação pelo Presidente da República somente após sabatina e aprovação pelo Senado Federal, bem como de perda do cargo somente nas hipóteses disciplinadas nos §§ 2º a 4º do art. 6º da Lei nº 6.385/76; (iii) altera-se o quadro de poderes-deveres da CVM, com a transferências de algumas competências antes atribuídas ou subordinadas ao CMN à autarquia federal.

[225]A autonomia e a independência da CVM sempre foi objeto de preocupação da doutrina pátria. À época da criação da CVM, Nelson Eizirik, comparando-a a SEC, destacou (i) a ausência de independência, que seguia a tradição brasileira de não instituição de agências reguladoras independentes, e (ii) a ligação da autarquia federal em questão apenas com o Poder Executivo (Cf. EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*., cit., p. 129-131).

Nos primeiros anos deste século experimentou-se a transformação da atuação estatal na prestação dos serviços públicos e o surgimento das agências reguladoras, e a intensificação da incorporação de outros valores à conformação da atividade econômica (o meio ambiente, a defesa do consumidor, a livre concorrência, o público investidor).

Houve intenso desenvolvimento do mercado de capitais no país, com inovações trazidas pelos agentes econômicos ao mercado de capitais, entre as quais a denominada desmutualização das bolsas [226], e a maior integração entre o mercado brasileiro e os mercados estrangeiros. Houve o aumento do volume de recursos negociados no mercado de capitais nacional, com destaque para o incremento de captação por meio das denominadas ofertas públicas iniciais entre os anos de 2004 e 2007[227], conforme anteriormente relatado.

No ano de 2008, vivenciou-se forte crise de confiança nos mercados, espraiada para a Europa e para os mercados mundiais a partir dos Estados Unidos da América, com a ruína de complexas estruturas de investimento formuladas principalmente a partir de operações de crédito realizadas no mercado de financiamento de imóveis daquele país.

Nos Estados Unidos da América, o Estado passou a intervir para evitar a quebra de instituições financeiras e de indústrias, inclusive por meio de participação acionária,

---

[226]Tanto Bolsa de Valores de São Paulo quanto Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F passaram a desenvolver suas atividades sob a forma de sociedade anônima, Bolsa de Valores de São Paulo S/A e BM&F S/A, respectivamente, abandonando a forma tradicional de constituição e funcionamento de bolsas como associação, fenômeno que suscitou modificações na estrutura das referidas bolsas, em especial no que tange ao exercício da autorregulação. No mesmo ano, Bovespa Holding S/A, controladora da Bolsa de Valores de São Paulo S/A, e BM&F S/A realizaram oferta pública de ações de sua emissão. E em 2008, foi realizada a fusão de BM&F S/A e Bovespa Holding S/A.

[227]No que tange ao ano de 2007, importante ressaltar que em 28 de dezembro foi promulgada a Lei nº 11.638, que promoveu relevantes alterações nos artigos da Lei nº 6.404/76 que disciplinam a escrituração e a elaboração de demonstrações financeiras: (i) as normas expedidas pela CVM sobre a mencionada matéria deverão ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários; (ii) as companhias fechadas podem optar por observar referidas normas, expedidas pela CVM para as companhias abertas; (iii) a sociedade de grande porte , definida como sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R 240 milhões ou receita bruta anual superior a R 300 milhões , ainda que não constituída sob a forma de sociedades por ações, deve atender às exigências da Lei nº 6.404/76 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na CVM; (iv) as normas de que tratam os incisos I, II e IV do § 1º do art. 22 da Lei nº 6.385/1976 podem ser especificadas por categorias de companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários em função do seu porte e das espécies e classes dos valores mobiliários por eles emitidos e negociados no mercado; e à Lei nº 6.385/76, foi acrescentado o art. 10-A, para dispor que a CVM, o BACEN e demais agências reguladoras podem celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo adotar pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas por referida entidade. Finalmente, em 03 de dezembro de 2008, foi editada a Medida Provisória nº 449, posteriormente convertida na Lei 11.941/2009, em virtude da qual os dispositivos da Lei nº 6.404/76 que tratam da escrituração e da elaboração de demonstrações financeiras novamente sofreram alterações.

com o objetivo de salvaguardar setores considerados cruciais, seja sob ponto de vista do sistema financeiro, seja sob o ponto de vista do nível de emprego afetado por determinada cadeia produtiva. Na Europa, esta forma de atuação do Estado também se fez sentir, e muitos Estados adquiriram participação acionária em instituições financeiras, como forma de mitigar os efeitos deletérios da crise.

Altera-se, assim, o cenário nos mercados brasileiros nos anos que se seguem, com a diminuição do volume de recursos captados e movimentados no mercado de capitais, e prejuízos significativos, experimentados por companhias abertas brasileiras, resultantes de operações com derivativos, os quais trouxeram apreensão a acionistas residentes e não-residentes no País, e a detentores de American Depositary Receipts - ADRs, *securities* negociados em bolsa norte-americana[228].

Houve a edição de leis para assegurar a confiabilidade e fomentar os mercados nacionais[229]. O Estado também atuou por meio de instrumentos fiscais e cambiais para

---

[228]Os mencionados prejuízos também foram objeto de demandas judiciais, individuais e coletivas, ajuizadas no Brasil e nos Estados Unidos da América em face da companhia aberta brasileira emissora das ações objeto dos referidos *securities*, e de seus administradores, com o objetivo de reparação de danos supostamente causados pela divulgação deficitária acerca das operações realizadas pela companhia aberta brasileira no mercado de derivativos, em violação aos dispositivos das Leis 6.385/1976 e 6.404/1976, e, no que tange aos ADRs, em violação ao princípio da transparência previsto no *Securities Exchange Act*, de 1934 (Cf. LAW OFFICES OF HOWARD G. SMITH. *Press release*. *Complaint.* Disponível em: <http://www.howardsmithlaw.com/Cases/Sadia.html>. Acesso em: 14 nov. 2008; e COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer do Comitê de Termo de Compromisso ao Processo Administrativo Sancionador 16/2008*, 28 ago. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>).

[229]Em 30 de dezembro de 2010, foi editada a Medida Provisória nº 517, posteriormente convertida na Lei 12.431/2011, que alterou o regime legal das debêntures. O texto de referida Medida Provisória foi submetido pela CVM à audiência pública, com o objetivo de elaboração de sugestões destinadas ao Legislativo. Consta do referido Relatório de Audiência Pública: As reformas introduzidas pela MP se inserem em um amplo conjunto de medidas destinadas a aprimorar o regime das debêntures, instrumentos considerados essenciais para permitir o financiamento de longo prazo da economia brasileira. As alterações pretendem, fundamentalmente, simplificar o processo de emissão de debêntures pelas companhias, dando maior flexibilidade para as emissoras na utilização de tais instrumentos, possibilitando a administração de riscos de mercado e melhorando as condições para a sua negociação em mercados secundários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Audiência Pública nº 01/11. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>).

Em 2011, a Lei 12.543 trouxe duas importantes alterações para a disciplina do mercado de capitais. A primeira diz respeito à alteração do art. 3º da Lei 6.385/1976, para conferir competência ao CMN para estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: a) determinar depósitos sobre os valores nocionais dos contratos; e b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos. Por meio da Portaria 34, de 13 de fevereiro de 2012, foi criado no âmbito do Ministério da Fazenda um Grupo Técnico, com o objetivo de *avaliar e propor medidas que promovam o crescimento equilibrado do mercado de derivativos, de monitorar a evolução das exposições financeiras das empresas e instituições participantes nos mercados de derivativos, bem como de realizar estudos e pesquisas objetivando maior eficiência e segurança às operações realizadas no mercado de derivativos* . O Grupo Técnico é composto por representantes do Ministério da Fazenda (Secretaria-Executiva - SE; Secretaria de Política Econômica - SPE; Secretaria da Receita Federal do Brasil - RFB; e Secretaria do Tesouro Nacional – STN), do BACEN (Área de Regulação do Sistema Financeiro Nacional - Dinor; Área de Política Monetária - Dipom; Área de Fiscalização – Difis); e da CVM (Superintendência de Relações

mitigar os efeitos da crise financeira, bem como por meio de bancos públicos, especialmente o BNDES, para a manutenção do fluxo no mercado de crédito às empresas. No que tange ao mercado de capitais, pode-se destacar o exercício das funções normativa[230] e repressiva pela CVM[231].

Releva à análise da atuação do Estado no processo econômico a criação do Fundo Soberano do Brasil – FSB por meio da Lei 11.887, de 24 de dezembro de 2008, sob a forma de fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior,

---

com Investidores Institucionais - SIN; Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI; Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 - GMA-2), e coordenado por um Comitê Gestor, composto pelo Secretário-Executivo do Ministério da Fazenda, pelos Diretores de Política Monetária e de Regulação do Sistema Financeiro Nacional do BACEN e pelo Presidente da CVM. Finalmente, referido diploma normativo trouxe outras inovações à disciplina dos contratos derivativos, entre as quais o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo BACEN ou pela CVM como condição de validade de referidos contratos, e a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, realizada exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo BACEN e pela CVM, nos seus respectivos campos de competência.

[230]Em 17 de outubro de 2008, a CVM expediu a Deliberação 550, para dispor sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais – ITR pelas companhias abertas. Nesta linha, em 17 de dezembro de 2008 a CVM expediu a Instrução CVM 475, para dispor sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Consta da Nota Explicativa à mencionada Instrução: ... visa a garantir que as companhias abertas brasileiras apresentem informações que permitam que os **usuários** das demonstrações financeiras avaliem adequadamente o perfil de **risco** inerente às operações com instrumentos financeiros, principalmente os derivativos. [...] Ou seja, pode-se perceber que as operações realizadas com derivativos podem comprometer a continuidade das organizações que os utilizam. Devido à complexidade inerente às operações com derivativos, **a evidenciação do valor justo das operações não é suficiente** para que os usuários externos consigam avaliar adequadamente o perfil de risco das instituições. As perdas podem ser muito maiores e mais alavancadas do que o valor justo das operações pode sugerir. [...] Assim, para que os usuários das demonstrações contábeis possam avaliar adequadamente os riscos inerentes às atividades das companhias, é necessário que informações de natureza quantitativa e com base em simulações sejam informadas ... (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota explicativa à Instrução CVM 475/2008*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>). Finalmente, foi editada a Instrução CVM 480, em 07 de dezembro de 2009, com o objetivo de atualizar a disciplina ao registro e à divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários.

[231]Vide decisão do Colegiado da CVM no julgamento Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08, instaurado para a apuração de responsabilidades dos administradores da companhia aberta por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia (cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Extrato da Sessão de Julgamento de 14/12/2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>); e decisão do Colegiado proferida quando da apreciação das propostas de celebração de compromisso apresentadas à CVM e ao Ministério Público Federal nos autos do Processo Administrativo Sancionador 16/2008 (cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Extrato de Reunião do Colegiado da CVM 34/12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>).

formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior[232].

Houve sinais de recuperação do mercado de capitais brasileiro a partir de 2010[233], ano em que ocorreu a oferta pública de ações ordinárias e preferenciais de emissão da PETROBRÁS, notória pelos vultosos valores envolvidos e a polêmica travada entre Estado-controlador, União Federal, e acionistas minoritários em torno da possibilidade de

---

[232]Podem constituir recursos do FSB: (i) recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública; (ii) ações de sociedade de economia mista federal excedentes ao necessário para manutenção de seu controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; (iii) resultados de aplicações financeiras à sua conta; e (iv) títulos da dívida pública mobiliária federal. Os recursos decorrentes de resgates do FSB devem atender exclusivamente o objetivo de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e serão destinados conforme disposto na lei orçamentária anual.

Ao FSB foi autorizada a (i) aquisição de ativos financeiros externos (a) mediante aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal; ou (b) diretamente, pelo Ministério da Fazenda; e (ii) a integralização de cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização – FFIE, fundo natureza privada, com patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista, sujeito a direitos e obrigações próprias, a ser constituído por instituição financeira federal.

Desta feita, foi constituído o Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização Fundo de Investimento Multimercado Crédito Priv - FFIE em 12/12/2008 Trata-se de fundo de investimento, constituído sob a forma de condomínio aberto, cuja cotista exclusiva é a União Federal. Sua administradora foi atribuída à BB GESTÃO DE RECURSOS DTVM S.A., conforme Regulamento do referido fundo. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

Nos termos do art. 3º do Decreto 7.055/2009, as aplicações do FSB deverão atender às suas finalidades expressamente descritas na Lei n 11.887, de 2008, observado o seguinte: I - as aplicações em ativos financeiros no exterior deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa *Libor (London Interbank Offered Rate*) de seis meses; II - as aplicações em ativos financeiros no Brasil deverão ter rentabilidade mínima equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, fixada pelo Conselho Monetário Nacional; e III - as aplicações do FSB serão realizadas em instrumentos financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agencias de risco .

A União Federal está autorizada a (i) emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal; (ii) permutar com o FSB ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, e de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica; (iii) a participar, com recursos do FSB, como cotista única de FFIE; (iv) permutar, inclusive por meio do FSB, com o FFIE ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica.

O Conselho Deliberativo do FSB é composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, pelo Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil. O referido Conselho foi incumbido da fixação do percentual máximo de cada classe de ativos que o gestor do FSB poderá manter, direta ou indiretamente, na carteira do Fundo.

Foram atribuídas à Secretaria do Tesouro Nacional (STN) do Ministério da Fazenda (i) a realização de operações, praticar os atos que se relacionem com o objeto do FSB e exercer os direitos inerentes aos bens e direitos integrantes do Fundo, podendo adquirir e alienar títulos dele integrantes, observados os dispositivos legais e estatutários e determinações do Conselho Deliberativo do FSB; e (ii) o assessoramento ao referido Conselho e ao Ministro de Estado da Fazenda nos assuntos relacionados à operação do FSB, prestando-lhes todas as informações solicitadas. Neste mister, a STN deve agir sempre no único e exclusivo benefício da União, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando os atos necessários a assegurá-los, bem como administrando os recursos do FSB de forma judiciosa. Ao Ministro da Fazenda foi conferida autorização para integralizar cotas do FFIE.

As contas do FSB são auditadas pelos órgãos de controle da administração pública federal e o relatório de desempenho deve ser enviado trimestralmente ao Congresso Nacional.

[233]Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatórios Anuais 2008 a 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

diluição injustificada da participação acionária minoritária, e dos meios para a liquidação das ações subscritas pelo Estado-controlador.

Antes mesmo que se pudesse afirmar peremptoriamente a recuperação face à crise financeira deflagrada em 2008, os graves problemas enfrentados pelas dívidas soberanas de países europeus, especialmente Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha e Itália, trouxeram a premente necessidade de sérios ajustes fiscais e consideráveis riscos à moeda única, um dos pilares da integração europeia. Nada está a indicar que a crise fiscal arrefecerá nos países europeus até a primavera do corrente ano.

A seu turno, os Estados Unidos da América presenciaram o acirrado e público debate no Congresso Nacional acerca da autorização à elevação do denominado teto da Dívida Pública, antes tratada como mera formalidade, e não menos forte debate a respeito da alteração da alocação de recursos no sistema de saúde norte-americano. Seguiu-se a reeleição do Presidente do País, e o debate retornou na forma de impasse entre os parlamentares acerca da prorrogação de medidas de isenção de tributos, o chamado abismo fiscal . São questões que tomaram proporções relevantes no contexto econômico global, gerando incertezas aferíveis nos mercados de câmbio e de capitais.

Permeia este contexto, mais uma vez, a atuação das agências de classificação de risco, voltada aos títulos emitidos pelos mencionados países, a ensejar debate sobre sua influência e seu papel nas crises de confiança que abalaram os mercados nesta década[234].

A presença do Estado *no* mercado no segundo semestre de 2012 revelou o quão complexa se mostra a organização das formas de atuação estatal, as quais, não raro, são instrumentadas sob fundamentos distintos e voltadas a finalidades distintas.

Em meio a preocupações com o crescimento do setor produtivo e com pressões inflacionárias, foi editada a Medida Provisória 579, em 11 de setembro de 2012, que introduz relevantes alterações no denominado Novo Modelo do Setor Elétrico , marco regulatório instituído pela instituído pela Lei nº 10.848/2004, centradas na modicidade tarifária e a garantia de suprimento de energia elétrica.

---

[234]Com fundamento no art. 27 da Lei 6.385/1976, a CVM expediu a Instrução 521, em 25 de abril de 2012, para disciplinar a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, assim entendida como atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários . As disposições de referida Instrução somente são aplicáveis às classificações de risco de crédito destinadas à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes .

A Medida Provisória dispôs sobre os contratos de concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, outorgadas anteriormente à Lei nº 8.987/1995, e estabeleceu o regime de cotas para comercialização da energia gerada por usinas hidrelétricas[235]. Segundo a Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU, busca-se a captura da amortização e depreciação dos investimentos realizados nos empreendimentos de geração e nas instalações de transmissão e de distribuição de energia elétrica, em benefício das almejadas modicidade tarifária e segurança energética.

Para tanto, em seus Capítulos I e II, a Medida Provisória estabeleceu a faculdade de a União Federal prorrogar as concessões vincendas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica pelo prazo máximo de até 30 (trinta) anos e as concessões de geração de energia termelétrica pelo prazo máximo de até 20 (vinte) anos, por uma única vez, desde que haja aceitação expressa, pelas atuais concessionárias, das seguintes condições: I - remuneração por tarifa calculada pela Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL para cada usina hidrelétrica; II - alocação de cotas de garantia física de energia e de potência da usina hidrelétrica às concessionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional - SIN, a ser definida pela ANEEL, conforme regulamento do poder concedente; e III - submissão aos padrões de qualidade do serviço fixados pela ANEEL [236].

Foi estabelecido que a tarifa ou receita de que trata Medida Provisória deverá considerar, quando houver, a parcela dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados, não depreciados ou não indenizados pelo poder concedente, e será revisada periodicamente na forma do contrato de concessão ou termo aditivo (art. 15). O cálculo do valor de referidos investimentos, para estes fins ou para indenização, utilizará como base a metodologia de valor novo de reposição, conforme critérios estabelecidos em

---

[235] O regime de cotas consiste na alocação da energia proveniente das usinas hidrelétricas às concessionárias de distribuição de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional - SIN. Essas cotas serão definidas pela ANEEL, conforme regulamento do Poder Concedente (Cf. MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA. *Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica*: perguntas e respostas. Disponível em: <www.mme.gov.br>).

[236] Em 14 de setembro de 2012 foi editado o Decreto 7.805, o qual regulamentou as condições para prorrogação e a antecipação dos efeitos da prorrogação às tarifas dos consumidores finais. Para tanto, incumbiu-se o Poder Concedente da tarefa de definir, até 1º de novembro de 2012, a tarifa inicial de geração para as usinas hidrelétricas elegíveis à antecipação dos efeitos da prorrogação para o ano de 2013. Nos termos de seu art. 17 do Decreto 7.805, conferiu-se competência ao Ministério de Minas e Energia – MME para representar o Poder Concedente neste mister. Sendo assim, o MME expediu a Portaria nº 578 – PRT 578, em 31 de outubro de 2012, da qual constam as tarifas das as usinas hidrelétricas sujeitas à referida prorrogação.

regulamento do poder concedente. A redação original do §2º do art. 15 da Medida Provisória 579 previu que os bens reversíveis vinculados às concessões de transmissão de energia elétrica alcançadas pelo § 5º do art. 17 da Lei nº 9.074, de 1995, existentes em 31 de maio de 2000, independentemente da vida útil remanescente do equipamento, deveriam ser considerados totalmente amortizados pela receita auferida pelas concessionárias de transmissão, não sendo indenizados ou incluídos na receita estabelecida conforme o *caput* do art. 15.

O Capítulo III da Medida Provisória 579 disciplinou a licitação. Prevê que as concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica que não forem prorrogadas, nos termos da referida Medida Provisória, serão licitadas, na modalidade leilão ou concorrência, por até trinta anos. Na sequencia, estabeleceu que o cálculo do valor da indenização correspondente às parcelas dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados ou não depreciados, utilizará como base a metodologia de valor novo de reposição, conforme critérios estabelecidos em regulamento do poder concedente.

A alteração do marco regulatório foi recebida de forma polêmica pelos participantes do Setor Elétrico Brasileiro. O prazo limite para a assinatura dos aditivos contratuais pelas concessionárias com vista à prorrogação da concessão nos termos da Medida Provisória 579 foi fixado em 04 de dezembro de 2012.

Desta feita, em 14 de novembro de 2012, o conselho de administração da ELETROBRÁS convocou a Assembleia-Geral Extraordinária para a deliberação sobre a prorrogação dos Contratos de Concessão n° 062/2001 - ANEEL e 004/2004 – ANEEL (Eletrobras Furnas); 058/2001 - ANEEL e 02/2012 - ANEEL (Eletrobras Eletronorte); 061/2001 - ANEEL e 006/2004 - ANEEL (Eletrobras Chesf); e 057/2001 - ANEEL (Eletrobras Eletrosul), nos termos da aludida Medida Provisória, para o dia 03 de dezembro de 2012.

Há que se ter em mente que, segundo Ministério de Minas e Energia, no que tange geração de energia elétrica, 20 (vinte) contratos de concessão ostentavam vencimento entre 2015 e 2017, totalizando 22.341 MW de potência instalada, equivalentes a aproximadamente 20% (vinte por cento) do atual parque gerador do Brasil. A ELETROBRÁS, sociedade de economia mista controlada pela União Federal e companhia

aberta registrada junto à CVM, *holding* por excelência no Setor Elétrico Brasileiro, detém participação de 67,26% da potência instalada[237].

Além da acentuada queda no valor da receita calculada sob a disciplina da Medida Provisória 579, o tratamento conferido às parcelas dos investimentos ainda não amortizados, não depreciados ou não indenizados pelo Poder Concedente revelou-se fator de grande incerteza entre os acionistas das sociedades concessionárias.

A Proposta apresentada pela Administração da companhia aberta aos acionistas da ELETROBRÁS foi integrada por estudos que indicaram queda de 70% (setenta) por cento no valor da receita. No que tange ao valor da indenização, estudo destacou que na apresentação da metodologia de cálculo pelo Ministério de Minas e Energia e pela ANEEL, não havia sido esclarecido que, nos valores das indenizações, ainda não foram considerados os investimentos em reformas, melhoramentos e ampliações das instalações existentes. Tal tema, afirmou o estudo, seria objeto de posterior regulamentação pelo Poder Concedente, a ser realizado pela ELETROBRAS após um levantamento detalhado dos valores envolvidos e um pleito específico para ajuste dos valores da indenização no próximo ciclo de revisão das tarifas. O estudo divulgado pela Administração da ELETROBRÁS aos acionistas informou, ainda, que em caso de prorrogação dos contratos, as empresas deveriam aderir aos termos e condições dos novos contratos e, assim, reconhecer a perda de ativo (na forma de provisão), no montante de R$ 17.787 milhões (diferença entre resíduo contábil e valor da indenização).

Em 27 de novembro de 2012, acionistas da ELETROBRAS formularam à CVM pedido de interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária, com fundamento no art. 124, §5º, inciso I, da Lei 6.404/1976, por entenderem que a Proposta da Administração padeceria de equívocos, omissões e imprecisões quanto às informações disponibilizadas aos acionistas, bem como de reconhecimento de impedimento de voto da União Federal e dos acionistas a ela vinculados, em razão da existência de conflito de interesses.

Os pedidos formulados pelos acionistas minoritários da ELETROBRAS não foram acolhidos pelo Colegiado da CVM. Os fundamentos e os desdobramentos de referida decisão administrativa serão abordados, de forma que se pretende crítica, em

---

[237]Cf. MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA. *Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica*: perguntas e respostas, cit. A respeito da evolução histórica da ELETROBRAS e do Setor Elétrico Brasileiro, vide: ESPOSITO, Alexandre Siciliano. O setor elétrico brasileiro e o BNDES: reflexões sobre o financiamento aos investimentos e perspectivas. In: BNDES 60 anos: perspectivas setoriais. Out. 2012, p. 190-231. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>.

capítulo subsequente. Por ora, cumpre apenas realçar o fato de que, se as alterações no marco regulatório setorial e a perspectiva de significativa queda na receita se mostraram relevantes na oscilação do preço de mercado dos valores mobiliários de emissão da referida sociedade de economia mista, a incerteza a dificultar a tomada de decisão pelo investidor cingiu-se aos critérios para indenização fixados pela Medida Provisória 579 a cada cenário (prorrogação ou não prorrogação da concessão).

Desta feita, em 29 de novembro de 2012 foi editada a Medida Provisória 591, a qual altera a redação do mencionado §2º do art. 15 da Medida Provisória 579, para autorizar o Poder Concedente a pagar, na forma de regulamento, para as concessionárias que optarem pela prorrogação prevista na Medida Provisória 579, nas concessões de transmissão de energia elétrica alcançadas pelo §5º do art. 17 da Lei 9.074, de 1995, o valor relativo aos ativos considerados não depreciados existentes em 31 de maio de 2000, registrados pela concessionária e reconhecidos pela ANEEL.

Nos termos da Exposição de Motivos Interministerial nº 0050-A/2012 MME/AGU/MF: Noutras palavras, esta medida provisória constitui-se em elemento definitivo para a tomada de decisão do concessionário para assinatura do aditivo ao contrato de concessão do serviço público de transmissão no próximo dia 04 de dezembro de 2012. Esta data justifica, inclusive, a urgência desta medida provisória [238].

Ao apreciar o pedido formulado pelos acionistas da ELETROBRAS, em reunião de 30 de novembro de 2012, o Colegiado da CVM notou que naquela data a companhia aberta havia divulgado comunicado ao mercado para esclarecer alguns dos questionamentos existentes acerca da Medida Provisória 579, da Assembléia-Geral Extraordinária e da Medida Provisória 591, editada no dia anterior, bem como que Ministério das Minas e Energia havia publicado em sua página na rede mundial de computadores, naquele dia, uma nota na qual ratificava o entendimento da ELETROBRAS sobre a mencionada questão. O pedido formulado pelos investidores restou indeferido pelo

[238]Da leitura de referida Exposição de Motivos Interministerial, extrai-se a seguinte explicação: apesar da legislação que disciplinou as instalações de transmissão à época da formação da Rede Básica do Sistema Interligado Nacional – SIN ter estabelecido que o prazo de concessão mostrava-se suficiente para amortizar ou depreciar totalmente tais ativos, há a possibilidade de que, em situações excepcionais, não tenha se dado a plenitude desta amortização ou depreciação. Por esta razão, faz-se necessário que se permita, excepcionalmente, que o Poder Concedente considere estas situações, desde que devidamente comprovadas, de forma a assegurar ao concessionário a percepção da respectiva compensação porventura existente. Citou-se a própria formação da Rede Básica do SIN, que se concretizou mediante ato do poder público no ano de 2000, apesar da legislação regente assim o determinar desde o ano de 1995 (art. 17 da Lei nº 9.074/1995). Daí a possibilidade de investimentos que, porventura, ao final da concessão ainda não tivessem amortizados ou depreciados em sua plenitude.

Colegiado da CVM mormente em razão do fato de que a ELETROBRAS teria até o dia 04 de dezembro de 2012 para emitir uma decisão acerca da prorrogação dos Contratos de Concessão nos termos da Medida Provisória 579 e, assim, a tomada de qualquer medida pela CVM que inviabilizasse a realização da aludida Assembleia no dia 03 daquele mês significaria impedir os acionistas de se manifestarem sobre a matéria reunidos em assembleia.

A seu turno, a justificativa do elemento urgência constante da Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU, pertinente à Medida Provisória 579, indica a data de vencimento de uma série de contratos de comercialização de montante significativo de energia elétrica fixada em 31 de dezembro de 2012 a demonstrar a premência das medidas necessárias à alteração do marco regulatório daquele setor[239].

Incidem, como feixes, no cenário descrito, a atuação do Estado *sobre* a atividade econômica em sentido estrito, o mercado de capitais; o Estado agente econômico *no* mercado de capitais; a atuação do Estado na ordenação de serviço público, no setor elétrico; o Estado prestador de serviço público no setor elétrico. Permeiam o espaço, assim, diferentes finalidades a serem atendidas pelo Estado, para o que este instrumentaliza técnicas diversas.

A aposição do debate em termos binários (investidores *versus* consumidores) não revela a intrínseca conflituosidade inerente aos interesses coletivos e, assim, mostra-se simplista e insuficiente. Verifica-se ser necessário sistematizar as formas de atuação do Estado à luz das normas constitucionais, compreendê-las, para que seja possível analisá-las em interação, sob uma perspectiva dinâmica. A esta tarefa foram dedicados os capítulos a seguir apresentados.

Finalmente, pertinente traçar breve descrição de outro caso concreto, por ilustrativo. Em 31 de dezembro de 2012, a fim de atender à meta fiscal fixada para aquele exercício, a União Federal realizou operação estruturada, da qual foram participantes o Tesouro Nacional; o FSB na qualidade de cotista do FFIE; o BNDES; e a Caixa Econômica Federal – CEF. Em detida análise, Walter Douglas Stuber[240] explica que a

---

[239] Além disso, vale ressaltar que em 31 de dezembro de 2012, vencem os contratos de comercialização de um montante significativo de energia elétrica, em sua maioria proveniente dessas concessões. Estes contratos atendem ao mercado cativo das distribuidoras. A contratação dessa energia pelo mecanismo vigente, qual seja, o Leilão de Energia Existente, dificulta a captura do benefício resultante da amortização e depreciação dos ativos já em 2013 e pode comprometer o fornecimento de energia dado o exíguo prazo para sua realização (Exposição de Motivos Interministerial n 37/MME/MF/AGU).

[240] STUBER, Walter Douglas. A "contabilidade criativa" e o cumprimento da meta fiscal. *Conteúdo Jurídico*, Brasília-DF: 16 jan. 2013. Disponível em: <http://www.conteudojuridico.com.br/?colunas&colunista=69_&ver=1446>. Acesso em: 19 mar. 2013.

operação teve como lastro os ativos do FFIE, títulos públicos da dívida mobiliária federal e ações de emissão de companhias abertas, exigindo, assim, a edição de Medida Provisória, Decretos, Portarias do Ministro da Fazenda e do Subsecretário da Dívida Pública da Secretaria do Tesouro Nacional - STN; e outras autorizações, as quais foram publicadas em diferentes edições do Diário Oficial da União (DOU), bem como de decisão administrativa da CVM[241].

Estado e mercado seguem fortemente imbricados no País. Observa-se maior complexidade não somente em cada técnica ou forma de atuação estatal no processo econômico, mas também na organização entre técnicas diversas. A disciplina jurídica do acesso à informação, recentemente reforçada, parece não ter significado maior transparência no que tange aos fundamentos e às formas de atuação do Estado no processo

---

[241]Conforme explicações do autor, o Tesouro Nacional resgatou R$ 12,4 bilhões do FFIE. Pra tanto, o FFIE alienou ao BNDES as ações de emissão da Petrobras mantidas em sua carteira, porém, o valor de mercado mostrou-se inferior ao da aquisição das mesmas pelo FIEE, em setembro de 2010 (Cf. A "Contabilidade Criativa" e o Cumprimento da Meta Fiscal).

A administradora do FIEE, BB Gestão de Recursos DTVM S/A, formulou pedido de autorização à CVM, nos termos do art. 64, inciso VI, da Instrução CVM 409/2004, para que o FFIE pudesse negociar privadamente, por meio de instrumento particular de compra e venda, o montante de 292.201.481 ações ordinárias de emissão da PETROBRAS (PETR3) e de até 161.596.958 de ações preferenciais de emissão da PETROBRAS (PETR4), permutando-os por títulos da dívida pública federal, até 31/12/2012, de modo a atender à solicitação de resgate de sua cotista única, União Federal; bem como para a possibilidade de recompra das ações pelo FFIE fora de mercado de bolsa de valores ou de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM até 30/06/2015. O Colegiado da CVM, adotando entendimento esposado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais da referida autarquia, houve por bem deferir o primeiro pedido, sob os seguintes fundamentos: (i) a demanda por resgate em volume significativo por parte do cotista exclusivo do fundo; (ii) a impossibilidade de o mercado secundário dos ativos em carteira do FFIE absorverem o volume de vendas pretendido sem significativas distorções de preço; (iii) a ciência e concordância do cotista exclusivo acerca dos riscos da operação; e (iv) os critérios de precificação para a negociação dos ativos fora de bolsa são consistentes e passíveis de verificação. Porém, a autorização para a recompra dos referidos valores mobiliários fora de mercado organizado foi indeferida, por não estarem presentes as circunstâncias (ii) e (iii), justificadoras da excepcionalidade (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 28. dez. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>).

Explica Walter Douglas Stuber, no mencionado artigo, que a União Federal antecipou ao BNDES R$ 15 bilhões, correspondente à liberação da última parcela de um empréstimo no valor total de R$ 45 bilhões, concedido pelo Tesouro Nacional ao BNDES.

O BNDES (i) comprou ações emissão da PETROBRÁS de propriedade do FFIE e realizou o pagamento com títulos públicos, no valor total de R$ 8,84 bilhões; (ii) antecipou R$ 2,317 bilhões em dividendos à União Federal, também quitados por meio de títulos públicos (o Tesouro Nacional resgatou estes títulos públicos, resultando no ingresso dos valores nas contas públicas); (iii) o BNDESPar transferiu à União Federal ações de emissão de dez companhias de diferentes setores.

O Ministério da Fazenda autorizou aumento de capital na CEF no valor de R$ 5,4 bilhões, a ser integralizado com ações de emissão da PETROBRÁS ou de outras companhias abertas, a critério do Tesouro Nacional. A União Federal integralizou o aumento de capital com ações de emissão de sociedades anônimas de propriedade do BNDESPar e com ações de emissão da PETROBRÁS de sua propriedade. Dessa forma, a CEF tornou-se sócia de companhias do setor de frigorífico (JBS S.A.), de autopeças (Mangels Industrial S.A.), de bens de capital (Indústrias Romi S.A.) e de processamento de cobre (Paranapanema S.A.), dentre outras empresas privadas.

A CEF também antecipou à União Federal R$ 4,69 bilhões em dividendos, quitados com títulos públicos. O Tesouro Nacional resgatou estes títulos públicos, resultando no ingresso dos valores nas contas públicas.

econômico, a afetar o acesso ao conhecimento econômico pelos agentes e de conhecimento político pelo cidadão.

CAPÍTULO II. MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

2.1. Notas introdutórias

Releva ao presente estudo as formas de atuação do Estado no mercado de capitais brasileiro.

A doutrina tradicionalmente relaciona quatro mercados nos quais se desenvolve a atividade econômica, a saber: (i) mercado financeiro propriamente dito ou mercado de crédito; (ii) mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários; (iii) mercado monetário; e (iv) mercado cambial.

Assim, está-se diante de múltiplos mercados. No dizeres de Rachel Sztajn: *Mercados são tantos quanto os núcleos de normas que regem a produção e a circulação de bens*; ... [242].

É no mercado de capitais que os poupadores vertem seus recursos *diretamente* ao beneficiário, perfazendo, assim, relevante fonte de financiamento das atividades econômicas. A existência de grande número de investidores dispostos a adquirir e vender os valores mobiliários confere a denominada liquidez a este âmbito, elemento essencial à possibilidade da mencionada captação inicial de recursos junto ao público. A presença de terceiros, também os conhecidos intermediários neste mercado, tem por objetivo facilitar a aproximação entre investidores e captadores dos recursos, a realização destas operações, bem como sua liquidação. Fala-se, assim, em desintermediação financeira . Outro aspecto a ser repisado é a possibilidade de administração de riscos, inerentes à atividade econômica, por meio de instrumentos, cada vez mais inovadores, desenvolvidos no âmbito do mercado de capitais.

Nelson Eizirik[243], com fundamento nos estudos de James Lorie, assim relaciona os objetivos da regulação do mercado de capitais: (i) eficiência na determinação do valor dos títulos negociados ; (ii) eficiência nas transferências de títulos entre os participantes do mercado ; (iii) eq idade nas relações do investidor com seu agente financeiro, com seu intermediário ; (iv) confiança do público investidor no mercado de capitais; (v) evitar a

[242]SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, n. 135, p. 136, jul./set. 2004.
[243]EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*., cit., p. 54-56.

concentração de poder econômico ; e (vi) política fiscal que incentive o mercado ou que, pelo menos, não o desestimule .

A observação do mercado de capitais brasileiro revela a constante presença do Estado: autoridade reguladora; acionista controlador de companhia aberta; sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; cotista de fundo de investimento; entidade patrocinadora de fundos de pensão, os quais são relevantes investidores institucionais neste mercado.

Portanto, observa-se que o Estado atua *sobre* o mercado de capitais, provendo sua regulação. Porém, atua também *no* mercado de capitais, servindo-se de suas funções como a captação de recursos e a administração de riscos para o atingimento dos objetivos de políticas públicas traçadas para os mais diferentes setores.

Dessa forma, ao estudo ora realizado, releva a *dimensão* ou o *perfil jurídico* do mercado de capitais. Faz-se necessário traçar, ainda que em breves linhas, a estrutura normativa atual do mercado de capitais brasileiro, o norte que este extraiu da opção política realizada, e suas principais características.

2.2. A opção política: o Princípio do *full disclosure*

A disciplina jurídica do mercado de capitais pela Lei 6.385/76 teve por inspiração o direito norte-americano, em especial, a imposição da prática do denominado *full disclosure* , ou total revelação de informações , àquele que realiza apelo aos recursos da poupança pública nos Estados Unidos da América.

A respeito desta concepção, que norteou a Lei 6.385/76, pertinente transcrever as palavras de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, tecidas em comentários às decisões judiciais e dispositivos legais norte-americanos:

> O propósito desses comandos é o de possibilitar o investidor dispor das informações necessárias para tomar decisões criteriosas com relação a seus investimentos, e assegurar também que essas informações sejam verdadeiras. Não procura questionar a solidez do empreendimento, nem proibir o investidor de realizar uma má escolha, mas apenas e tão-somente fornecer-lhe informações pertinentes para exame. Sequer tenta

> assegurar que as informações sejam de fato examinadas pelo investidor. A sua ação parte do princípio, por longo tempo reconhecido no direito americano, de que uma pessoa deve estar habilitada a realizar um negócio com pleno conhecimento dos fatos, se bem que a boa ou má escolha fique reservada exclusivamente à sua vontade [244].

Fábio Konder Comparato explica que por ocasião da reformulação dos institutos básicos do mercado de capitais nacional, consagrou-se plenamente o princípio da informação completa[245]. Segundo o autor, assim devem ser extraídas as consequências da opção legislativa realizada no Brasil:

> Como se percebe, o dever de informação completa das companhias abertas ao público investidor não é, em nosso país, uma regra menor do sistema de regulação do mercado de capitais, mas princípio fundamental. Nessa qualidade, ele informa o conjunto normativo constituído pelas Leis ns. 6.385 e 6.404, de 1976, a ele devendo se subordinar todas as regras operacionais das companhias abertas [246].

Referido princípio invoca o respeito a duas regras básicas, segundo o referido autor: (i) a transparência das informações publicadas; e (ii) a igualdade de acesso e todos os investidores a essas informações. A clareza das informações a serem divulgadas ao público não é alcançada pela supressão de elementos técnicos de seu conteúdo, mas por

---

[244]LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 14, p. 56, 1974.

[245]Cf. COMPARATO, Fabio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In: _____. *Direito empresarial*: estudos e pareceres, p. 331-353. O autor destaca a dicção dos seguintes dispositivos da Lei 6.385/1976: 4º, inciso VI; 8º, inciso III; 9º, inciso IV, e §1º, inciso III; 19, §7º; 20, inciso II; 22, parágrafo único, e incisos.

Explica o mencionado autor que a idéia central que norteou os *Acts* de 1933 e de 1934 nos Estados Unidos da América foi exposta pela primeira vez em 1914 por Louis D. Brandeis, advogado e depois juiz da Suprema Corte daquele país, no artigo intitulado Other's people Money , e residia na concepção de profilaxia do mercado por meio da mais ampla e completa informação ao público. Tentar impedir que os investidores façam maus negócios por meio da atuação do Estado neste sentido pode levar a situações mais conhecidas como um remédio pior do que a moléstia . Sendo assim, o princípio adotado parte da idéia de que o investidor, adequadamente informado, está apto a tomar as decisões econômicas que julgar conveniente, segundo seus próprios interesses.

Esta concepção não era uníssona. O contraponto se fazia presente àquela época. Explica o mencionado autor que Willian O. Douglas, também advogado e que viria a suceder Louis D. Brandeis na Corte Suprema dos Estados Unidos da América, mostrou-se contrário à adoção do *full disclosure* como princípio básico para regulação do mercado de capitais, por entender que o público investidor seria pouco esclarecido para lidar com informações e demonstrações financeiras de caráter técnico e que a adoção do referido princípio significaria o retorno ao liberalismo ultrapassado do século XIX. Em lugar da adoção do princípio do *full disclosure*, Willian O. Douglas sustentava o controle governamental sobre a ação das empresas, as quais não deveriam, se voltar apenas ao lucro, mas também à consecução do bem público (A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In: *Direito empresarial*: estudos e pareceres, p. 334).

[246]COMPARATO, Fabio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações, cit., p. 338.

meio da utilização de linguagem técnica de forma adequada e uniforme[247]. A divulgação das informações deve ser simétrica, devendo se criar mecanismos para evitar a formação de canais privilegiados de conhecimento dos fatos relevantes da vida social .

Fábio Konder Comparato explica que a concepção que levou à adoção do princípio do *full disclosure*, de que o investidor, adequadamente informado, está apto a tomar as decisões econômicas que julgar conveniente, surge fundada sobre o princípio econômico da chamada hipótese do mercado de capitais eficiente , segundo o qual o investimento em valores mobiliários é um processo racional e a cotação de referidos valores reflete o nível de informação disponível no mercado: O investidor em títulos adota, pois, um modelo específico de comportamento em tudo e por tudo semelhante à hipótese geral do *homo economicus* da escola liberal [248].

A partir da teoria econômica neoclássica e de seus desdobramentos, a informação e o conhecimento econômico fora objeto de diversas linhas de pesquisa[249]. Os estudos acerca das assimetrias informacionais como falhas a impactar o bom funcionamento dos mercados despertaram especial interesse na seara do mercado de capitais.

A partir das observações travadas por George Akerlof no famoso ensaio The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism , Bernard S. Black[250] afirma que acionistas controladores e administradores (*insiders*) desonestos tendem a esconder os problemas, e a superestimar o desempenho passado da companhia e a expectativa quanto a seu desempenho futuro. Conclui o autor que, sem saber quais companhias divulgam informações confiáveis e quais não o fazem, os investidores tendem a oferecer baixos valores pelas ações de todas as companhias, como forma de assegurar que terão oferecido pelas ações, na média, um preço que consideram justo. Sendo assim,

---

[247]Conforme Instrução CVM 480/2009: Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.
Art. 15. Todas as informações divulgadas pelo emissor devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.
Art. 16. O emissor deve divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado.
Art. 17. As informações fornecidas pelo emissor devem ser úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos.
Art. 18. Sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo deve ser indicado.
Art. 19. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.
Parágrafo único. Sempre que possível e adequado, informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes .

[248]COMPARATO, Fabio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações, cit., p. 331-353.

[249]Vide: Capítulo I, 1.1.1.2. Crescente concentração do poder econômico, p. 36-46.

[250]BLAC , Bernard S. Strengthening Brazil's securities markets. *Stanford Law School*, 2000. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 10 abr. 2005.

falhas informacionais afastam o incentivo a que as companhias honestas abram capital e ingressem no mercado de capitais, pois uma companhia que divulga informações confiáveis aos investidores e cujos administradores e acionistas controladores não perpetrem fraudes, nem aufiram benefícios indevidos em detrimento dos acionistas minoritários, não irá obter o preço justo por ações de sua emissão.

Acrescenta o autor que a seleção adversa como efeito pernicioso da assimetria informacional verificada por George Akerlof também incide no mercado de capitais. Os baixos valores que os investidores oferecem pelas ações de toda e qualquer companhia não constituem fator de desestímulo à emissão de valores mobiliários no que tange as companhias desonestas.

Bernard S. Black[251] analisa a solução adotada por alguns países para o problema, a qual consiste em um complexo conjunto de normas e de instituições públicas e privadas, que têm por função conferir ao investidor a segurança de que as companhias que emitem valores mobiliários divulgarão informação confiável. Entre essas instituições se encontram intermediários confiáveis como auditores, bancos de investimento, sociedades de advogados e bolsas. Porém, adverte o autor, a seleção adversa enquanto efeito pernicioso da assimetria informacional também pode ter atuação no âmbito dos mencionados intermediários. A possibilidade de os intermediários serem afetados por perdas reputacionais em um mercado no qual a confiabilidade se mostra um ativo importante na competição entre profissionais e o fato de que em alguns países exista lei a disciplinar a responsabilidade dos intermediários por seu trabalho de avalizar as informações produzidas e divulgadas pelas companhias aos investidores são apontadas como possíveis soluções para mitigar parcialmente o problema.

Finalmente, além das questões relacionadas ao *self-dealing* indireto , mais referido na forma do *insider trading* , relacionadas à assimetria informacional, Bernard S. Black acrescenta o *self-dealing* direto (operações entre a companhia e seus *insiders* desonestos, ou entre a companhia e outra sociedade controlada por esses *insiders*, realizadas com o objetivo de perpetrar as mais diversas fraudes, gerando prejuízo aos investidores), qualificado por alguns autores como a atitude mais perniciosa à eficiência do mercado, entre os propulsores dos círculos viciosos no mercado de capitais. Sendo assim, conclui o autor, as deficiências na proteção dos investidores impedem as companhias de

[251]Estas questões também foram abordadas pelo autor no artigo *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets.*

obterem o preço justo por suas ações e reduzem a qualidade média das ações que são emitidas, de forma a desestimular companhias honestas a emitirem ações (equilíbrio das maçãs podres). Uma forte proteção aos investidores é capaz de criar o círculo virtuoso, o equilíbrio de mercados fortes , ao estimular as companhias honestas à emissão de ações e impacta de forma positiva na qualidade média das ações disponíveis no mercado, atraindo mais companhias honestas à abertura do capital.

2.3. Principais características

Faz-se necessário esclarecer que as características a serem apresentadas a seguir foram arroladas por se mostrarem relevantes à conformação da estrutura normativa do mercado de capitais *na* e *sobre* a qual se realiza a atuação *estatal*, objeto por primazia do estudo que ora se desenvolve.

Porém, até mesmo para que se possa se valer do recurso à diferenciação na apreciação da atuação estatal, há que se fazer menção, ainda que em breves linhas, ao papel da autorregulação e ao papel dos investidores e participantes deste mercado na conformação de sua estrutura normativa.

Os fundamentos da autorregulação e os múltiplos arranjos institucionais que se podem extrair da interação entre regulação e autorregulação encerram tema polêmico e profícuo, cuja análise exaustiva foge aos limites do presente estudo.

Porém, há que se ressaltar o papel relevante desempenhado pelas entidades de autorregulação no mercado de capitais brasileiro, inclusive por força do disposto no art. 17, §1º, da Lei 6.385/1976.

A disciplina normativa dos mercados regulamentados de valores mobiliários, por exemplo, foi construída sob uma concepção de intensa interação entre a autarquia federal reguladora do mercado de capitais e as entidades de autorregulação[252].

Merecem menção os segmentos de listagem criados pela BM&FBovespa, denominados Novo Mercado , que significam a adesão a padrões de governança corporativa e de transparência mais elevados que aqueles provenientes da regulação estatal.

[252]Vide Instrução CVM 461, de 23 de outubro de 2007.

Trata-se de uma das grandes inovações promovidas no mercado de capitais brasileiro, objeto de atenção dos doutrinadores pátrios e estrangeiros[253], não somente por se dirigirem a uma demanda por maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional em uma época em que a globalização tornou mais acirrada a competição com mercados de outros países, mas também pela perspicaz combinação entre normas endógenas e normas exógenas engendrada para tanto.

A adesão a um destes segmentos está na esfera de autonomia privada. Porém, a manifestação positiva neste sentido acarreta um processo de adesão às regras do segmento de listagem que exige alteração do Estatuto da companhia aberta. Dessa forma, a partir da alteração de seu Estatuto, não se pode dizer que o cumprimento das regras às quais a companhia aderiu seja voluntário.

Assevera Paula A. Forgioni que a ordem jurídica do mercado, no que tange ao direito comercial, é composta por normas *endógenas* e *exógenas*, ou seja, por normas que emergem do comportamento dos próprios agentes econômicos e de outras que provêm de autoridade que lhes é externa (o Estado, no mais importante dos exemplos) [254].

A mencionada autora ressalta a relevância das normas endógenas para a ordem jurídica do mercado: Esse reconhecimento da força jurígena dos usos e costumes pelo direito estatal abre ampla janela para a realidade, *possibilitando ao regramento do mercado manter seu pulso*. Uma fonte viva vem abraçada pelo direito estatal e assim permanece, não expirando com a transposição [255].

---

[253]O Novo Mercado foi objeto de estudo realizado por Ronaldo J. Gilson, Henry Hansmann e Mariana Pargendler como paradigma da análise da aplicação de *regulatory dualism* para mitigar as dificuldades advindas da resistência firmada por elites econômicas e políticas a reformas voltadas à promoção do desenvolvimento do mercado. Os autores concebem *regulatory dualism* como uma estratégia na busca por desenvolvimento. Ela pode ser aplicada por meio da coexistência de dois regimes regulatórios distintos, ou seja, a possibilidade de que as companhias conduzidas pelos mencionados grupos sejam disciplinadas pelo regime pré-reforma, e que, na busca pelo crescimento, seja permitido a outras companhias a adoção do novo regime, mais rigoroso no que tange a proteção aos investidores. Este novo regime regulatório atua paralelamente ao regime tradicional e pode ser adotado por qualquer companhia que queira aderir às suas regras. Os autores dedicam atenção à aplicação/interpretação das regras dos dois regimes por uma só autoridade reguladora nacional, apontando a possibilidade de mitigação da diferença entre os regimes como uma dificuldade a ser enfrentada em alguns casos, e, em outros, como interação propulsora de avanços para ambos regimes. Como exemplo, citam a Instrução CVM 480/2008, por meio da qual a CVM revisou os requisitos de divulgação de informação pelos emissores, os quais se mostram mais estritos que aqueles previstos nas regras do Novo Mercado no que tange a remuneração dos administradores das companhias abertas (Cf. GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy*: corporate reform in Brazil, the U.S., and the EU. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*. n. 390, Mar. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>. Acesso em 15. mar. 2013).

[254]FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado, cit., p. 189.

[255]Id. Ibid., p. 192.

À guisa de conclusão, faz-se importante observar que o Estado, ao atuar *no* mercado de capitais, trava cotidianamente relações jurídicas com os demais integrantes deste mercado, e acaba também por participar, na qualidade de Estado-agente econômico, na origem das chamadas normas endógenas ao direito comercial, aquelas que emergem dos próprias agentes econômicos.

A expressão Estado , por vezes sisuda, não auxilia na ilustração desta interessante constatação. Pensar nas pessoas jurídicas de direito privado que integram a Administração Pública é um recurso útil: um banco múltiplo, cuja carteira, portanto, também abrange investimento, organizado sob a forma de sociedade anônima aberta, de economia mista, controlada pela União Federal.

Que não se considere, neste momento do raciocínio, os aspectos pertinentes ao cumprimento do relevante interesse coletivo que fundamentou constitucionalmente a atuação do Estado para a criação de um banco múltiplo. Em seus afazeres comezinhos no mercado de capitais, esta pessoa jurídica de direito privado, integrante da Administração Publica, trava as mais diversas relações jurídicas. Exemplos: distribuição pública de valores mobiliários; administração de fundo de investimento, por suas subsidiárias; intermediação na negociação de valores mobiliários; custódia de valores mobiliários. A atuação em foros de integração de participantes do mercado também faz parte das tarefas cotidianas de tal banco. O Estado agente-econômico está, assim, em sua atuação direta *no* mercado de capitais por meio das pessoas jurídicas de direito privado que criou, a participar das inovações financeiras e da formação de modelos de comportamento dos quais podem emergir normas endógenas que integram a ordem jurídica do mercado.

Pode-se questionar se, para efetivamente participar na formação das normas endógenas da ordem jurídica do mercado e nos processo de inovação financeira, impõe-se ao Estado a veste de pessoa jurídica de direito privado.

Vale trazer ao cenário a emissão de Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC por Municípios e sua distribuição pública. O CEPAC será objeto de estudo a seguir. Por ora, suficiente ter em consideração que a atual disciplina normativa do mercado de capitais reconhece nos CEPACs valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976[256]. O tratamento normativo conferido ao CEPAC parece acenar, assim, na direção de uma resposta negativa. Porém, o processo trilhado para a sedimentação desse

[256]Vide Instrução CVM 401, de 29 de dezembro de 2003.

tratamento normativo no âmbito do mercado de capitais pode estar a demonstrar que as dificuldades enfrentadas têm entre suas origens a perplexidade da constatação de uma forma, pode-se dizer inusitada, de participação de uma pessoa jurídica de direito público na conformação da ordem jurídica do mercado[257].

2.3.1. Função normativa atribuída ao Poder Executivo

A respeito da forma de atuação do Estado disciplinada no art. 174 da CRFB, pertinente transcrever as palavras de Eros Roberto Grau:

> Trata-se de normação e regulação que, como já anotei neste ensaio, reclamam fiscalização. Essa atividade, de fiscalização, é desenvolvida, evidentemente, em torno de um objeto. Fiscalizar significa verificar se algo ocorre, sob a motivação de efetivamente fazer-se com que ocorra – ou não ocorra. Assim, fiscalizar, no contexto deste art. 174, significa prover a eficácia das normas produzidas e medidas encetadas, pelo Estado, no sentido de regular a atividade econômica. Essas normas e medidas, isso é evidente – nítido como a luz solar passando através de um cristal, bem polido -, hão de necessariamente estar a dar concreção aos princípios que conformam a ordem econômica. Por isso hão de, quando atinjam a atividade econômica em sentido estrito, necessariamente configurar intervenção sobre o domínio econômico ”[258].

Reconhecendo que o fenômeno é afeto a diversas áreas do conhecimento, especialmente ao direito e à economia, Rachel Sztajn assim definiu regulação:

> Regular significa formular e impor regras em forma de intervenção do Estado no domínio econômico . Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica [259].

---

[257]Outra possível fonte da dificuldade enfrentada à época para a qualificação do CEPAC na ordem jurídica do mercado pode advir de outra característica: a integração das Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 na formação da disciplina jurídica do mercado de capitais brasileiro e a proeminência da sociedade anônima – a companhia aberta - no papel de emissor de valores mobiliários, a influenciar, por muito tempo, a própria concepção de *emissor* neste âmbito.

[258]GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 322-323.

[259]In SZTAJN, Rachel. op. cit., p. 137.

Dessa forma, o exercício do poder-dever de polícia administrativa[260], desde sempre conferido à Administração Pública, sobressai. No Brasil, o exercício de poder de polícia administrativa sobre o mercado de capitais foi conferido precipuamente à CVM.

Porém, há que se destacar outra característica marcante da disciplina do mercado de capitais no Brasil: a atribuição de função normativa a órgão do Poder Executivo. Esta peculiaridade da estrutura normativa do mercado de capitais remonta à época da adoção do *full disclosure* como princípio a reger o aludido regime jurídico. A reforma realizada em 1965 preconizou o princípio da transparência integrada à atribuição de função normativa ao Poder Executivo.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães, referindo-se à polêmica causada com a adoção desta peculiar estrutura jurídica à época da reformulação da legislação dos mercados financeiro e de capitais no Brasil, relata: Espíritos mais sensíveis chegaram até a falar em tirania do Executivo' [261].

A polêmica doutrinária acerca do tema não arrefeceu, conforme explicitado anteriormente[262]. A seu turno, a observação da estrutura jurídica do mercado de capitais na atualidade permite extrair a relevância das normas exógenas derivadas do exercício da função normativa pelo Poder Executivo[263].

A Lei 4.595/1964 criou o Conselho Monetário Nacional (CMN)[264] como órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional, em substituição à Superintendência

---

[260]Segundo Celso Antonio Bandeira de Mello: Pelo poder de polícia, o Estado, mediante lei, *condiciona*, *limita*, o exercício da liberdade e da propriedade dos administrados, a fim de compatibilizá-las com o bem-estar social. Daí que a *Administração* fica incumbida de desenvolver certa atividade destinada a *assegurar que a atuação dos participantes se mantenha consonante com as exigências legais*, o que pressupõe a prática de atos, ora preventivos, ora fiscalizadores e ora repressivos (Celso Antonio. *Curso de direito administrativo*, cit., p. 654).

[261]LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*, cit., p. 27.

[262]Acerca da constitucionalidade do exercício de função normativa pelo Poder Executivo, e de seu controle, vide: Capítulo I, 1.1.2 A dupla instrumentalidade do direito, p. 47-59.

[263]Por sua atualidade, pertinente transcrever o entendimento esposado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, à época da edição da Lei 6.385/1976, referindo-se à reforma legislativa de 1964/1965: Mantivessem nossos pretórios uma postura hostil a essa técnica legislativa e à legislação do mercado, e estaríamos, hoje, perante uma situação insólita, vale dizer, a existência ao lado do sistema legal legítimo, de um volumoso *corpus* de normas, constituído de algumas centenas de resoluções e circulares do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, de validade legal suspeita, mas com plena eficácia social (LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*, cit., p. 67).

[264]Integram o CMN: Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento, e Presidente do BACEN (art. 8º da Lei 9.069, de 29 de junho de 1995. Funciona junto ao CMN a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC), a qual é composta pelo Presidente do BACEN (coordenador), pelo Presidente da CVM, pelo Secretário Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento, pelo Secretário Executivo do Ministério da Fazenda, pelo Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, pelo Secretário do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda (art. 9º da Lei 9.069/1995). Nos termos do art. 11 da lei 9.069/1995, foi previsto o funcionamento das seguintes

da Moeda e do Crédito (SUMOC), e atribuiu ao referido órgão a finalidade de formular a política da moeda e do crédito , objetivando o progresso econômico e social do País . Nos termos do art. 4º da referida lei, foi atribuída função normativa ao CMN, entre as quais a estruturação da disciplina das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos".

A Lei 4.728/1965, editada para disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para seu desenvolvimento, atribuiu função normativa ao CMN, conferindo-lhe competência para fixar normas gerais para disciplinar o funcionamento e a atuação dos intermediários no mercado de capitais e também editar normas referentes à publicidade e ao registro de emissão dirigida ao público investidor. A função de fiscalização do mercado de capitais foi atribuída ao BACEN.

Com o advento da Lei 6.385/1976, foi criada a CVM, autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, mantendo-se, no tocante à estrutura normativa do mercado de capitais, a técnica legislativa adotada em 1964 e 1965.

Ou seja, conferiu-se ao CMN competência para definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do referido mercado, bem como para traçar a orientação geral a ser seguida pela CVM na regulamentação das matérias previstas no referido diploma legal e na Lei 6.404/1976 (art. 3º, incisos I e III; art. 8º, inciso I)[265]. Foi

---

Comissões Consultivas junto ao CMN: I - de Normas e Organização do Sistema Financeiro; II - de Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros; III - de Crédito Rural; IV - de Crédito Industrial; V - de Crédito Habitacional, e para Saneamento e Infra-Estrutura Urbana; VI - de Endividamento Público; VII - de Política Monetária e Cambial.

[265]A leitura da redação original do referido diploma legal revela o âmbito do exercício da função normativa conferida à época ao CMN. A referido órgão foi atribuída competência para incluir no rol dos valores mobiliários sujeitos ao regime da referida lei outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas (art. 2 , inciso III, redação original); para definir as situações anormais do mercado, ensejadoras da aplicação das medidas administrativas acautelatórias pela CVM, previstas nos incisos do §1º do art. 9º da referida lei (redação original); para fixar o procedimento da etapa investigativa prévia, instaurada perante a CVM para a apuração de infrações administrativas (art. 9, §2º, redação original); para editar normas acerca dos contratos e convênios celebrados pela CVM para a execução de serviços de sua competência (art. 10, redação original); aprovar as condições para inclusão, no orçamento da CVM, de dotações de verbas às bolsas de valores (art. 14, redação original); definir os tipos de instituição financeira que poderão exercer atividades no mercado de valores mobiliários, bem como as espécies de operação que poderão realizar e de serviços que poderão prestar nesse mercado e a especialização de operações ou serviços a ser observada pelas sociedades do mercado, e as condições em que poderão cumular espécies de operação ou serviços (art. 15, 1 , redação original); regulamentar a coordenação de serviços entre BACEN e CVM no que tange às instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a explorar simultaneamente operações ou serviços no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização do BACEN (art. 15, §3º); editar normas gerais sobre (i) as condições para obtenção de autorização ou registro necessário às atividades de distribuição de emissão no mercado, compra de valores mobiliários para revende-los por conta própria e mediação ou corretagem na bolsa de valores, (ii) as condições de idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica a serem satisfeitas pelos administradores de sociedades e agentes autônomos, no exercício das atividades anteriormente arroladas, (iii) as condições de constituição e extinção das bolsas de valores, forma jurídica, órgãos de administração e

expressamente conferida competência à CVM para edição de normas sobre as companhias abertas (art. 22, parágrafo único, redação original) e aquelas a serem seguidas pelos administradores na gestão de carteira de valores mobiliários e sua remuneração (art. 23, §2º).

As reformas legislativas realizadas nos anos de 1997 e de 2001 mantiveram a competência do CMN para traçar a orientação geral a ser seguida na edição de normas para disciplinar as matérias previstas nas Leis 6.385/1976 e 6.404/1976[266], transferindo, porém, parcelas da função normativa daquele órgão à CVM.

Relevante ressaltar que na reforma legislativa de 2001, o art. 2º da Lei 6.385/1976 sofreu uma importante alteração, nem sempre bem destacada pela doutrina: a supressão da atribuição de função normativa conferida ao CMN para incluir no rol de valores mobiliários sujeitos ao referido diploma legal outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional .

No ano de 2011, por meio da Medida Provisória 539, de 26 de julho de 2011, posteriormente convertida na Lei 12.543, de 08 de dezembro de 2011, novamente foram introduzidas alterações na Lei 6.385/1976, as quais resultaram no incremento da parcela de função normativa atribuída ao CMN. Nos termos da nova redação conferida ao art. 3º do mencionado diploma legal, compete ao CMN: VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: a) determinar depósitos sobre os valores nocionais dos contratos; e b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos .

Explica-se: no ano de 2008, vivenciou-se forte crise de confiança nos mercados, espraiada para a Europa e para os mercados mundiais a partir dos Estados Unidos da América, com a ruína de complexas operações estruturadas, principalmente, a partir da combinação de instrumentos lastreados em operações de crédito realizadas no mercado de financiamento de imóveis daquele país. Companhias abertas brasileiras experimentaram

---

seu preenchimento, bem como do exercício do poder disciplinar pelas bolsas sobre seus membros, imposição de penas e casos de exclusão (art. 16 c.c. art. 18, redação original).

[266]Foi atribuída competência à CVM para expedição de normas sobre as matérias relacionadas nos seguintes dispositivos da Lei nº 6.404/76: art. 4º, §§3º, 4º, 5º e 6º; art. 4º-A, §4º; art. 11, §3º; art. 24, §2º; art. 25, parágrafo único; art. 30, §2º; art. 25, §3º; art. 60, §3º; art. 61, §3º; art. 65, §1º; art. 66, §2º; art. 67, *caput*; art. 82, §§1º e 2º; art. 100, §2º; art. 104, parágrafo único; art. 116-A; art. 126, §2º; art. 137, inciso II, alínea a'; art. 146, 4 ; art. 157, 6 ; art. 165-A; art. 176, §7º; art. 177, §3º; art. 182, §3º; art. 184-A; art. 223, §3º; art. 226, 3 ; art. 235, 1 ; art. 243, 3 ; art. 248, inciso III, alínea c'; art. 249, parágrafo único; art. 252, §4º; art. 254-A, §3º; art. 257, §4º; art. 259, parágrafo único; art. 263, *caput*; art. 264, *caput*; art. 275, §4º; art. 289, §1º; art. 291, *caput* e §1º; e art. 293.

prejuízos significativos resultantes de operações com derivativos, os quais se refletiram em perdas para acionistas residentes e não-residentes no país, e detentores de ADRs negociados em bolsa norte-americana.

A partir da crise, retoma-se o debate acerca dos limites e fundamentos da regulação ideal dos mercados financeiro e de capitais e o papel do Estado e da autorregulação, especialmente ante as inovações financeiras, fortemente propiciadas pelo desenvolvimento tecnológico e pela integração entre mercados brasileiro e estrangeiros. Exercendo sua competência para disciplinar as companhias abertas e tendo por norte o princípio do *full disclosure*, a CVM editou a Instrução 475/2008, por meio da qual dispôs sobre a apresentação, pelas companhias abertas, de informações qualitativas e quantitativas sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa específica, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em balanço patrimonial, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade . A apresentação de tais informações já havia sido prevista, de forma facultativa, pela Deliberação CVM 550/2008[267].

Na mesma época, a CVM, por meio da Instrução 480/2009, com fundamento nos arts. 21 e 22 da Lei 6.385/1976, a CVM revisou os denominados requisitos de *disclosure* aplicáveis aos emissores de valores mobiliários. Nos termos do art. 21, inciso II, c.c. art. 24, ambos da referida Instrução, dispôs-se que o emissor deve enviar à CVM e ao público investidor o formulário de referência, documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24 ao referido normativo. Nos termos do item 13.11. alíneas c , d e e , do referido Anexo, os emissores de valores mobiliários devem indicar, para os 03 (três) últimos exercícios sociais, em relação ao conselho de administração, à diretoria estatutária e ao conselho fiscal, o valor da maior e da menor remuneração e o valor médio da remuneração.

---

[267]COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 jul. 2011. Por meio da Portaria n° 34, de 13 de fevereiro de 2012 foi criado no âmbito do Ministério da Fazenda um Grupo Técnico, com o objetivo de *avaliar e propor medidas que promovam o crescimento equilibrado do mercado de derivativos, de monitorar a evolução das exposições financeiras das empresas e instituições participantes nos mercados de derivativos, bem como de realizar estudos e pesquisas objetivando maior eficiência e segurança às operações realizadas no mercado de derivativos* . O Grupo Técnico é composto por representantes do Ministério da Fazenda (Secretaria-Executiva - SE; Secretaria de Política Econômica - SPE; Secretaria da Receita Federal do Brasil - RFB; e Secretaria do Tesouro Nacional – STN), do BACEN (Área de Regulação do Sistema Financeiro Nacional - Dinor; Área de Política Monetária - Dipom; Área de Fiscalização – Difis); e da CVM (Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN; Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI; Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 - GMA-2), e coordenado por um Comitê Gestor, composto pelo Secretário-Executivo do Ministério da Fazenda, pelos Diretores de Política Monetária e de Regulação do Sistema Financeiro Nacional do BACEN e pelo Presidente da CVM, (MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em:<http:www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 08 jan. 2013).

A função normativa atribuída ao CMN e à CVM deve ser exercida para a consecução das finalidades descritas no art. 4º da Lei 6.385/1976. Cumpre transcrevê-las, eis que são os verdadeiros *standards*, dos quais se extraem os parâmetros para o controle do exercício do poder normativo[268], para que se afira a juridicidade das normas expedidas por CMN e CVM:

> I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional .

A leitura da Lei 6.385/1976 e da Lei 6.404/1976 não deixa dúvida de que os diplomas atributivos de função normativa ao CMN e à CVM ostentam a densidade normativa mínima para que se possa considerá-los consentâneos com o Estado Democrático de Direito. O legislador não operou a atribuição de competência de forma genérica. Delineou o âmbito de competência do CMN, da CVM e do BACEN nos dispositivos legais anteriormente mencionados, de forma específica. As finalidades a serem atendidas pela Administração Pública por meio do exercício da função normativa também se encontram apostas em lei, possibilitando, assim, o necessário controle da juridicidade dos atos normativos expedidos, a ser realizado também à luz dos postulados normativos aplicativos, especialmente no que tange à proporcionalidade.

Ilustra o controle sobre o exercício da função normativa pela CVM a mencionada Instrução CVM 480/2009. Referido ato normativo foi levado ao escrutínio do Poder Judiciário, por meio de ajuizamento de ações em face da CVM, no que tange à divulgação do maior valor, do menor valor e do valor médio da remuneração dos administradores de

[268]Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade, cit., p. 51-64.

companhia aberta ao público investidor[269]. O debate se desenvolve acerca das garantias individuais da intimidade, da vida privada e do sigilo dos dados (CRFB, art. 5º, X e XII) e do princípio da dignidade humana (CRFB, art. 1º), e também acerca da aplicação do princípio da legalidade, à luz do disposto no art. 157, §3º, da Lei 6.404/1976, e dos fundamentos constitucionais e legais que conferem à CVM função regulatória e o dever-poder de exercê-la sobre o mercado de capitais, mormente o art. 174 da CRFB e os já mencionados dispositivos das Leis 6.385/1976 e 6.404/1976, bem como o princípio do *full disclosure*. Houve prolação de ordem judicial, liminar, por meio da qual foi determinada a suspensão da eficácia do referido do referido dispositivo do ato normativo expedido pela CVM, no âmbito dos limites subjetivos da demanda, por reconhecer afronta ao direito de privacidade dos administradores de companhia aberta, bem como violação ao princípio da legalidade, por incidir sobre a matéria o disposto no do art. 152 e 157 da Lei 6.404/1976. A ordem judicial foi reformada em sede recursal[270], reconhecendo-se que o exercício da função normativa pela CVM no que tange à divulgação do valor médio da remuneração

---

[269]Vide: AC - APELAÇÃO CÍVEL – 516349 e AG - AGRAVO DE INSTRUMENTO – 186261, em trâmite perante o Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Informações processuais e íntegra das decisões judiciais disponíveis em www.trf2.jus.br.

[270] AGRAVO DE INSTRUMENTO. PROCESSUAL CIVIL. ADMINISTRATIVO. ART. 526 DO CPC. CUMPRIMENTO. CVM. COMPETÊNCIA. INSTRUÇÃO NORMATIVA 480/2009. LEI 6385/76. LEI 6404/76. INFORMAÇÕES. REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES. DIREITO DE PRIVACIDADE. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE PÚBLICO. TRANSPARÊNCIA. ADEQUAÇÃO AO SISTEMA INTERNACIONAL.

[...]

2- A Lei nº 6.385/76 atribui à CVM competência para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, tendo a referida autarquia a incumbência de fiscalizar permanentemente a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e os valores nele negociados, bem como expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a divulgação das referidas informações, não sendo possível vislumbrar a existência de conflito entre a norma reguladora prevista na Instrução Normativa nº 480/2009, que passou a exigir a divulgação institucional dos valores máximo, médio e mínimo da remuneração atribuída a cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), e o disposto nos artigos 152 e 157 da Lei nº 6.404/76.

3- A norma impugnada não viola o direito de privacidade e de segurança dos administradores, considerando-se que, primeiramente, o regramento estabelecido pela CVM, após ampla discussão pública, apenas determinou a divulgação pública não dos valores individualizados por administrador, mas sim dos valores mínimo, médio e máximo por órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), sendo descabida a consideração feita acerca dos riscos de atos de violência a que poderiam ser submetidos os administradores, aos quais toda população brasileira, especialmente nos grandes centros urbanos, se encontra exposta diariamente, independentemente da divulgação de seus ganhos.

4- Não se pode olvidar que o apontado direito à privacidade dos administradores das empresas de capital aberto venha a se sobrepor ao interesse público inerente ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sendo dever da CVM, como órgão regulador, criar mecanismos que facilitem o acesso, pelo investidor, a informações fidedignas e tempestivas sobre as oportunidades e condições de investimento, considerando-se que é extremamente relevante que exista credibilidade dentro do sistema de mercado de capitais, cujas regras devem estar integradas com as já existentes no mercado internacional, em relação ao qual a nossa economia está diretamente ligada, não sendo plausível permitir que eventuais diferenças culturais justifiquem a falta de transparência.

5- Agravo de instrumento provido, para revogar a liminar concedida (TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 2ª REGIÃO. EMENTA. AG - AGRAVO DE INSTRUMENTO – 186261. Disponível em: <http://www.trf2.jus.br>. Acesso em: 09 jan. 2013).

dos administradores pelas companhias abertas se realiza com fundamento no disposto na Lei 6.385/1976 e não viola o disposto no art. 152 e do art. 157 da Lei 6.404/1976, bem como que o direito à privacidade dos administradores de companhia aberta não pode se sobrepor ao interesse público no desenvolvimento do mercado de capitais, constituindo dever da autarquia federal reguladora criar mecanismos para facilitar o acesso pelos investidores de informações fidedignas e tempestivas, mediante regras harmônicas com aquelas existentes nos mercados internacionais[271].

2.3.2. Indispensável integração entre Lei 6.385/1976 e Lei 6.404/1976

As Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 foram concebidas como núcleo da estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro[272], o que deve ser considerado em sua interpretação/aplicação[273].

Adverte Calixto Salomão Filho[274] para o que denominou surdez recíproca no que tange ao tratamento conferido pelos operadores do direito à disciplina do mercado de capitais brasileiro. Apesar das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76 terem sido editadas sob a concepção lógica (e sistemática) de que um diploma não poderia ser compreendido e, assim, aplicado, sem o outro, a evolução da doutrina e da jurisprudência, bem como da legislação pátrias, demonstra que o abandono desta integração. No que tange ao mercado de capitais, teria sido firmada a idéia de que a garantia da divulgação das informações e da ausência de manipulação daquele mercado seria suficiente para seu bom funcionamento; já a disciplina das sociedades por ações teria evoluído sem a necessária percepção de sua

---

[271] Não há notícia acerca da prolação de sentença nos autos da ação judicial ou de acórdão em sede de recurso especial interposto nos autos do agravo de instrumento (Cf. TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 2ª REGIÃO. Informações processuais. AG - AGRAVO DE INSTRUMENTO – 186261. Disponível em: <http://www.trf2.jus.br>. Acesso em: 20 mar. 2013).

[272] A respeito da formulação de ambos anteprojetos de lei, vide comentários de LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 134-146. Vide também Capítulo I: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, p. 72-103.

[273] É interessante notar a interação entre referidos diplomas, a qual, muitas vezes, leva à convergência da disciplina de institutos jurídicos distintos. Ilustra este tema a promulgação da Lei 11.638/2007, que disciplinou a consonância das demonstrações financeiras das sociedades anônimas brasileiras com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários, as companhias fechadas podem optar por observar referidas normas, expedidas pela CVM para as companhias abertas, e a sociedade de grande porte , ainda que não constituída sob a forma de sociedades por ações, deve atender às exigências da Lei nº 6.404/76 sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na CVM.

[274] SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário.* 2. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 153-163.

relevância para o desenvolvimento do mercado de capitais, o que contribuiu para a crise no mercado de capitais brasileiro, agravada no final da década de 1990.

2.3.3. Valores Mobiliários

Ao dispor sobre a competência da CVM para regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações , a Lei 6.385/1976 traça parâmetros para aferir o âmbito de atuação da referida autarquia federal, entre os quais valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976 (art. 2) e as atividades e os serviços prestados no mercado de capitais arrolados em seu art. 1º.

Cumpre tratar dos valores mobiliários.

O conceito de valores mobiliários foi objeto de grande controvérsia na doutrina pátria[275]. As breves linhas acerca do tema também revelará o incremento do exercício da função normativa, inicialmente pelo CMN e, posteriormente pela CVM, na conformação do conceito deste conceito.

A Lei n 4.728/65 fazia menção a títulos e valores mobiliários , mas não os conceituou, ensejando, à época, debates sobre a possibilidade de distinção ontológica ou sobre a coincidência entre títulos e valores mobiliários.

A doutrina indica duas tendências no Direito Comparado[276]. No direito francês, pela definição de valores mobiliários (*valeurs mobilières*) em oposição aos *effects de commerce*. No direito norte-americano, *securities*[277], a se referir a um rol de títulos diversos dos *negotiable instruments.*

---

[275]Para um panorama acerca do debate doutrinário: GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol, dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 42, n. 129, p. 73-82, jan./mar. 2003.

[276]Cf. COMPARATO, Fabio Konder. As ações de sociedade anônima como valores mobiliários: natureza e efeitos do registro acionário. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 16-20.

[277]*Securities Act* de 1933, *Title I, Section 2 (a)1*:*"The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national*

Tendo em vista o extenso rol disponível na definição de *security*, e premidas pela necessidade de aplicar os referidos dispositivos legais a casos concretos, as cortes norte-americanas debruçaram-se sobre o conceito de *investment contract* , na tentativa de traçar parâmetros que pudessem ser aplicados a todas as operações arroladas em tais diplomas.

São esclarecedores os comentários de Luiz Gastão Paes de Barros Leães[278] sobre a decisão judicial proferida o notório caso *SEC v. W. J. Howey Company*[279], julgado pela Suprema Corte norte-americana em 1946, da qual se extrai o que a doutrina norte-americana denominou *Howey test* . Segundo o mencionado autor, o princípio a ser aplicado na análise de operações jurídicas e materiais, com a finalidade de identificá-las como *investment contract*, consiste em se reconhecer que a substância prevalece sobre a forma e ênfase é dada à realidade econômica subjacente ; e os parâmetros analisados para a caracterização de *investment contracts*, seguindo o *Howey test* e as demais decisões da Suprema Corte norte-americana são: (i) *transação através da qual o investidor fornece recursos para um 'empreendimento comum'* ; (ii) *expectativa de algum tipo de benefício ou ganho em virtude do investimento realizado* ; (iii) *Aliado ao objetivo lucrativo, sempre almejado pelo investidor, o risco de perder o valor inicial investido* ... ; (iv) *esforços exclusivos do captador dos recursos ou de uma terceira pessoa",* definido como passividade do investidor; e (v) *caráter público da colocação dos valores* .

Com o advento da Lei nº 6.385/1976 e a criação da CVM, tornou-se necessário traçar o âmbito de atuação da nova autarquia e, assim, teoricamente, necessário conceituar valores mobiliários . Novamente, o legislador não o fez[280]. Com efeito, o que se verifica é um rol de institutos aos quais se atribui a qualidade de valores mobiliários *e* a sujeição ao regime da Lei nº 6.385/76.

---

securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a ''security'', or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing." A legislação norte-americana tratou dos *securities* nos seguintes diplomas, que apresentam definições quase idênticas, e cujas diferenças foram uniformizadas nas decisões judiciais, a saber: *Securities Act*, de 1933; *Securities Exchange Act*, de 1934; *Public Utility Holding Company Act*, de 1935; *Investiment Company Act*, de 1940; e *Investiment Advisers Act*, de 1940.

[278]LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*, cit., op. cit., *passim*.

[279]*SEC v. W. J. Howey Company*. Resumo em FINDLAW. Disponível em: <http://laws.findlaw.com/us/328/293.html>. Acesso em: 01 dez. 2005.

[280]O art. 2 da Lei n 6.385/76, em sua redação original, assim dispôs: *Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei:I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures".*

Da contraposição entre a redação original do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 e as decisões das cortes judiciais norte-americanas, verifica-se a ausência, dentre as figuras constantes do rol de valores mobiliários sujeitos ao regime da referida lei, de alguma similar ao *investment contract*.

O advento da Lei nº 6.385/1976, em verdade, reforçou a controvérsia doutrinária acerca da distinção entre títulos mobiliários e valores mobiliários. Assim, há quem entenda que a expressão valores mobiliários encerra conceito instrumental à delimitação do âmbito de atuação da CVM[281].

Poder-se-ia concluir, assim, que a expressão títulos mobiliários estaria reservada aos demais institutos, também afetos ao mercado de capitais, mas abrangidos ao âmbito de atuação do Estado na atividade econômica por meio do BACEN. Nota-se que a partir da introdução da Lei nº 6.385/1976 no sistema normativo que disciplinava o mercado de capitais brasileiro, competiria ao BACEN a regulação de todos os valores mobiliários, salvo o conjunto de valores mobiliários descritos nos incisos I e II do art. 2º da referida lei, excetuados os descritos em seu parágrafo único, e eventualmente acrescidos de *outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional* . Veja-se o art. 3 , parágrafo único, da Lei n 6.385/1976: *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* [282].

Portanto, observa-se que, mesmo com o advento da Lei nº 6.835/1976, seguia a necessidade de se definir o campo de atuação do BACEN no âmbito do mercado de capitais, bem como delimitar a atuação do CMN, prevista no inciso III do art. 2º. No exercício de função normativa, o CMN somente encontrava permissão legal para inserir no

---

[281]EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 153-157.

[282]Explica Luiz Gastão Paes de Barros Leães: Partindo da idéia de que a nova lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a CVM – com poderes para disciplinar e policiar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas, foi sancionada a Lei 6.385, de 7.12.1976, que outorga a essa agência governamental especializada poderes regulamentares, a serem exercidos sob a orientação e supervisão do CMN, e eventual coordenação com o BACEN, que não perde, assim, o seu poder regulador de todo o sistema financeiro (art. 3º). Ademais, outorga a lei em apreço à Comissão os poderes regulamentares para disciplinar não só as matérias relativas ao mercado, mas também as matérias expressamente previstas na lei de sociedade anônima (art. 8º), completando as normas em branco do diploma do anonimato. in LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. *Mercado de capitais & insider trading*, cit., p. 68.

rol de valores mobiliários normatizados e fiscalizados pela CVM aquilo que ontologicamente assim se pudesse definir[283].

Com fundamento no inciso III do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, em sua redação original, paulatinamente, o rol dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976 foi incrementado. A evolução da edição das diversas normas que o fizeram[284] revela a diversificação dos instrumentos de investimento ocorrida ao longo das décadas de 1980 e 1990 e a consequente ampliação do âmbito de atuação da CVM. Na década de 1980, a disciplina dos fundos de investimento também sofreu alterações, e o CMN distribui as competências entre BACEN e CVM[285].

Importante ressaltar o Decreto-lei 2.286, de 23 de julho de 1986. Trata-se do início à disciplina dos derivativos no País. Foi estabelecida a competência do CMN para sua regulamentação. Por meio da Resolução CMN 1.190, de 17 de setembro de 1986, o CMN conferiu tal competência ao BACEN e à CVM, conforme estivesse, ou não, o

---

[283]MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 24, n. 59, p. 31 e ss., jul./set. 1985.

[284]As opções de compra e venda de ações em bolsa de valores foram inseridas neste rol por meio da Instrução CVM nº 14, de 17 de outubro de 1980. Nos termos do 3º do Decreto-Lei nº 2.286, de 23 de julho de 1986, foram incluídos *os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários* .

Em 1990, o CMN resolveu: *Art. 1º - Considerar como valor mobiliário, para os efeitos da Lei nº 6.385, de 07.12.76, a nota promissória emitida por sociedade por ações, destinada à oferta pública. Art. 2º - O disposto no artigo anterior não se aplica aos títulos emitidos por instituições financeiras, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e sociedades de arrendamento mercantil* . E, assim, por meio da Resolução CMN nº 1.723, de 27 de junho de 1990, as mencionadas notas promissórias, conhecidas como *commercial papers* foram colocadas ao abrigo da disciplina da referida lei e da fiscalização da CVM.

Em 26 de fevereiro de 1992, por meio da resolução nº 1.907, o CMN incluiu no rol dos valores mobiliários sujeitos à disciplina da Lei nº 6.385/76 os direitos de subscrição de valores mobiliários, os recibos de subscrição de valores mobiliários, as opções de valores mobiliários, e os certificados de depósito de ações. Neste mesmo ano, por meio da Instrução CVM nº 193, de 23 de setembro, foi autorizada a inclusão de *debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções* e, assim, as denominadas opções de debêntures foram submetidas ao regime da referida lei.

Em 1993, por meio da Lei nº 8.668, de 25 de junho, as quotas dos fundos de investimento imobiliário foram incluídas no referido rol, bem como se atribuiu à CVM a fiscalização sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos referidos fundos. No mesmo ano, por meio do art. 1º da Lei nº 8.685 de 20 de julho, c.c. arts. 1º e 2º do Decreto nº 974, de 08 de novembro, os denominados certificados de investimento audiovisuais também foram qualificados como valores mobiliários e submetidos ao regime da lei nº 6.385/76.

Em 1997, destaque para os certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica , conforme Resolução CMN n 2.405, de 25 de junho, e Instrução CVM n 267, de 1º de agosto; bem como para os certificados de recebíveis imobiliários, disciplinados nos termos do art. 6º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 e da Resolução CMN nº 2.517, de 29 de junho de 1998.

[285]O CMN, nos termos da Resolução CMN nº 817, de 07 de abril de 1983, aprovou o regulamento que disciplinava a constituição e o funcionamento dos fundos mútuos de investimentos sob a forma de condomínio aberto, e atribuiu ao BACEN e à CVM competência para executar o quanto ali disposto, no âmbito das respectivas esferas de atuação. O funcionamento do fundo dependeria de autorização do BACEN, com prévia oitiva da CVM. A Resolução CMN nº 961, de 12 de setembro de 1984, manteve a divisão de atribuições constante da resolução anterior. Já em 1987, nos termos da Resolução CMN nº 1280, de 20 de março, dispôs-se que a constituição e o funcionamento dos referidos fundos dependeria de prévia autorização da CVM, porém, as propostas de alteração na composição da carteira dos fundos deveriam ser formuladas conjuntamente pela CVM e BACEN.

objeto respectivo , o ativo subjacente , referenciado em qualquer dos valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976. As bolsas de mercadorias e futuros e seus participantes foram obrigados a prestar informações ao BACEN e à CVM, e às referidas autarquias federais também foram conferidos outros instrumentos para a fiscalização do mencionado mercado.

Em 08 de janeiro de 1998, foi editada a Medida Provisória nº 1.637[286], posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001[287], a qual trouxe inovações à discussão acerca do conceito de valores mobiliários, ao determinar a sujeito do contrato de investimento ofertado publicamente ao regime da Lei 6.385/1976 e exgiri que suas emissores se organizem sob a forma de sociedade anônima. A partir da reforma legislativa de 2001, introduziu-se ao rol do art. 2 da Lei n 6.385/76 o contrato de investimento coletivo ofertado publicamente .

Assim, a subsunção de uma operação ao conceito de contrato de investimento coletivo ofertado publicamente acarreta sua sujeição ao regime estabelecido pela Lei n 6.385/76, pelo reconhecimento da necessidade da atuação estatal sobre âmbito da atividade econômica em sentido estrito, especialmente para garantir a proteção aos investidores por meio do cumprimento do princípio do *full and fair disclosure*[288].

---

[286] Na década de 1990 houve no Brasil a intensificação do fenômeno da oferta pública de contratos de investimento coletivo, fundados na idéia de parceria entre investidor e empreendedor, por meio da qual este prometia rendimentos, advindos de seu esforço exclusivo na atividade de engorda de animais, no plantio de árvores, na criação de camarões, enfim, em diversas atividades.
São notórios os casos de prejuízos causados por muitas das sociedades que ofertaram publicamente os denominados contratos de investimento coletivo . Muitas destas sociedades tiveram sua falência decretada, sob a suspeita de má gestão, gestão temerária e até mesmo fraude, perpetradas por administradores e acionistas controladores. A este respeito, vide decisões proferidas pelo Colegiado da CVM no julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores IA nº 17/01, TA nº 6094/01 e TA nº 3535/02 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Extrato de sessão de julgamento: Processos Administrativos Sancionadores IA nº 17/01, TA nº 6094/01 e TA nº 3535/02. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 ago. 2005).
Acrescente-se as evidências de que a oferta pública de contratos de investimento coletivo não tenha sido precedida da necessária divulgação de informações sobre o empreendimento. Não havia previsão de divulgação simétrica e periódica de informações acerca do empreendimento aos titulares de contratos de investimento coletivo. É possível afirmar que milhares de investidores tomaram sua decisão de investimento sem que pudessem estar suficientemente informados dos riscos inerentes ao negócio. Outro aspecto a ser salientado diz respeito aos esforços de venda de referidos contratos de investimento coletivo, realizado por uma rede de prepostos e de pessoas contratadas para tanto pelas referidas sociedades, sem o devido preparo e monitoramento.

[287] *"Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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".*

[288] A este respeito, relevante mencionar a decisão do Colegiado da referida autarquia federal realizada em 22 de janeiro de 2008, na qual se debateu sobre as hipóteses de caracterização das cédulas de crédito bancário – CCB, criada pela Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, como valores mobiliários, nos termos do inciso

A Lei nº 10.303/01 também acrescentou outras figuras ao rol do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, ou seja, à relação de *valores mobiliários sujeitos ao regime daquela lei*, assim atualmente composta:

> I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
>
> II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
>
> III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
>
> IV - as cédulas de debêntures;
>
> V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
>
> VI - as notas comerciais;
>
> VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
>
> VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
>
> IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.
>
> § 1º Excluem-se do regime desta Lei:
>
> I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
>
> II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures .

Ou seja, após a reforma de 2001, observa-se no referido conjunto valores mobiliários cuja emissão não se deu por companhia aberta. Para delinear seus limites, prescinde-se de referência à relação societária. Acrescentou-se, assim, o §2º no referido art. 2º, para esclarecer que os emissores dos valores mobiliários ali relacionados, bem como seus administradores e controladores sujeitam-se à disciplina prevista na Lei nº 6.385/76 dirigida às companhias abertas.

A expressão derivativos pode ser utilizada para se referir a contratos futuros, contratos a termo, opções, *swaps*, e a um sem número de combinações entre estas que são as operações mais conhecidas e demais instrumentos[289]. A origem de sua utilização pelos

---

IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Ata da Reunião nº 03, de 22 de janeiro de 2008. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

[289]John Hull (in *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: Cultura; Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1995. p.13.), em estudo no ramo das finanças, traz explicação correntemente utilizada, que demonstra a amplitude deste conceito: *títulos cujos valores dependem de outras variáveis mais básicas* .

agentes econômicos reside na necessidade de administrar riscos[290], caracterizando-se, muitas vezes, como operações que têm por objetivo amealhar proteção, ou em expressão usual no mercado, hedge , por exemplo, contra as oscilações da taxa de câmbio, da taxa de juros ou do preço de *commodities*. Atualmente, observa-se que estes instrumentos encontram-se nas estratégias de investimento não somente para a proteção contra os mais variados riscos, mas especialmente pela possibilidade de se auferir lucros significativos, aos quais, em geral, estão atrelados a riscos também significativos.

Outro aspecto a ser ressaltado reside na constatação de que nem todas as modalidades de instrumentos derivativos são passíveis da necessária padronização para distribuição em massa, como os contratos futuros. O derivativo afasta-se, assim, da noção de emissão e distribuição em massa e da função de financiamento da atividade produtiva pela captação da poupança popular, correntemente presente nos valores mobiliários insertos no rol do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 antes da reforma legislativa de 2001.

O distinto caráter que o derivativo ostenta dentre o conjunto de valores mobiliários arrolado no at. 2º da Lei 6.385/1976, faz-se com que não se possa tomar valores mobiliários tão somente pela apreciação dos elementos que integra o conceito legal de contrato de investimento coletivo ofertado ao público . O termo do conceito cuja significação a doutrina tenta apreender de longa data também passa a se referir a derivativos.

A partir da reforma legislativa de 2001, a doutrina pátria debateu acerca da efetividade de sua reunião sob a regulação da CVM, inclusive à vista da experiência norte-americana, de distribuição de competências regulatórias entre SEC e *Commodities and Futures Trade Commission* (CFTC).

Segundo Daniel Krepel Goldberg, o conceito de valores mobiliários sempre foi apreendido como instrumental e, por essa razão, deveria ser construído funcionalmente. E, assim, sustentou o autor que a atribuição conferida pela então recente reforma legislativa à CVM deveria ser transitória, somente até a criação de uma nova agência reguladora para aquele específico mercado, ainda que isso resultasse em aumento da máquina administrativa estatal. Ou o mercado de derivativos seria regulado por quem não o entende, ou inevitavelmente ter-se-á que aumentar a estrutura da CVM, para o cumprimento de mais

[290]Vide Capítulo I: 1.1.1.2. Crescente concentração do poder econômico, p. 36-46.

uma atribuição[291]. Verificou-se a segunda hipótese, com o incremento de recursos humanos e materiais em referida autarquia nos anos que se seguiram à reforma legislativa de 2001.

Finalmente faz imprescindível salientar uma alteração importante advinda da reforma legislativa de 2001: o art. 2º da Lei 6.385/1976 sofreu uma importante alteração, nem sempre bem destacada pela doutrina: a supressão da atribuição de função normativa conferida ao CMN para incluir no rol de valores mobiliários sujeitos ao referido diploma legal outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional .

Nota-se ser corrente na doutrina o entendimento de que o conceito de valores mobiliários é relevante para a delimitação do âmbito de incidência da regulação estatal, a lhe conferir caráter *instrumental*.

Faz-se pertinente salientar que não se trata apenas de traçar os limites entre o âmbito de atuação de CVM e BACEN. Trata-se, antes, de parâmetro para o controle da constitucionalidade e da legalidade da atuação do Estado (Estado é uno) *sobre* a *atividade econômica em sentido estrito* em um caso concreto, ou seja, sobre certa e determinada operação. Revela-se, assim, imperioso encontrar os critérios interpretativos a serem aplicados pela CVM e pelo Poder Judiciário na apreciação de determinada operação econômica para fins de qualificá-la como valores mobiliários .

Ainda assim, também se nota corrente na doutrina o pessimismo quanto à possibilidade de depurar a significação determinada a que este conceito deve se dirigir.

O recurso à lição de Tullio Ascarelli[292] acerca dos conceitos jurídicos pode auxiliar na tentativa de se apreender o conceito de valores mobiliários e como este conceito deve ser aplicado na estrutura normativa do mercado de capitais. O autor formula uma distinção entre duas categorias de conceitos jurídicos (i) *fattispecie*[293], aqueles que se referem a uma tipologia da realidade social, a fatos típicos da realidade social, razão pela qual ostentam um conteúdo extrajurídico e significado da linguagem comum e (ii) *regulae*

---

[291]Cf. GOLDBERG, Daniel Krepel. op. cit., p. 73-82.

[292]ASCARELLI, Tullio. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, cit., p. XV-XVI.

[293] ... sono espressione dela storia e ci dicano gli ideali di individui e gruppi, popoli e paesi; si connettono a schemi ed elaborazione di carattere logico – independentemente dalle quali è eventualmente impossibile la disciplina e che potranno esse diverse, poi obbedendo ciascuna ad uma própria coerenza – come a preoccupazioni e abitudini economichhe e a fedi religiose; ala storia dello stato e ala strutura dela economia; a orientamenti filosofici e a concezioni del mondo (Id. Ibid., p. IV-XV).

juris[294]: limitam-se a exprimir, condensadamente, um sistema normativo, a modo de autêntica estenografia legal [295]. Explica Fábio Konder Comparato acerca da segunda categoria de conceitos jurídicos traçada por Tullio Ascarelli:

> ... designa apenas um complexo de normas jurídicas com um mesmo centro de imputação. Ela nada mais é do que a expressão abreviada desse conjunto de normas. O que não significa – acrescenta – negar, mas, ao contrário, acentuar o valor instrumental dessa noção enquanto indicação de situações subjetivas, [para os homens que compõem essas pessoas jurídicas [296].

Segundo o mencionado autor, estes conceitos correspondem às *regulae* da sentença de Paulo. Em matéria interpretativa, prossegue Fábio Konder Comparato, não podem constituir uma premissa para a solução do caso. Caberá ao intérprete indagar qual o complexo de normas a que estes conceitos jurídicos se referem, para formular sua argumentação jurídica unicamente a partir do conjunto jurídico condensadamente expressado pela *regula* .

Sendo assim, do quanto se apreendeu do debate acerca do conceito de valores mobiliários travado na doutrina, especialmente após a reforma legislativa de 2001, pode-se vislumbrar que o conceito de valores mobiliários pertine à categoria das *regulae juris* e

---

[294] Proprio la costruzione degli istituti del moderno diritto degli affari – e v' appunto chi potrebbe ricordare i pi raffinati strumenti matematici richiesti dall'industria moderna – rivela la necessità dell'elaborazione di schemi logici nella cui mancanza non potrebbero essere raggiunti risultati, pur ritenuti desiderabili. La storia dei titolo di credito e le difficultà che questo istituto trovò sul terreno logico, forse ancor piú che su quello pratico, demostra appunto l'importanza dell'elaborazione di schemi logici. Proprio quando, superate in um sistema piú complesso quelle valutazioni elementari nei confronti delle quali sembrano aver solo problemi di fatto e artifici per l'accertamento di questo (e innanzi tutto problemi di fato sono quelli, che ci presentano il giudizio salomônico o la difesa atributa a S. Ivo o i giudizi di Sancho Panza governatore), l'istituto giuridico ci appare come uno strumento, quasi una machina, per il raggiugimento di una determinata finalità, lo schema logico viene ad acquistare maggiore rilevanza, cosí come acquista maggior rilevanza l'opera tecnica del giurista nell'approntarlo e nell'elaborarlo. Anche categorie che si sono sviluppate dottrinalmente in funzione di um determinato contenuto storico possono a volte, riverlarsi come schemi logici formali, e forse questa possibilità non è stranea ala suggestione che induce poi, a volte, a cambiare i secondi com le prime (ASCARELLI, Tullio. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, cit., p. XV-XVI).

[295] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 334-338. A este respeito, vide também GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 196-197. O autor explica que Tullio Ascarelli aplicou esta distinção entre conceitos jurídicos no que tange aos títulos de créditos: sustentou que o conceito de títulos de crédito tal como definido por Cesare Vivante formava uma suma de elementos comuns a certos documentos jurídicos disciplinados em lei. Este conceito foi adotado pelo legislador em disposições gerais, comuns a todos os títulos e, assim, ocorreu uma das duas hipóteses: ou o legislador simplesmente repetiu, sob a forma genérica, as regras que são próprias a cada um dos documentos que a doutrina qualifica títulos de crédito , ou, nos casos em que há previsão de títulos atípicos, o legislador incorreu em um círculo vicioso, ao prever que as disposições gerais se aplicam a títulos de crédito e que títulos de crédito perfaz um termo que significa os documentos disciplinados por aquelas disposições gerais.

[296] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. op. cit., p. 334-338.

designa, de forma abreviada, a estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro , integrada por normas endógenas e exógenas, especialmente pelo núcleo integrado pelas Leis 6.385/76 e 6.404/1976, e que prevê a incidência de hipótese constitucional de atuação do Estado na qualidade de *agente normativo e regulador*. A identificação de uma operação como valores mobiliários levará o intérprete/aplicador a formular sua argumentação jurídica unicamente a partir da estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro .

A constatação das consequências da afirmação de que o conceito de valores mobiliários é instrumental faz com que se apreenda toda a relevância da interpretação/aplicação do art. 2º da Lei 6.385/1976 pelo Poder Executivo, no caso pela CVM, quando se trata de qualificar determinada operação jurídica de valores mobiliários e, assim, atrair sobre este centro de imputação o complexo da ordem jurídica do mercado de capitais, no qual se encontram as normas exógenas que disciplinam a *intervenção* do Estado no domínio econômico. Revela-se imperiosa a formulação de uma teoria jurídica da regulação, a disciplinar o exercício da *função reguladora* pela CVM e traçar os parâmetros para o necessário controle acerca da correção deste exercício.

A identificação de uma operação como contrato de investimento coletivo ofertado publicamente ou como derivativo (a atrair a incidência da estrutura normativa do mercado de capitais e, especialmente, as normas exógenas que a compõem dispostas pelo Estado e sua atuação *sobre* domínio econômico) perfaz juízo de discricionariedade?

À luz dos ensinamentos de Hans Kelsen, a interpretação autêntica, aquela realizada pelo órgão estatal aplicador do direito, *cria* o direito. Na interpretação autêntica, há a incidência de um ato de vontade por meio do qual o órgão estatal aplicador do direito realize uma escolha entre as tantas possibilidades que lhe são reveladas por meio da interpretação cognoscitiva. Há que se retomar o entendimento de Eros Roberto Grau, o qual afasta qualquer possibilidade de o intérprete autêntico produzir normas *livremente*, no exercício de *discricionariedade*[297], pois interpretar o direito é formular *juízos de legalidade*. Explica o autor: Todo intérprete estará sempre vinculado pelos textos de direito, em especial pelos que veiculam princípios, que interprete [298].

Segundo Eros Roberto Grau, a discricionariedade é atribuída, pela lei, à autoridade administrativa; a discricionariedade não *decorre* da lei. A discricionariedade

---

[297] Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 189-221. A respeito do tema, vide Capítulo I: 1.1.2 A dupla instrumentalidade do direito e seus reflexos, p. 48-59

[298] Cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 206.

não se confunde com os denominados conceitos jurídicos indeterminados . O autor afirma que a falácia dos conceitos jurídicos indeterminados advém de confusão entre *conceito* e *termo* (expressão do conceito), e da não distinção entre *conceito* e *noção*. Assevera o autor que, ainda que o *termo* que o expressa se revele indeterminado, o *conceito* é signo de uma, e apenas uma, *significação determinada*. Acrescenta: denomina-se, indevidamente, de *conceito*, a *noção*, a qual corresponde aos conceitos tipológicos ou *fattispecie* , anteriormente relacionados [299]. Finalmente, anota Eros Roberto Grau que a doutrina brasileira toma por conceito indeterminado o que é, em verdade, *noção*, e, assim, a indeterminação dos conceitos encontra solução na historicidade das noções .

Da leitura da Lei 6.385/1976 e 6.404/1976 não se depreende a atribuição de *discricionariedade* ao CMN ou à CVM para a inclusão de outros institutos no rol dos valores mobiliários . Não há *juízo de oportunidade*. Os arts. 1º e 2º da Lei 6.385/1976 são expressos em delinear a atuação da CVM *sobre* o mercado de capitais quando se tratar de valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976 e das atividades e serviços expressamente ali relacionados. O legislador conferiu função normativa à CVM para disciplinar as regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas nos referidos diplomas legais. Repita-se: os valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/1976 foram arrolados pelo legislador de forma expressa e após a reforma legislativa de 2001, foi suprimida a atribuição de função normativa ao CMN para realizar inclusão de títulos no rol do art. 2º.

À atuação do Estado-legislador, na formulação do rol do art. 2º da Lei 6.385/1976, bem como na submissão outras operações jurídico-econômicas ao regime da Lei

---

[299]Eros Roberto Grau recorre aos ensinamentos lançados por Tullio Ascarelli nas páginas introdutórias da obra Studi di Diritto Comparato e in Tema di Interpretazione , para desenvolver o conceito de *conceito jurídico*, sob a seguinte distinção: (i) conceitos jurídicos meramente formais : abstraídos de uma realidade histórica própria, consubstanciam elementos que indicam uma série de posições lógicas indispensáveis à estruturação de uma teoria geral do direito , indispensáveis à expressão das valorações normativas, que, na ausência de esquemas formais adequados, pode se tornar impossível (exemplos: ônus, obrigação); (ii) as *regulae juris*: consubstanciam expressões que sintetizam o conteúdo de um conjunto de normas jurídicas, sem que lhes corresponda um significado próprio , por exemplo: *propriedade*, que apenas assume alguma significação na medida em que tenhamos sob consideração a função, por ele cumprida no discurso do direito, de resumir toda disciplina normativa, atinente ao modo de aquisição e aos poderes, faculdades e deveres decorrentes da aquisição de uma posição jurídica subjetiva em relação a um bem , sua utilidade o torna insubstituível na prática, e reside na enorme economia de tempo e de energia que seu uso permite a quem pretenda expor o conteúdo do subsistema normativo aplicável à *propriedade* ; e (iii) conceitos jurídicos tipológicos (fattispecie) : são jurídicos por integrarem previsão normativa, mas ostentam conteúdo extrajurídico, o qual se refere a uma classificação tipológica da realidade social , e seu sentido é o da linguagem comum (exemplos: coisa, dolo, culpa). Finalmente, explica o autor que os conceitos jurídicos qualificados pela doutrina de indeterminados são os tipológicos ou *fattispecie*, os quais trazem relevantes desafios à interpretação (cf. GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 196-199).

6.385/1976, incidem os vetores limitativos vertical e horizontal. No que tange ao vetor limitativo horizontal, Floriano de Azevedo Marques Neto identifica no princípio da subsidiariedade o norte axiológico, a ser utilizado para definir a *extensão* da atividade regulatória em relação aos diversos setores da economia. Uma vez delimitada pelo Estado-legislador a *extensão* da atividade regulatória no âmbito do mercado de capitais, sem que se exista lei atributiva de função normativa à CVM para alterar tais limites, reduzindo ou ampliando a *extensão* da atividade regulatória, caberá à autarquia federal apenas a interpretação/aplicação dos dispositivos legais.

Dessa forma, a construção que a CVM realiza dos termos contrato de investimento coletivo ofertado publicamente e derivativos para fins de apreensão de uma operação econômica da realidade social se dá no âmbito de intepretação/aplicação do art. 2º da Lei 6.385/1976[300]. A indeterminação dos conceitos [301] a que alude a doutrina ao tratar do contrato de investimento coletivo ofertado publicamente e dos derivativos encontra solução na historicidade das noções , sob a aplicação dos conceitos jurídicos tipológicos, estando o intérprete sempre vinculado pelos textos de direito, em especial pelos que veiculam princípios. Trata-se de *juízo de legalidade*, a ser submetido a exame e controle do Poder Judiciário sob o crivo dos postulados normativos aplicativos, especialmente o da proporcionalidade[302].

Uma vez interpretado/aplicado o direito (art. 2º da lei 6.385/1976), ou estar-se-á diante de valores mobiliários, ou não. Na primeira hipótese, à operação jurídico-econômica incidirá toda a estrutura normativa do mercado de capitais, inclusive a função normativa da CVM para a disciplina do registro, da divulgação de informações, da emissão e distribuição (se for o caso), da negociação daqueles valores mobiliários. Neste mister, incidem os limites constitucionais relacionados à *intensidade* e *profundidade* da atividade

---

[300] A este respeito, vide o debate travado com vivacidade entre áreas técnicas da CVM, PFE-CVM/PGF/AGU e Colegiado da CVM quando da apreciação de consulta acerca da possibilidade de caracterização de CEPAC como valores mobiliários à luz da noção de derivativos e da conceituação legal de contratos de investimento coletivo ofertado publicamente introduzida no art. 2 da Lei 6.385/1976. O Colegiado da CVM reconheceu os CEPAC como valores mobiliários, atraindo a aplicação do inciso IX do referido art. 2º (contratos de investimento coletivo ofertado publicamente) e, após, expediu Instrução CVM para viabilizar a distribuição pública de tais títulos. As Prefeituras de São Paulo, Rio de Janeiro e Curitiba já se utilizaram deste instrumento, conforme divulgado na página da CVM na rede mundial de computadores (Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado: PA CVM RJ2003/0499. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>).

[301] Assevera Eros Roberto Grau que a abertura dos textos de direito, por meio da inserção dos denominados conceitos indeterminados ou *noções*, permite que o direito permaneça a serviço da realidade, mas não é absoluta (*O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 206).

[302] ÁVILA, Humberto. op. cit., p. 173-195. A respeito do tema, vide Capítulo I: 1.1.2 A dupla instrumentalidade do direito e seus reflexos, p. 48-59.

regulatória a ser licitamente desempenhada pelo Estado[303]. Na segunda hipótese, não haverá a incidência da estrutura normativa do mercado de capitais (regulação setorial), estando a atividade econômica em questão passível de incidência de outros regimes de regulação setorial e, certamente, da incidência da regulação transversal[304].

2.3.4. Atividades

Nos termos do art. 1º da Lei 6.385/1976, submetem-se à estrutura normativa do mercado de capitais, as seguintes atividades: a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a negociação e intermediação no mercado de derivativos; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A estrutura normativa do mercado de capitais também é integrada por dispositivos da Lei 10.214 de 27 de março de 2001, que dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro. Nos termos de referido diploma legal, integram o sistema de pagamentos brasileiro, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo BACEN ou pela CVM, em suas áreas de competência: I - de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; II - de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; III - de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; IV - de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e V - outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma deste artigo. O

---

[303]MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. op. cit., p. 69-92. A respeito do tema, vide Capítulo I: 1.3. Regulação da atividade econômica: aspectos jurídicos, p. 68-71.

[304]Id. Ibid., p. 69-92. A respeito do tema, vide Capítulo I: 1.3. Regulação da atividade econômica: aspectos jurídicos, p. 68-71.

legislador dispôs acerca da expedição de normas por CMN, o BACEN e a CVM, nas suas respectivas esferas de competência, voltadas ao cumprimento da Lei 10.214/2001.

Apesar da ausência de debate acerca dos termos apostos no art. 1º da Lei 6.385/1976 e na Lei 10.214/2001, as observações traçadas anteriormente quanto a valores mobiliários mostram-se aplicáveis às atividades submetidas à estrutura normativa do mercado de capitais. A clareza quanto a incidência dos vetores limitativos horizontal e vertical à regulação estatal se faz relevante, mormente por se tratar de exercício de atividade (atos e operações concatenados para o atingimento de um fim, unidos pela finalidade).

A relevância do sistema de distribuição para o mercado de capitais foi reconhecida na reforma de 1965 e, assim, este reflete hoje uma das principais características da estrutura normativa do mercado brasileiro. Assim, explica o autor do anteprojeto da referida lei, acompanhado por Alfredo Lamy Filho[305], que entre as medidas legislativas para que se alcançasse a objetivada modernização do mercado de capitais encontrava-se a definição de um quadro institucional que culminasse na criação de um sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais.

Outra vertente da atividade regulatória volta-se ao que a doutrina denomina *gatekeepers*, entre os quais se encontram as auditorias independentes. Os casos a seguir mencionados ilustram o debate acerca do exercício de função normativa e do poder-dever de polícia administrativa neste âmbito.

A sujeição dos auditores independentes ao exercício do poder-dever de polícia administrativa pela CVM sobre o mercado de capitais foi objeto de calorosos debates por ocasião da instituição da taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários pela Lei 7.940/1989. Porém, a submissão dos auditores independentes ao Conselho Federal de Contabilidade (art. 5º, inciso XIII, da CRFB; Decreto-Lei 9295, de 27 de maio de 1946) não se confunde com a submissão da atividade de auditoria independente realizada no mercado de capitais, sujeita aos ditames da Lei 6.385/1976 e da Lei 6.404/1976 em razão do princípio do *full disclosure*, que visa não somente a divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários ao público investidor, mas também se presta à cura da confiabilidade de referidas informações (CRFB, art. 174; Lei 6.385/176, art. 1º; Lei 6.404/1976, aart. 177, §3º).

[305]LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., p. 123.

Nos termos do acórdão proferido pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade 453[306], em 30 de agosto de 2006, foi reconhecida a sujeição da atividade de auditoria independente ao poder de polícia administrativa exercido pela CVM.

A CVM editou a Instrução 308, de 14 de maio de 1999, e previu em seu art. 31 a rotatividade dos auditores. Conforme Nota Explicativa à Instrução CVM 308/1999, a autarquia federal considerou que a prestação de serviços de auditoria para um mesmo cliente, por um prazo longo, pode comprometer a qualidade deste serviço ou mesmo a independência do auditor na visão do público externo [307].

O exercício da função normativa pela CVM teve por fundamento o disposto nos arts. 1º, inciso V; 22, parágrafo único, inciso IV; e 26, §§ 1º e 2º, da Lei 6.385/1976, e foi levada ao crivo do Poder Judiciário no que tange à legalidade da limitação ao exercício da atividade econômica realizada pelo Estado[308].

Finalmente, cumpre destacar que, com fundamento nos arts. 8º, inciso I e 27 da Lei 6.385/1976, a CVM expediu a Instrução 521, em 25 de abril de 2012, para disciplinar a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, assim entendida como atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários . As disposições de referida

---

[306] EMENTA: Ação Direta de Inconstitucionalidade. 2. Art. 3o, da Lei no 7.940, de 20.12.1989, que considerou os auditores independentes como contribuintes da taxa de fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários. 3. Ausência de violação ao princípio da isonomia, haja vista o diploma legal em tela ter estabelecido valores específicos para cada faixa de contribuintes, sendo estes fixados segundo a capacidade contributiva de cada profissional. 4. Taxa que corresponde ao poder de polícia exercido pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos da Lei no 5.172, de 1966 - Código Tributário Nacional. 5. Ação Direta de Inconstitucionalidade que se julga improcedente (Cf. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Ementa: ADI 453. Disponível em: <http://www.stf.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013).

[307] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Nota explicativa à Instrução CVM 308/1999. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09. jan. 2013.

[308] PROCESSUAL CIVIL E ADMINISTRATIVO. A ÃO CAUTELAR. INSTRUÇÃO NORMATIVA/CVM N. 308/1999. VEDAÇÃO AO EXERCÍCIO CONCOMITANTE DAS ATIVIDADES DE AUDITOR INDEPENDENTE COM A DE CONSULTOR PARA A MESMA ENTIDADE. APLICAÇÃO DE SANÇÕES. LEGALIDADE. HONORÁRIOS ADVOCATÍCIOS. DESCABIMENTO.

I- A vedação à concomitante prestação de consultoria e auditoria independente para a mesma companhia, como também a respectiva sanção por descumprimento, previstos na IN/CVM 308/1999, tem por escopo legítimo impedir o comprometimento das informações consolidadas e prestadas pelos profissionais auditores, sendo medida amparada nos Poderes de Polícia e Normativo da Comissão de Valores Mobiliários estabelecidos por meio da Lei n. 6.385/1976.

II- Ausentes o fumus boni iuris e o periculum in mora.

III- Descabimento da condenação em honorários advocatícios.

IV- Ação improcedente (Medida Cautelar 2727; e-DJF3 Judicial 1:16/01/2013. TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 3ª REGIÃO. Disponível em: <http://www.trf3.jus.br>).

Instrução somente são aplicáveis às classificações de risco de crédito destinadas à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes .

CAPÍTULO III. FORMAS DE ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: SISTEMATIZAÇÃO

3.1. Notas introdutórias

A observação do mercado de capitais brasileiro revela a constante presença do Estado, a significar, neste contexto, uma plêiade de pessoas jurídicas de direito público, de direito privado, entes despersonalizados (fundos), atuantes em diversos setores, com diversos objetos sociais e sob diversos regimes jurídicos. Por exemplo: autoridade reguladora; acionista controlador de companhia aberta; sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; cotista de fundo de investimento; entidade patrocinadora de fundos de pensão, relevantes investidores institucionais neste mercado.

Apartam-se as hipóteses não somente pelas *distintas formas* adotadas para atuação estatal, mas também pelas distintas *funções do mercado de capitais* que se pretenda manejar, a revelar a possibilidade de utilização de seus instrumentos para *fim* que não integra correntemente o repertório dos estudos acerca do mercado de capitais. Além da tradicional função de captação de recursos junto ao público investidor para o financiamento de dada atividade econômica, o Estado - esta plêiade de pessoas jurídicas e entes - serve-se também de outra função típica do mercado de capitais: a administração de riscos. Finalmente, é interessante notar que o recurso ao mercado de capitais e, assim, a seu padrão elevado de *disclosure*, pode ser mecanismo para mitigação de assimetrias informacionais no âmbito da sociedade de economia mista, mormente entre seu acionista controlador e seus administradores, aptas a se refletirem de forma perniciosa na efetividade da atuação de referida companhia no atendimento da específica missão pública que justificou sua criação[309].

Observa-se, assim, que a sistematização das formas de atuação do Estado no mercado de capitais apresenta desafios de duas ordens: a identificação de critérios para que

[309]Cf. PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 179-180.

se possa apartá-las, com o intuito de bem compreendê-las; e a identificação de todas as suas hipóteses, de forma a exaurir o conjunto de elementos observado.

Identifica-se critério adotado pela União Federal na organização de sua atuação na qualidade de acionista. Trata-se da definição extraída do art. 1º do Decreto 6.021/2007, por meio do qual foi criada a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Participações Societárias da União – CGPAR[310], e que abrange as seguintes posições: empresas estatais federais (as empresas públicas, sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a *maioria do capital social com direito a voto*); participações acionárias (os direitos da União decorrentes da propriedade, direta ou indireta, do total ou de parcela do capital de empresas, independentemente da emissão de ações, cotas ou outros haveres mobiliários); e administração de participações (todas as *atividades* administrativas relacionadas ao exercício das funções de *acionista*, *cotista* ou *proprietário do capital de empresas*).

Porém, de plano, é possível vislumbrar a inadequação da adoção de tal critério para a análise que se pretende desenvolver, uma vez que o mesmo não reflete todas as formas de atuação do Estado no mercado de capitais, por não abranger, por exemplo, os fundos de pensão e o Fundo Soberano do Brasil (FSB); o Município emissor de CEPAC; a União Federal emissora de títulos da dívida pública, um dos principais papéis que integram a carteira da indústria de fundos de investimento no País; o banco público emissor de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) ofertadas publicamente; e, finalmente, nada dizer acerca da atuação da autarquia federal reguladora daquele mercado. Outro aspecto a ser destacado: o mencionado critério, talhado para organizar a atividade do Estado-acionista no âmbito federal à luz do instituto da tutela do Direito Administrativo, não auxilia a desvendar o *fim* almejado pelo Estado em cada uma de suas atuações. Este último aspecto avulta em uma análise da atuação estatal no mercado de capitais, que deve depurar seus fundamentos constitucionais e legais na tentativa de apresentar soluções jurídicas para os problemas identificados.

---

[310]Órgão composto pelos Ministros do Planejamento, da Fazenda, Chefe da Casa Civil, e setoriais (em matérias pertinentes às respectivas pastas), ao qual compete aprovar diretrizes e estratégias relacionadas à participação acionária da União nas empresas estatais federais e estabelecer critérios para avaliação e classificação das empresas estatais federais, com o objetivo de traçar políticas de interesse do acionista majoritário. O Ministro de Estado do Controle e Transparência participa das reuniões da CGPAR que se refiram a diretrizes para conduta ética dos conselheiros de administração e fiscais.

Para tanto, revela-se adequado adotar a classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico cunhada por Eros Roberto Grau, o qual observa, à luz da ordem econômica na CRFB, que a dinamização de cada modalidade de atuação estatal envolve critérios e técnicas que se distinguem, entre si, *juridicamente*[311].

Cumpre tratar do segundo desafio de caráter metodológico que a sistematização ora proposta impõe: a identificação de todas as hipóteses de atuação estatal no mercado de capitais, de forma a exaurir o conjunto de elementos observado.

A essa pretensão não se obteve resposta suficiente. Explica-se: a inovação é inerente ao mercado de capitais[312], e essa dinâmica avulta em tempos de mercados internacionais altamente integrados. Ao tempo da preparação para a fotografia, uma nova forma de atuação já se articulou no mercado. Poder-se-ia alimentar a ilusão de que fosse outro o tempo da inovação para o Estado, esta desajeitada máquina. Porém, já se constatou que o Estado agente econômico, por sua cada vez mais constante atuação *no* mercado de capitais, está a participar das inovações financeiras e da formação de modelos de comportamentos dos quais podem emergir as *normas endógenas* que integram a *ordem jurídica do mercado*[313]. A emissão de CEPAC, a recente atuação do FSB, os estudos para a securitização de títulos da Dívida Ativa revelam o porvir. O surgimento de novas formas de atuação estatal no mercado de capitais renovará o interesse em que se aprecie o cenário, mas certamente não retira a utilidade do quanto se possa apreender com o que já foi possível constatar.

Assim, a análise se desenvolve sob uma perspectiva estática, propositadamente adotada; recurso necessário a que se possa bem vincar os fundamentos constitucionais e legais de cada forma de atuação estatal. Sob o ponto de vista metodológico, tal sistematização é necessária à análise da interação entre as diversas formas de atuação estatal e das relações travadas entre Estado e agentes econômicos no mercado de capitais a ser realizada no quarto capítulo. Porém, também se apresenta como contribuição na empreitada voltada a propiciar mecanismos ao controle da correção da atividade estatal e da implementação das políticas públicas.

---

[311]Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 174-195. Vide Capítulo I: 1.2.1. Classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico, p. 64-65.
[312]A este respeito, vide YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, cit., p. 53-124.
[313]Vide Capítulo I: 2.3. Principais características, p. 109-111.

3.1.1. Planejamento

Adotada a classificação de Eros Roberto Grau acerca das formas de atuação do Estado no processo econômico para a sistematização da atuação estatal no mercado de capitais, faz-se pertinente ressaltar novamente que o planejamento não foi identificado pelo autor entre as modalidades de intervenção do Estado, por entender que este as *qualifica*, mas não encerra, *per se*, uma atividade. O autor ressalta a importância do planejamento, por conferir consistência racional à atuação do Estado, instrumentando o desenvolvimento das políticas públicas[314].

Recorde-se que, nos termos do art. 174 da CRFB, o planejamento é obrigatório para o setor público e facultativo para o setor privado. Esta é a *medida* imposta pela CRFB, a ser aferida a cada momento, para o *equilíbrio* com a autonomia privada.

Ainda no que tange ao planejamento, outra relevante questão se põe. Deve-se reconhecer que a ausência de clareza quanto a esta essencial *qualidade* da atuação estatal é apta a gerar reflexos não somente no agir da Administração Pública, mas também no setor privado, ao qual, repita-se, são caras a racionalidade e a calculabilidade, para que se possa encetar investimentos, que, sob o fenômeno da globalização e da Terceira Revolução Industrial, operam-se em ambiente em que não prevalecem fronteiras territoriais[315].

Acrescente-se que a ausência de clareza na exposição da atuação do Estado na economia dificulta sobremaneira o controle que a população deve realizar sobre correção da atividade estatal, uma vez que é o planejamento que confere consistência racional à

---

[314]Cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 107 e 148.

[315]A este respeito, faz-se pertinente anotar que em 21 de dezembro de 2006, por meio da Resolução CMN 3.427, o CMN estabeleceu a adoção de modelo de regulação e supervisão baseado em risco como política a ser observada no mercado de capitais e orientação geral às atividades desenvolvidas pela CVM. Disciplinou, assim, os parâmetros para a implementação de Sistema de Supervisão Baseada em Risco , dotado de mecanismos institucionais de organização de suas atividades e de priorização de suas ações de regulação e fiscalização , que permitam (i) a identificação dos riscos a que está exposto o mercado supervisionado; (ii) o dimensionamento destes riscos, seguido de classificação segundo níveis de dano potencial; (iii) a definição de formas de mitigação dos riscos identificados e dimensionados; e (iv) o controle e o monitoramento da ocorrência dos eventos de risco. Em 27 de fevereiro de 2007, a CVM regulamentou a matéria por meio da expedição da Instrução CVM nº 521, a qual prevê a elaboração de um plano a ser adotado, seguido da divulgação de relatório sobre os resultados alcançados. Note-se que o plano e o relatório previstos na supervisão baseada em risco concebida pelo CMN, não se confundem com o relatório de gestão que integra os processos de contas da administração pública federal a serem julgadas pelo Tribunal de Contas da União, conforme Lei 8.443/1992, e que a CVM, na qualidade de autarquia federal, deve apresentar por força da Portaria TCU 63/2010. Esta última hipótese é expressão do controle financeiro-orçamentário, a que se submetem todas as autarquias federais.

atuação estatal, ao formular os objetivos e as diretrizes das políticas públicas a serem implementadas[316].

Há que se buscar nas leis e na atuação do Estado na atualidade uma imagem deste *planejamento*. Pode-se afirmar que há certo consenso acerca da relevância da estabilização monetária e do controle da inflação, o qual não se estende ao modo com o qual o controle de tais fatores deve se combinar com outros instrumentos de que dispõe o Estado para a promoção do desenvolvimento econômico no País. O Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, divulgado pelo governo federal há alguns anos, indica setores da infraestrutura aos quais serão aportados recursos, que deverão vir não somente do Estado, mas também via parcerias público-privadas. Porém, isso não significa o fim da alteração do marco regulatório de diversos setores que se empreende desde a última década do século passado, sempre apta a se refletir no mercado de capitais, no qual muitas sociedades de economia mista abertas ostentam relevante participação[317].

Finalmente, no que tange especificamente ao mercado de capitais, em alguns períodos históricos se reconhecem planos, traçados de forma mais ou menos evidente. Um dos exemplos reside na tentativa de fomento do mercado de capitais por meio da criação de um mercado de títulos e valores mobiliários incentivados, que teve início na década de 70 do século passado e estava previsto como mecanismo da reforma do mercado de capitais realizada em 1976[318]. Porém, correntemente, os mecanismos de ordenação deste mercado se evidenciam no antigo debate, que guarda referência apenas à *intensidade* da regulação estatal[319].

---

[316]Nos dizeres de Fábio onder Comparato: Como toda organização de poder, o Estado define-se pela estrutura interna dos seus órgãos e pela determinação das finalidades ou funções a serem exercidas (Cf. COMPARATO, Fabio Konder. *Rumo à justiça*. São Paulo: Saraiva Jurídico, 2010. p. 301). O autor ressalta que para garantir minimamente a consecução dos objetivos previstos no art. 3º da CRFB mostra-se indispensável reorganizar a estrutura estatal, com a criação de um órgão autônomo de planejamento, nas esferas federal, regionais (art. 43 da CRFB) e metropolitanas (art. 25, §3º, da CRFB), ao qual seria atribuída competência exclusiva para a elaboração de planos de desenvolvimento, programas sociais e orçamentos plurianuais. Mais que isso, propõe o autor a participação do povo em plebiscito para aprovação de suas diretrizes, seguidas da decisão final do órgão parlamentar competente, bem como a criação de um Conselho para atuar no referido órgão, que contaria com a participação de setores importantes da sociedade civil (empresários, trabalhadores, pesquisadores, conselheiros populares, entre outros).

[317]A alteração do marco regulatório do setor elétrico brasileiro realizada no final de 2012 e seus reflexos sobre o mercado de capitais ilustram este cenário. A análise crítica sobre o tema será apresentada no Capítulo 4.

[318]Vide Capítulo I: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, p. 72-103.

[319]O debate travado em torno da Medida Provisória 539/2011, posteriormente convertida na Lei 12.543/2011, que atribuiu competência ao CMN para estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, ilustra esta afirmação.

Porém, é comum não ser possível identificar nos planos delineados em outros setores da atividade econômica o indicativo de um verdadeiro *planejamento* para o mercado de capitais, eis que, muitas vezes, os delineamentos traçados para os instrumentos de mercado de capitais integrantes dos planos econômicos abrangentes ou setoriais são abandonados ou têm seu curso drasticamente alterado após a implementação da política pública prevista naquele específico setor[320].

[320]Um dos exemplos que se pode mencionar diz respeito à versão de recursos da poupança compulsória para o financiamento da atividade produtiva via mercado de capitais, realizada à época das privatizações encetadas na década de 1990, como meio de pulverizar ações de emissão da PETROBRÁS e da Companhia Vale do Rio Doce de titularidade da União Federal e do BNDES. Foram instituídos fundos de investimento na modalidade Fundo Mútuo de Privatização - FGTS, constituído sob a forma de condomínio aberto, como uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do PND, mediante aprovação prévia do Conselho Nacional de Desestatização – CND, registrados perante a CVM nos termos da Instrução 279, de 14 de maio de 1998. O Fundo Mútuo de Privatização - FGTS foi formado, exclusivamente, por recursos de pessoas naturais participantes do FGTS, diretamente ou por intermédio de Clubes de Investimento - FGTS, que fizeram sua opção por esse investimento, nos termos da Lei nº 9.491/97 e do Decreto nº 2.430/97.

Segundo Regis Bonelli e Armando Castellar Pinheiro, pode-se compreender poupança compulsória como ... as contribuições (compulsórias, evidentemente) de trabalhadores firmas e consumidores para fundos de poupança administrados por instituições públicas. Estas receitas diferem de impostos puros, já que os contribuintes têm direito a parte dos lucros destes fundos, que diferem da poupança comum porque os agentes são obrigados a contribuir (Cf. BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castellar. O Papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 17-36, jun. 1994. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013). Em artigo escrito em 1994, os autores explicam que a poupança compulsória tem sido relevante fonte de recursos do BNDES e dos bancos regionais de desenvolvimento desde a década de 1950 e, assim, para o financiamento da atividade produtiva e expõem os desafios que se apresentavam ao BNDES naquele tempo de alterações do papel do Estado no processo econômico.

A versão dos recursos do FGTS ao financiamento da atividade produtiva via mercado de capitais se limitou às ações de emissão das duas companhias mencionadas e não foi aberto um novo período para opção desta modalidade de investimento aos trabalhadores.

À época do aumento da adesão de pequenos investidores ao mercado de capitais brasileiro, correntemente denominado pelos meios de comunicação de democratização do capital ou popularização do mercado de capitais , cogitou-se novamente acerca da possibilidade de retorno à adoção de tal modalidade de investimento. Porém, a necessidade de se considerar as finalidades delineadas na criação do FGTS, o desenvolvimento da indústria de fundos de investimento no País e a incidência de sérias dúvidas acerca do real aptidão desta modalidade de investimento em exercer verdadeiro mecanismo de acesso ao mercado de capitais, e da possibilidade de criação de demanda artificial, levaram à restrição da versão da poupança compulsória dos trabalhadores a instituto encetado apenas no programa de desestatização. A respeito da democratização do capital ou popularização do mercado de capitais , vide: A POPULARIZAÇÃO do mercado de capitais. *RT Informa*, São Paulo, ano 8, n. 50, p. 4-5, jul./ago. 2007. Trata-se de artigo escrito em 2007, ano em que houve um aumento significativo de ofertas públicas iniciais de ações, as quais contaram com relevante adesão de pequenos investidores.

3.2. *Serviços Públicos?*

Há que se apartar *serviços públicos* e *atividade econômica em sentido estrito*, à luz da classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico adotada no presente trabalho.

Segundo Eros Roberto Grau[321], *serviço público*, espécie do gênero *atividade econômica* em sentido amplo, cuja prestação perfaz um *dever* do Estado, explícita ou supostamente definida pela CRFB como indispensável, em determinado momento histórico, à realização e ao desenvolvimento da coesão e da interpendência social; serviço existencial relativamente à sociedade em um determinado momento histórico.

Questiona-se, assim, se é possível vislumbrar uma hipótese de prestação de serviço público no mercado de capitais brasileiro. Em outras palavras, se é possível vislumbrar atividade indispensável à coesão e à interdependência social desenvolvida no mercado de capitais por um dos integrantes da plêiade de pessoas jurídicas de direito público e de direito privado e entes designada, para os fins ora propostos, pela expressão Estado.

Ainda que se pudesse extrair da CRFB fundamento implícito para que por lei infraconstitucional uma atividade econômica desenvolvida no mercado de capitais fosse inserida sob o regime da *publicatio*, excluindo-a, portanto, do âmbito do setor privado, qual seria esta atividade, de tal forma desinteressante para o mercado e concomitantemente de prestação essencial à população, a ensejar tal hipótese?

A leitura do disposto no art. 7º, inciso III, e 13, ambos da Lei 6.385/1976, poderia levar à conclusão por uma resposta afirmativa, hipótese na qual o serviço público seria prestado pela CVM. Nos dizeres da lei, trata-se de manutenção de serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor . Conforme art. 22 Anexo I ao Decreto 6.382/2008, que aprovou a estrutura regimental da CVM, compete à Superintendência de Proteção e Orientação a Investidores da CVM (i) atuar em conjunto com outros setores da CVM, ou com outras entidades, na realização de projetos educacionais, no âmbito do mercado de valores mobiliários; (ii) analisar reclamações formais apresentadas pelo público em geral sobre a

[321]Cf. GRAU, Eros Roberto. As formas de atuação do Estado em relação ao processo econômico: a noção de atividade econômica: o direito econômico, cit., p. 90-153. Vide: Capítulo 1: 1.2.1. Classificação das formas de atuação do Estado no processo econômico, p. 64-65.

atuação de participantes do mercado; e (iii) administrar serviço de atendimento ao público para fornecimento de informações prestadas à CVM, por integrantes do mercado de valores mobiliários.

Como atividade desempenhada pelo Estado, seu desenvolvimento certamente se encontra sob os princípios que regem a Administração Pública. Porém, entende-se que a atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor, bem como de projetos educacionais relativos ao mercado de capitais, insere-se entre o plexo de atribuições de variada natureza cometidas à CVM em sua função regulatória do mercado de capitais, expressão da atuação do Estado *sobre* o domínio econômico e, assim, não perfaz *serviço público*.

Explica Diogo Moreira de Figueiredo Neto:

> A essa atividade dos subsistemas de harmonização é que se denominada de *função reguladora*, uma expressão que, não obstante o étimo, que a aproxima da voz vernácula *regra* é, na verdade, um *híbrido de atribuições de variada natureza*: informativas, planejadoras, fiscalizadoras e negociadoras, mas também normativas, ordinatórias, gerenciais, arbitradoras e sancionadoras [322].

Por mais relevante que se entenda tal prestação para a difusão de conhecimento econômico e garantia de acesso ao mercado de capitais brasileiro, não parece possível ampliar o escopo desta atividade, inserta no complexo de atribuições cometidas à CVM para a regulação do mencionado mercado, transpondo-a a atividade essencial à coesão e à interdependência social, elementos da noção de serviço público cunhada pelo referido autor.

A distinção se impõe e não se restringe a um debate de cunho apenas doutrinário. Caso se qualifique a atividade consultiva e de orientação prevista no art. 13 da Lei 6.385/1976 como *serviços públicos*, altera-se não somente o fundamento constitucional para esta forma de atuação da CVM, mas incide a força atrativa do regime jurídico dos serviços públicos, e de seus específicos princípios, como a continuidade e a universalidade, bem como a possibilidade de se debater a transferência de sua prestação a terceiros pelo Estado.

Como atividade integrante do complexo *híbrido de atribuições de variada natureza* conferido à CVM para exercício da *função reguladora*, a atividade de consultoria

[322]MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. op. cit., p. 107.

e de orientação a investidores da CVM é desempenhada à luz dos elementos que informam a teoria jurídica da regulação, tais como a difusão de informação e orientação acerca dos temas de mercado de capitais para a proteção do investidor e o *acesso* ao conhecimento econômico, retido de forma difusa na sociedade.

Dessa forma, a resposta à questão apresentada parece ser negativa.

3.3. Atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais

Trata-se da atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais, como agente regulador (intervenção por direção ou intervenção por indução), disciplinada no art. 174 da CRFB.

Uma questão relevante sobre o tema relaciona-se à regulação do mercado de capitais e políticas públicas. As diversas acepções à expressão regulação serão abordadas a seguir. Para o tema ora proposto, mister adotar a acepção ampla, que abranja todas as formas de atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais.

A par da regulação do mercado de capitais, o Estado se vale dos instrumentos desenvolvidos naquele âmbito para a implementação de politicas públicas[323] voltadas a outras finalidades, constitucionalmente identificadas como relevantes. A dimensão jurídica do mercado, ordem que invoca regularidade e previsibilidade, está a fundamentar a atuação estatal. Porém, há que se avançar e questionar se a regulação do mercado de capitais, *per se*, apresenta-se como uma política pública. A resposta a essa indagação se mostra relevante, especialmente se consideradas as peculiares características das politicas publicas, as quais se submetem a um regime próprio, mormente no que tange ao juízo acerca de sua constitucionalidade e à exigência de ampla participação da sociedade em sua formulação.

Outrossim, recorde-se que as políticas públicas influenciam as formas jurídicas e o direito como um todo, o qual resta duplamente instrumentalizado.

Retomando a concepção de política pública como conjunto de normas e atos, unificados por uma finalidade, à consecução de objetivos constitucionalmente delineados,

---

[323]Sobre as políticas públicas, vide Capítulo 1: 1.1.2. A dupla instrumentalidade do direito e seus reflexos, p. 47-59.

pode-se pensar a atividade estatal desempenhada *sobre* o mercado de capitais como política pública se consideradas a higidez e a confiabilidade do mercado de capitais como relevante para a manutenção de uma ordem econômica constitucionalmente estabelecida, voltada a uma sociedade de bem-estar social[324].

Sob esta concepção, a atuação do Estado sobre o mercado de capitais se volta à garantia de *acesso*, a investidores e a emissores, como relevante ao desenvolvimento econômico e social. A este respeito, Sheila Christina Neder Cerezetti afirma: O caminho ao desenvolvimento não prescinde de um sistema financeiro capaz de garantir segurança e proteção aos agentes envolvidos. Mas, além de proteger, é papel da regulação incentivar e promover verdadeira participação, assegurando, em uma ponta, a oportunidade de investimento e, em outra, a possibilidade de ofertar produtos no mercado [325].

Ata-se, assim, a regulação do mercado de capitais e o desenvolvimento econômico social. Reconhece-se a importância do mercado de capitais para a formação da poupança e sua versão no setor produtivo, bem como em propiciar condições para o *devido processo econômico*.

A atuação do Estado *sobre* e *no* mercado de capitais se realizada sob múltiplas formas, estabelecendo uma interação complexa com os agentes econômicos. Há atuação estatal *sobre* o mercado de capitais (regulação e indução), por meio da estrutura regulatória

---

[324]Vide Capítulo 1: 1.2. A atuação do Estado na Ordem Econômica e Financeira. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB).

[325]CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.). *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros Ed., 2012. p. 205. A autora relaciona algumas medidas importantes para a regulação deste mercado sob esta concepção. Além da transparência, pilar do mercado de capitais, faz-se necessário considerar a elevada concentração de poder econômico, que se reflete na composição acionária comumente verificada no mercado brasileiro, e seus efeitos perniciosos. Segundo a autora, merecem menção também: a restrição à emissão de ações preferenciais no Novo Mercado; a regulamentação dos pedidos públicos de procuração para a promoção da participação dos acionistas minoritários mediante o exercício do voto (Instrução CVM 481/2009); as hipóteses legalmente previstas para a interrupção e para a ampliação do prazo de convocação de assembleias (Lei 6.404/1976, art. 124, §5°); a reafirmação do entendimento pela qualificação da hipótese prevista no art. 115, 1 , da Lei 6.404/1976 como conflito de interesses formal pela CVM em decisão proferida nos autos do processo administrativo CVM RJ2009/13179; a emissão do Parecer de Orientação CVM 34, que trata do impedimento de voto em casos de beneficio particular em operações de incorporação de ações em que se atribua valores distintos para ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme espécie, classe ou titularidade; a emissão do Parecer de Orientação CVM 35, que trata dos deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações que envolvam sociedades controladora e sua controladas ou sociedades sob controle comum; a aplicação das regras que combatem o *insider trading* pela CVM e pelo Poder Judiciário. No que tange à promoção de acesso ao mercado a novos emissores, a autora relaciona o segmento de listagem de mercado de balcão organizado formulado pela BM&FBovespa voltado às empresas de pequeno e médio porte (*Bovespa Mais*). A autora assevera, porém, que, para efetivação desta modalidade de acesso, deve-se pensar em uma solução aos desestímulos financeiros relacionados à intermediação da abertura de capital para empresas menores (Id. Ibid., p. 205-228).

estatal. Há também atuação estatal *no* mercado de capitais, modalidade utilizada, regra geral, como um mecanismo que integra o conjunto de normas e atos voltados à implementação da política pública delineada para um dado setor, por exemplo, petrolífero, elétrico, de telecomunicações.

Indaga-se se o Estado *no* mercado de capitais, por exemplo, na qualidade de acionista controlador de sociedade de economia mista ou de companhia aberta, emissora de valores mobiliários, atua para favorecer a higidez e a confiabilidade, objetivo da própria atividade reguladora; ou se, ao contrário, cinge-se em fonte de incertezas e fragilidade para a regulação que também exerce neste âmbito.

Indaga-se se as formas de atuação estatal *sobre* e *no* mercado de capitais favorecem em alguma medida um maior controle sobre a utilização dos recursos públicos e a implementação das políticas públicas pela sociedade.

3.3.1. Por direção: regulação

Regulação é expressão plurívoca e, portanto, não prescinde de suficiente esclarecimento acerca da acepção adotada quando de sua utilização.

Em uma acepção ampla, a *regulação* abrange todas as formas de atuação do Estado *sobre* a atividade econômica em sentido lato, na forma do art. 174 da CRFB. Guarda pertinência, portanto, (i) a ordenação no âmbito dos serviços públicos e também no âmbito da atividade econômica em sentido estrito; e (ii) a consecução por meio de variados mecanismos.

Alexandre Santos de Aragão se refere a um conjunto de medidas legislativas, administrativas, convencionais, materiais ou econômicas, abstratas ou concretas, pelas quais o Estado atua sobre a autonomia empresarial, de forma restritiva ou indutiva, para que os agentes econômicos não lesem os interesses sociais definidos na CRFB ou para que adotem comportamentos socialmente desejáveis[326].

Diogo de Figueiredo Moreira Neto aparta a *intervenção regulatória* de outras modalidades de *intervenção estatal*, denominadas tradicionais, por caracterizar-se pela imposição, por norma legal, de prescrições positivas e negativas sobre o desempenho de

[326]ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Curso de direito administrativo*, cit., p. 208.

atividades econômicas ou sociais privadas, visando à prevalência de interesses públicos específicos legalmente definidos [327]. Realiza-se pelas *normas reguladoras*, as quais não definem nem impõem imperativamente qualquer espécie de interesse público nas relações privadas. Seu objetivo reside em harmonizá-lo com todos os demais interesses juridicamente relevantes e protegidos nos setores da atividade econômica identificados legalmente como sensíveis.

Ressalta o mencionado autor que a *função reguladora* é *híbrido de atribuições de variada natureza*: informativas, planejadoras, fiscalizadoras e negociadoras, mas também normativas, ordinatórias, gerenciais, arbitradoras e sancionadoras, *conferidas a um órgão*. Nota-se, assim, a aposição de mais um elemento que pode ser utilizado caso se pretenda delimitar o significado da expressão em determinado contexto.

Muitas vezes, confere-se destaque à *imperatividade* da intervenção, afastando a regulação da ideia de incentivo e fomento.

Eros Roberto Grau, ao tratar do art. 174 da CRFB, reafirma seu entendimento segundo o qual referido dispositivo constitucional diz respeito à *atividade econômica em sentido amplo* e à *globalidade* da atuação estatal*:*

> A atuação normativa reclama a fiscalização que assegure a efetividade e a eficácia do quanto normativamente definido – daí porque a rigor, nem seria necessária ênfase que o preceito adota ao expressamente referir a função de fiscalização. A atuação reguladora há de, impõe a Constituição, compreender o exercício das funções de incentivo e planejamento [328].

A atuação do Estado agente normativo e regulador *sobre o domínio* econômico, segundo Eros Roberto Grau pode se realizar sob a forma de intervenção por direção ou de intervenção por indução . A primeira modalidade se realiza por meio de *normas de intervenção por direção*, as quais se caracterizam por *comandos imperativos* dirigidos aos

---

[327]Diogo de Figueiredo Moreira Neto assim apresenta as demais modalidades de *intervenção estatal*, impositivas, em classificação extraída de seu conteúdo: (i) intervenção concorrencial: imposição, por norma legal, da presença do Estado como empresário, em regime de competição em condições igualitárias ou privilegiadas com os agentes privados no desempenho de atividades econômicas ou sociais, visando à prevalência de interesses públicos específicos legalmente definidos ; (ii) intervenção monopolista: imposição, por norma legal, da presença do Estado como empresário, afastando a competição dos agentes privados, no desempenho de atividades econômicas ou sociais, visando à prevalência de interesses públicos legalmente definidos ; (iii) a intervenção sancionatória: imposição, por norma legal, de sanções estatais punitivas, pelo Estado aos agentes privados, que desempenham determinadas atividades econômicas e sociais com transgressão das normas predefinidoras dos interesses públicos específicos, legalmente definidos em seus respectivos setores (*Direito regulatório*, cit., p. 129-130).

[328]GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, cit., p. 107.

agentes que atuam no campo da atividade econômica em sentido estrito, inclusive às empresas estatais que explorem referida atividade. Portanto, à luz da classificação adotada no presente trabalho, cumpre tratar a seguir da regulação como atuação do Estado *sobre o domínio econômico* (mercado de capitais) por comandos *imperativos*.

Esclarecida a acepção de regulação a ser adotada nas próximas linhas, faz-se pertinente tratar dos mecanismos para sua consecução.

Mario Engler Pinto Junior traz à luz a *regulação*, distinguindo-a do *exercício do poder-dever de polícia administrativa*:

> A regulação econômica não se confunde com o exercício do poder de polícia dos mercados, por meio do qual o Estado controla a formação de estruturas econômicas e sanciona condutas anticompetitivas. A função reguladora pode ter caráter mais profundo e legitimar a imposição de comportamentos positivos aos agentes econômicos, a exemplo da obrigação de contratar a preços mais competitivos pelo detentor de instalações essenciais (*essential facility doctrine*) [329].

A observação de referido autor revela duas ordens de desafios, complementares, a serem enfrentados na atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais brasileiro: a diversidade de atribuições conferidas a um órgão (precipuamente, à CVM) no exercício da *função reguladora*, a ensejar a necessidade de se apreciar a organização de referidos instrumentos em seu manejo cotidiano para a ordenação dos comportamentos no mercado; e a diversidade de órgãos/pessoas jurídicas às quais é atribuída a *função reguladora* (*híbrido de atribuições de variada natureza*), a ensejar a coordenação entre órgãos/pessoas jurídicas para a efetividade de tal sorte de atuação estatal.

Cumpre tratar, por ora, da segunda sorte de desafios relacionados à denominada estrutura regulatória do mercado de capitais .

A *função reguladora* do mercado de capitais é precipuamente exercida pela CVM. Porém, esse *híbrido de atribuições de variada natureza* também foi atribuído a outros órgãos e pessoas jurídicas de direito público integrantes do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Na década de 1960, ocorreu uma importante reestruturação do SFN, por meio de três diplomas legais: (i) Lei 4.380, de 21 de agosto de 1964, que disciplinou o Sistema Financeiro de abitação , criou o Banco Nacional da abitação – BNH, e dispôs sobre as

[329]PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 137.

sociedades de crédito imobiliário, sobre letras hipotecárias e sobre o Serviço Federal de abitação e Urbanismo ; (ii) Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que reestruturou o Sistema Financeiro Nacional , dispôs sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e criou o Conselho Monetário Nacional - CMN e o BACEN; e (iii) Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, a qual reestruturou o mercado de capitais brasileiro, traçando medidas para seu desenvolvimento.

À luz do disposto no art. 4º da Lei 4.595/64, a doutrina[330] segmenta as competências do CMN em quatro âmbitos: (i) monetário; (ii) fiscalizatório; (iii) judicante; e (iv) administrativo. No campo da fiscalização, destacam-se as seguintes atribuições: regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização daqueles que exercem as atividades subordinadas à referida lei e a aplicação das penalidades administrativas; disciplinar as atividades das bolsas de valores e dos corretores de fundos públicos. No campo judicante, havia a previsão de competência do CMN para conhecer dos recursos de decisões proferidas pelo BACEN, especialmente as que versavam sobre a aplicação de penalidades administrativas.

A leitura da Lei 4.728/1965 revela a atribuição da *função reguladora* do mercado de capitais ao CMN (disciplina) e ao BACEN (fiscalização). Ao BACEN foi conferida a atribuição para autorizar o funcionamento dos integrantes do recém-organizado sistema de distribuição de valores mobiliários; para fiscalizar a divulgação de informações pelas sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários; para aplicar penalidades administrativas aos infratores.

Em 1976, realiza-se uma nova alteração na estrutura regulatória do mercado de capitais. A Lei 6.385/1976 cria uma nova autarquia federal, conferindo-lhe a regulação do mercado de capitais. Nos termos da referida Lei, em integração com a Lei 6.404/1976, o *híbrido de atribuições de variada natureza* é distribuído entre CMN, BACEN e CVM. Ao CMN foi conferida atribuição para a expedição das diretrizes para a regulação do mercado de capitais, bem como de orientação geral à CVM, especialmente em sua atuação coordenada com o BACEN.

Faz-se importante observar que, segundo o disposto no §3° do art. 1° da Lei 6.385/1976, ressalvadas as atribuições conferidas pela lei à CVM, persiste a atribuição do BACEN na fiscalização do mercado financeiro e de capitais.

---

[330]Cf. TURCZYN, Sidnei. op. cit., p. 132-134.

Por meio do Decreto 91.152, de 15 de março de 1985, foi criado o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, para o qual foi transferida competência antes cometida ao CMN. Nos termos do art. 81 da Lei n 9.069, de 29 de junho de 1995, referida competência foi ampliada. Compete ao CRSFN a apreciação das decisões proferidas pelo BACEN e pela CVM nos autos de processo administrativo sancionador, em julgamento de recurso interposto pelo administrado ou em reexame necessário.

Em 1998, por meio da Lei 9.613, de 03 de março, foi criado o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF, com a finalidade de disciplinar, aplicar penas administrativas, receber, examinar e identificar as ocorrências suspeitas de atividades ilícitas previstas nesta Lei, sem prejuízo da competência de outros órgãos e entidades. Trata-se do combate à lavagem ou ocultação de bens, dinheiros e valores provenientes, direta ou indiretamente, de infração penal, cuja legislação foi modificada recentemente, na forma da Lei 12.983, de 10 de junho de 2012. À CVM e ao BACEN foi atribuída a disciplina da política, procedimento e controles internos para a identificação e comunicação de operação suspeita pelos participantes do mercado, bem como a aplicação de penalidades administrativas em casos de descumprimento dos atos normativos disciplinadores de referida prevenção[331]. O recurso administrativo interposto em face de referidas decisões administrativas é levado à apreciação do Ministro da Fazenda (art. 37, §1°, da Deliberação CVM 538, de 05 de março de 2008).

Nos termos da Lei 10.214, de 26 de março de 2001, foi disciplinada a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro. Ao CMN, CVM e BACEN foi conferida atribuição para a expedição de normas, nos respectivos âmbitos, e às referidas autarquias federais, a aplicação de penalidades administrativas.

---

[331]Instrução CVM 301/1999, com as alterações promovidas pela Instrução CVM 523/2012: Art. 1 São regulados pelas disposições da presente Instrução a identificação e o cadastro de clientes, o registro de transações e o limite de que tratam os incisos I e II do art. 10, o monitoramento e a comunicação das operações e o limite referidos nos incisos I e II do art. 11, e a responsabilidade administrativa prevista nos arts. 12 e 13, todos dispositivos da Lei n 9.613, de 3 de março de 1998, que trata dos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores, inclusive no que se refere à prevenção da utilização do sistema financeiro para a prática de tais ilícitos. e Art. 2 Sujeitam-se às obrigações previstas nesta Instrução as pessoas jurídicas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários, assim como as entidades administradoras de mercados de bolsa e de balcão organizado, além das demais pessoas referidas no art. 9º da Lei nº 9.613/98, que se encontrem sob a disciplina e fiscalização exercidas pela CVM, e dos administradores das pessoas jurídicas .

A breve exposição acerca da estrutura regulatória do mercado de capitais revela o complexo de dispositivos legais e normativos que defluem da atuação do Estado agente normativo e regulador sobre o mercado de capitais, fundada no art. 174 da CRFB. Observa-se que a distribuição de competências atinentes à *função reguladora* do mercado de capitais entre CMN, CRSFN, BACEN e CVM não é simétrica. A alteração do art. 3° da Lei 6.385/1976 pela Lei 12.543/2011[332] para a atribuição de *função normativa* ao CMN no âmbito da reforma para a instituição de medidas para o crescimento equilibrado do mercado de derivativos, ilustra a questão. Outrossim, a *função sancionatória* foi atribuída à CVM e ao CRSFN ou MF.

A coordenação entre estes diversos órgãos/pessoas jurídicas revela-se necessária à efetividade do exercício da *função estatal reguladora* do mercado de capitais. Para tanto, soluções institucionais se apresentam, como a constituição do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC, por meio do Decreto 5.685, de 25 de janeiro de 2006, no âmbito do MF, de caráter consultivo, com a finalidade de promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam as atividades relacionadas à captação pública da poupança popular , integrado pelos Presidentes da CVM, do BACEN; da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC[333]; e da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP[334].

Finalmente, a almejada coordenação pode ser obtida mediante convênios firmados entre os diversos órgãos/pessoas jurídicas integrantes da estrutura regulatória do mercado de capitais. Ilustrativo o convênio firmado entre CVM e BACEN em 28 de outubro de 2010[335], para a definição de procedimentos e prazos relativos à operacionalização técnica das seguintes medidas: a) manifestação prévia do BACEN a respeito de normas a serem editadas pela CVM; b) manifestação prévia da CVM a respeito de normas a serem editadas

---

[332]Vide Capítulo 1: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, p. 72-103. Merece destaque a criação do Grupo Técnico no âmbito do MF, por meio da Portaria 34, de 13 de fevereiro de 2012, integrado, entre outros, por BACEN e CVM.

[333]Trata-se de autarquia de natureza especial, vinculada ao Ministério da Previdência Social, à qual foi atribuída a fiscalização e a supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, conforme Lei 12.154, de 23 de dezembro de 2009.

[334]Trata-se de autarquia federal, vinculada ao MF, criada pelo Decreto-lei 73, de 21 de novembro de 1966, que também instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados. Foi atribuída à SUSEP, na qualidade de executora da política traçada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP, a fiscalização da constituição, organização, funcionamento e operações das sociedades seguradoras.

[335]BANCO CENTRAL DO BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Convênio de 28 out. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.b>. Acesso em: 09 jan. 2013.

pelo BACEN; c) intercâmbio de informações referentes às atividades desempenhadas nos mercados financeiro e de capitais; d) acesso recíproco a sistemas de informação; e) cooperação nas ações de supervisão .

Apesar da supervisão ministerial e da competência do CMN, definida em lei, para coordenar as atividades entre as autarquias federais às quais foi atribuída a *função reguladora do mercado de capitais*, a diversidade de órgãos e pessoas jurídicas na atuação do Estado *sobre* campo específico da atividade econômica em sentido estrito pode acarretar conflitos.

Alexandre Santos de Aragão trata da matéria no que tange às agências reguladoras, e afirma a aplicação do disposto nos incisos X e XI do art. 4° e no art. 40 da Lei Complementar n° 73/93[336] para solucionar a questão: o conflito de competência positivo deve ser dirimido pela Advocacia-Geral da União e pelo Presidente da República[337]. Não há consenso na doutrina acerca da qualificação da CVM como agência reguladora, tema que será abordado a seguir. Porém, os precedentes acerca do conflito de competência entre CADE e BACEN podem ser úteis para o estudo da matéria[338].

---

[336] Art. 40. Os pareceres do Advogado-Geral da União são por este submetidos à aprovação do Presidente da República.
§ 1º O parecer aprovado e publicado juntamente com o despacho presidencial vincula a Administração Federal, cujos órgãos e entidades ficam obrigados a lhe dar fiel cumprimento.
§ 2º O parecer aprovado, mas não publicado, obriga apenas as repartições interessadas, a partir do momento em que dele tenham ciência.
Art. 41. Consideram-se, igualmente, pareceres do Advogado-Geral da União, para os efeitos do artigo anterior, aqueles que, emitidos pela Consultoria-Geral da União, sejam por ele aprovados e submetidos ao Presidente da República .

[337] Afirma Alexandre Santos de Aragão: Caso o conflito se revele inevitável a solução no âmbito administrativo será determinada pela Advocacia-Geral da União e pelo Presidente da República, com base nos incisos X e XI do art. 4° e no art. 40 da Lei Complementar n° 73/93.
Esta competência da Advocacia Geral da União certamente constitui um forte mecanismo de controle da autonomia reforçada das agências reguladoras pela Administração central, mecanismo de tutela este legítimo, já que expressamente previsto em lei (*pas de tutelle sans texte*) (*Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004). Em obra recente, o mencionado autor adverte: Independente da posição que se adote, a decisão administrativa da AGU acerca de interpretações jurídicas (ex.: eventuais conflitos de competências entre autarquias independentes e outros órgãos ou entidades), ainda que chancelada pelo Presidente da República, não impede que as agências pleiteiem judicialmente a preservação da sua autonomia decisória (*Curso de direito administrativo*, cit., p. 218).

[338] O mencionado autor faz referência ao notório conflito de competência positivo que se estabeleceu entre Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE e BACEN acerca da atribuição para apreciar e aprovar os atos de concentração de instituições integrantes do SFN, bem como para regular as condições de concorrência entre instituições financeiras e aplicar-lhes as penalidades cabíveis. Procuradoria-Geral do CADE e Procuradoria-Geral do BACEN apresentaram entendimentos diversos acerca da matéria. Nos termos do PARECER Nº AGU/LA-01/2001, da lavra do Consultor-Geral da União, adotado pelo Advogado-Geral da União por meio do Parecer GM 20/2001 para os fins do art. 41 da Lei Complementar 73/1993, a AGU concluiu pela competência privativa do BACEN para a matéria. O referido parecer foi aprovado pelo Presidente da República nos termos do art. 40 da referida Lei Complementar

3.1.1.1. Comissão de Valores Mobiliários

A análise das Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 revela que a *função reguladora do mercado de capitais* foi conferida precipuamente à CVM, à qual deve exercê-la para assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados e estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, entre outras finalidades insculpidas no art. 4° da Lei 6.404/1976.

3.1.1.1.1. Natureza jurídica

A CVM é autarquia federal em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

A primeira observação que se faz pertinente diz respeito à tutela administrativa (CRFB, art. 87, parágrafo único; Decreto-Lei 200/1967, arts. 19 a 29), por meio da qual o Ministro da Fazenda ostenta competência para supervisionar, orientar e coordenar a CVM,

---

(ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO. Parecer n. AGU/LA-01/2001. Disponível em: <http://www.agu.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013).

Cumpre anotar que instituições financeiras impetraram mandado de segurança em face de ato do Presidente do CADE por meio do qual lhes foi determinada a apresentação dos documentos referentes à operação de aquisição de controle de uma instituição pela outra, para fins de apreciação nos termos da Lei 8.884/1994. A Primeira Seção do Superior Tribunal de Justiça, por maioria, proferiu acórdão para conceder a segurança:

ADMINISTRATIVO - ATO DE CONCENTRAÇÃO, AQUISIÇÃO OU FUSÃO DE INSTITUIÇÃO INTEGRANTE DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CONTROLE ESTATAL PELO BACEN OU PELO CADE - CONFLITO DE ATRIBUIÇÕES - LEIS 4.594 64 E 8.884 94 - PARECER NORMATIVO GM-20 DA AGU.

1. Os atos de concentração, aquisição ou fusão de instituição relacionados ao Sistema Financeiro Nacional sempre foram de atribuição do BACEN, agência reguladora a quem compete normatizar e fiscalizar o sistema como um todo, nos termos da Lei 4.594 64.
2. Ao CADE cabe fiscalizar as operações de concentração ou desconcentração, nos termos da Lei 8.884 94.
3. Em havendo conflito de atribuições, soluciona-se pelo princípio da especialidade.
4. O Parecer GM-20, da Advocacia-Geral da União, adota solução hermenêutica e tem caráter vinculante para a administração.
5. Vinculação ao parecer, que se sobrepõe à Lei 8.884 94 (art. 50).
6. O Sistema Financeiro Nacional não pode subordinar-se a dois organismos regulatórios.
7. Recurso especial provido (SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTI A. Recurso Especial 1.094.218 - DF. Disponível em: <http://www.stj.jus.br>. Acesso em: 09 jan. 2013).

O recurso extraordinário interposto em referidos autos aguarda julgamento perante o Supremo Tribunal Federal (SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Recurso Extraordinário RE 664189. Informações processuais. Disponível em: <http://www.stj.jus.br>. Acesso em 21 mar. 2013).

integrante da Administração Indireta. Alexandre Santos de Aragão[339] relaciona os seguintes controles, incidentes sobre as autarquias: (i) político (nomeação e exoneração de dirigentes); (ii) administrativo (exercido pelo Ministério ao qual se vincula a autarquia, podendo ser apenas na forma de diretrizes gerais, ou aplicado em sua feição forte, na forma de recurso hierárquico impróprio, por exemplo); (iii) financeiro-orçamentário (controle financeiro interno; limites ao orçamento impostos pelo Princípio da Unidade Orçamentária); e (iv) jurídico (atuação da AGU na solução de conflitos e na unificação da interpretação do ordenamento jurídico na Administração Federal, Lei Complementar 73/1993).

Com o advento da reforma legislativa de 2001, os arts. 5° e 6° da Lei 6.385/1976 tiveram sua redação alterada para reforçar a independência de seu Presidente e Diretores, os quais são nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

O mandato do Presidente e dos quatro Diretores da CVM é de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado, e estes somente perdem o mandato em virtude de (i) renúncia; (ii) condenação judicial transitada em julgado; ou (iii) processo administrativo disciplinar.

A criação da CVM teve por inspiração sua correlata norte-americana, SEC[340]. Porém apesar da atribuição de função normativa à referida autarquia federal em 1976, é certo que a independência de seus dirigentes somente foi reforçada em 2001. A reforma do Estado promovida em meados de 1990 e o surgimento das denominadas agências reguladoras certamente foi um dos fatores de influxo da reforma da disciplina jurídica do mercado de capitais realizada. Porém, até mesmo pela ausência de pertinência da CVM ao conjunto de agências reguladoras criadas a partir do processo de privatização encetado naquela década, resta o questionamento acerca da possibilidade da aposição de tal qualificação àquela autarquia federal.

---

[339]ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Curso de direito administrativo*, cit., p. 111-113.
[340]Vide Capítulo II: 2.2. A opção política: o Princípio do *full disclosure*, p. 105-108.

A existência de projeto de lei para traçar regime jurídico das agências reguladoras e a possibilidade de aplicação de soluções jurisprudenciais e doutrinárias sobre o tema ora em construção à CVM, seus limites e virtudes, estão a indicar a relevância da questão[341].

A ausência de um conceito legal de agência reguladora colabora para o dissenso também entre os doutrinadores.

Alexandre Santos de Aragão, salientando serem características essenciais às agências reguladoras independentes a *autonomia reforçada* e a atribuição de *competências regulatórias*[342], apresenta um conceito de agências reguladoras à luz do direito pátrio:

> ... autarquias de regime especial, dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício, em última instância administrativa, de funções regulatórias e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Chefe do Poder Executivo, após prévia aprovação pelo Poder Legislativo, vedada a exoneração *ad nutum.*[343]

A *autonomia reforçada* significa, em essência, (i) a impossibilidade de exoneração *ad nutum* dos dirigentes das agências reguladoras no curso do respectivo mandato, a qual fica a depender de prévio processo administrativo para a apuração de falta que se lhe impute, e (ii) a definitividade das decisões tomadas no âmbito das agências reguladoras, a afastar a possibilidade de revisão de suas decisões pelo Ministro de Estado a que estiver vinculada ou mesmo pelo Chefe do Poder Executivo, inadmitindo-se, *a priori*, o cabimento do chamado recurso hierárquico impróprio [344].

Deve-se anotar que, embora a CVM tenha dirigentes nomeados para exercício de mandato com prazo determinado (mandato fixo) e não possam ser exonerados ao livre talante do Chefe do Poder Executivo, marcando, assim, a sua autonomia orgânica, as decisões tomadas por seu Colegiado, em sede de processo administrativo sancionador,

---

[341]O projeto de lei 3.337/2004 e o substitutivo elaborado pela Comissão destinada a dar parecer sobre referido projeto não contemplam a CVM entre o rol das agências reguladoras (Cf. MINISTERIO DO PLANEJAMENTO ORÇAMENTO E GESTÃO. Substitutivo ao Projeto de Lei 3.337/2004. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/regulacao/legislacao/081021_REG_Leg_substitutivo.pdf>. Acesso em: 09 jan. 2013).

[342]ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*, cit., p. 264-265.

[343]ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Curso de direito administrativo*, cit., p. 211.

[344]Registre-se, não obstante, a edição do Parecer nº AC-051/2006, da Advocacia-Geral da União, aprovado pelo Presidente da República, com eficácia normativa e vinculante na esfera federal, que considera cabível o recurso hierárquico impróprio contra decisões tomadas por agências reguladoras que eventualmente extrapolem o limitem materiais das respectivas competências regulatórias ou, ainda, que violem políticas públicas.

estão sujeitas a recurso administrativo dirigido ao CRSFN, órgão integrante do MF, razão pela qual, para alguns autores, a sua autonomia funcional seria mitigada, o que a desqualificaria como uma típica agência reguladora independente.

Diogo de Figueiredo Moreira Neto, ao apreciar a Lei 6.385/1976, entende que os elementos dali extraídos são insuficientes à caracterização da CVM como agência reguladora. O autor indica como elementos característicos das agências reguladoras a *ampla publicidade*, a *processualidade aberta* e a *decisão participativa*, expressões do princípio da *participação regulatória*[345]. Anota o autor que a discreta garantia de participação nas tomadas de decisão, apenas em uma hipótese restrita (Lei 6.385/1976, art. 8°, §3°, inciso II) faz com que não se verifiquem todos os elementos para tal caracterização.

A este respeito, mostra-se pertinente destacar a adoção cada vez mais frequente de submissão das minutas de instrução da CVM à consulta pública como um influxo positivo do surgimento das agências reguladoras no Brasil.

3.1.1.1.2. Estrutura

A CVM, com sede na Cidade do Rio de Janeiro e jurisdição em todo território nacional, funciona como órgão de deliberação colegiada e de acordo com o seu Regimento Interno, aprovado pelo Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.

Durante o período de vacância que anteceder à nomeação dos Diretores ou no caso de impedimento legal ou regulamentar, serão eles substituídos por integrante da lista de substituição do Colegiado, formada por três servidores da CVM, ocupantes dos cargos de Superintendente, escolhidos e designados, mediante portaria do Ministro da Fazenda, entre os indicados pelo Colegiado, observada a ordem de precedência constante do ato de designação para o exercício da substituição. Aos substitutos são aplicáveis os requisitos

[345]Diogo de Figueiredo Moreira Neto explica que é da participação, *requisito inarredável da democracia material*, que se extrai a legitimidade dos processos de produção e aplicação de normas nas agências reguladoras, a qual não decorre da legitimação representativa: Esse caráter participativo do processo, normas constitucional explícita em ordenamentos jurídicos de vanguarda, como exemplarmente se encontra no art. 105 da Constituição espanhola, que consagra o direito à participação, tanto em processos administrativos normativos como em processos administrativos concretos, para o exercício das potestades da Administração, na nossa ordem constitucional é uma garantia non scripta, que está implícita, entre tantas que se incluem entre os naturalmente decorrentes do regime e dos princípios por ela adotados'(art. 5 , 1) (*Direito regulatório*, cit., p. 182-183).

subjetivos quanto à investidura, às proibições e aos deveres impostos aos Diretores. O mesmo substituto não exercerá o cargo de Diretor por mais de sessenta dias contínuos, devendo ser convocado outro substituto, na ordem da lista, caso a vacância ou impedimento do Diretor se estenda além desse prazo.

Nos termos do art. 30 do mencionado Decreto, aos Diretores incumbe participar das reuniões do Colegiado, colaborar na definição de políticas e na fixação de normas e relatando os assuntos que lhes forem designados; desenvolver projetos especiais e atividades que lhes forem atribuídas pelo Presidente; e administrar os bens, serviços e atividades da CVM, de acordo com as atribuições específicas fixadas pelo Presidente. Observa-se, assim, a ausência de vinculação regimental de qualquer dos Diretores da CVM para a atuação em setor especifico do mercado de capitais sob a regulação estatal.

A estrutura organizacional da CVM é integrada por um órgão colegiado, ao qual compete (i) fixar a política geral da CVM; e (ii) expedir os atos normativos e exercer outras atribuições legais e complementares de competência da CVM.

São órgãos de assistência direta e imediata ao Presidente da CVM: (i) Gabinete; (ii) Assessoria de Comunicação Social; e (iii) Assessoria de Análise e Pesquisa.

São órgãos seccionais (i) Auditoria Interna (a nomeação e a exoneração do Auditor-Chefe deverá ser submetida, pelo Presidente da CVM, à aprovação da Controladoria-Geral da União); (ii) Procuradoria Federal Especializada; e (iii) Superintendência Administrativo-Financeira.

A Procuradoria Federal Especializada é órgão de execução da Procuradoria-Geral Federal, criada pela Lei 10.480, de 02 de julho de 2002, vinculada à Advocacia-Geral da União, à qual foi conferida autonomia administrativa e financeira. Compete à Procuradoria Federal Especializada (i) representar judicial e extrajudicialmente a CVM; (ii) exercer atividades de consultoria e assessoramento jurídicos aos órgãos da CVM, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 11 da Lei Complementar n° 73, de 10 de fevereiro de 1993; e (iii) realizar a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às atividades da CVM, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial. O Procurador-Chefe será nomeado por indicação do AGU.

A Superintendência-Geral é órgão especifico e singular, ao qual incumbe (i) coordenar as atividades executivas da CVM, por intermédio das Superintendências a ela subordinadas, cumprindo as diretrizes e determinações emanadas do Colegiado; (ii)

supervisionar as atividades executadas pelas Superintendências; e (iii) acompanhar e controlar o desempenho das áreas técnicas.

São treze as Superintendências subordinadas à Superintendência-Geral da CVM, cuja competência encontra-se expressamente prevista no referido Decreto 6.382/2008:

1. Superintendência de Relações com Empresas;

2. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários;

3. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais;

4. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários;

5. Superintendência de Fiscalização Externa;

6. Superintendência de Processos Sancionadores;

7. Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores;

8. Superintendência de Relações Internacionais;

9. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado;

10. Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria;

11. Superintendência de Informática;

12. Superintendência de Planejamento; e

13. Superintendência Regional de Brasília.

3.1.1.1.3. Funções

À CVM foi atribuída *função reguladora do mercado de capitais*; ou seja, um *híbrido de atribuições de variada natureza* : informativas, planejadoras, fiscalizadoras e negociadoras, mas também normativas, ordinatórias, gerenciais, arbitradoras e sancionadoras, *conferidas a um órgão*, conforme explica Diogo de Figueiredo Moreira Neto[346].

Retoma-se a observação de Mario Engler Pinto Junior acerca da *regulação*, distinguindo-a do *exercício do poder-dever de polícia administrativa*, segundo o qual a

[346]Id. Ibid., p. 208.

função reguladora pode ser mais profunda e legitimar a imposição de comportamentos positivos aos agentes econômicos, para tratar dos desafios a serem enfrentados na atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais brasileiro advindos da diversidade de atribuições conferidas a um órgão (precipuamente, à CVM) no exercício da *função reguladora*. Esta diversidade enseja a necessidade de se apreciar a organização de referidos instrumentos em seu manejo cotidiano para a ordenação dos comportamentos no mercado.

Celso Antonio Bandeira de Mello assim apresenta as acepções da expressão poder de polícia :

> A atividade estatal de condicionar a liberdade e a propriedade ajustando-as aos interesses coletivos designa-se poder de polícia'. A expressão, tomada neste sentido amplo, abrange tanto atos do Legislativo quanto do Executivo. Refere-se, pois, ao complexo de medidas do que delineia a esfera juridicamente tutelada da liberdade e da propriedade dos cidadãos .
>
> "A expressão poder de polícia' pode ser tomada em sentido mais restrito, relacionando-se unicamente com as intervenções, quer gerais e abstratas, como os regulamentos, quer concretas e específicas (tais as autorizações, as licenças, as injunções), do Poder Executivo destinadas a alcançar o mesmo fim de prevenir e obstar o desenvolvimento de atividades particulares contrastantes com os interesses sociais. Esta acepção mais limitada responde à noção de polícia administrativa"[347].

Com efeito, observa-se que à CVM, desde sua criação, foram atribuídas a função normativa e o exercício do poder-dever de polícia administrativa. Em 1978, houve a inclusão do *amicus curiae* entre os instrumentos conferidos à CVM[348]. A partir das reformas legislativas de 1997 e 2001, a celebração de compromisso entre autarquia e administrado foi incorporada ao conjunto e aperfeiçoada, à luz dos estudos acerca da consensualidade como instrumento para a regulação de condutas. Na última década reavivou-se o interesse pela ação coletiva e pelo termo de ajustamento de condutas como mecanismos para a reparação de danos causados ao mercado e aos investidores, ambos instrumentos para a regulação do mercado de capitais.

---

[347]BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. op. cit., p. 780.

[348]O art. 31 foi introduzido na Lei 6.385/1976 por meio da Lei nº 6.616, de 16 de dezembro de 1978. Referida alteração legislativa acarretou muita polêmica no que tange à sua natureza jurídica e respectivos efeitos, em especial sobre a definição da Justiça competente para julgar caso a CVM decida manifestar-se na qualidade de *amicus* curiae, principalmente em razão do disposto no §3º do art. 31 em questão, que atribui à referida autarquia federal legitimidade para interpor recursos, quando as partes assim não o fizerem. (Cf. FRONTINI, Paulo Salvador. A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei 6.616/1978: uma charada processual! *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 32, p. 103, 1978).

A primeira observação pertinente diz respeito à identificação dos fundamentos e das limitações inerentes a cada instrumento a ser manejado pela CVM. Com efeito, a atuação da CVM não ocorre somente na esfera administrativa, podendo ser realizada na esfera civil ou até mesmo penal. Esta atuação também pode ocorrer mediante a combinação de esforços com outros órgãos públicos, como BACEN e Ministério Público Federal.

Outrossim, há que se observar que as atribuições *informativas, planejadoras, fiscalizadoras e negociadoras, normativas, ordinatórias, gerenciais, arbitradoras e sancionadoras* perfazem, regra geral, atos administrativos. A análise dos instrumentos a seguir descritos exigem breves observações acerca da exigibilidade e da auto-executoriedade, atributos do ato administrativo.

O exercício da *função normativa* pela CVM já foi objeto de análise[349]. Pertinente traçar breves linhas acerca do ato administrativo por meio do qual a Administração Pública estabelece deveres ou impõe limitações à atividade desenvolvida pelos particulares, ou seja, por meio do qual se realiza o poder-dever de polícia.

Confere-se à Administração Pública o poder-dever de exigir o cumprimento dos atos administrativos pelo particular. Oswaldo Aranha Bandeira de Mello assim define a exigibilidade do ato administrativo: *A* exigibilidade *ou a* imperatividade *do ato administrativo consiste na qualidade inerente ao ato administrativo de atuar de modo executivo, ou, melhor, de obrigar terceiro a se comportar de conformidade com o por ele disposto, a se sujeitar aos seus ditames* . Segundo o autor, a exigibilidade não se confunde com a eficácia do ato administrativo, apresentando-se, ainda, como algo mais que a eficácia propriamente dita dos atos jurídicos em geral: *É a eficácia com caráter coercitivo* [350].

À exigibilidade, segue-se a auto-executoriedade, ou seja, a execução coativa do ato administrativo por ato próprio da Administração Pública, sem que esta necessite recorrer ao Poder Judiciário[351]. Há casos, ainda, que a lei expressamente exclui o atributo

---

[349]Vide Capítulo 2: 2.3.1. Função normativa atribuída ao Poder Executivo, p. 112-118.

[350]MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. *Princípios gerais de direito administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2007. v. 1, Introdução, p. 615.

[351]Referida execução não se traduz em arbitrariedade, pois, exercida para dar cumprimento a ato administrativo, deve se dar sob o devido processo legal, respeitando os direitos constitucional e legalmente assegurados ao administrado. Por isso, conferiu-se auto-executoriedade ao ato administrativo e, aos particulares, remédios judiciais voltados a solucionar os casos de exercício abusivo pela Administração Pública. Reconhecida a ilegalidade do ato, em acepção ampla, ou que este tenha sido realizado em descumprimento aos princípios constitucionais que regem a Administração Pública, o mesmo é passível de

da auto-executoriedade do ato administrativo. Isso pode ocorrer sob a forma indireta, nas hipóteses em que o legislador determina que a execução se realize por meio de processo judicial[352].

Em regra, o ordenamento jurídico não requer que a CVM obtenha prévia autorização judicial para manejar os instrumentos regulatórios, eis que em sua maioria consubstanciam atos administrativos dotados de auto-executoriedade, *própria* ou *integral*[353]. Porém, há casos em que o legislador determina expressamente que a execução se realize por meio de processo judicial. É o caso da execução da multa, modalidade de penalidade administrativa aplicada pela CVM com fulcro no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76[354].

A leitura da Lei nº 6.385/76 revela alguns mecanismos postos pelo legislador para assegurar a efetividade da utilização dos instrumentos que conferiu à CVM. Pode-se classificá-los entre os meios de indiretos de atuação da auto-executoriedade dos atos administrativos : a imposição de multa diária, conforme o art. 9 , inciso II, e art. 11, 11, da referida lei, preceito cominatório que tem por objetivo compelir o administrado ao adimplemento de uma obrigação de fazer ou não fazer. Acrescente-se que o art. 6º da Lei n 7.492, de 16 de junho de 1986, dispõe configurar crime contra o SFN *induzir ou manter em erro* [...] *repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente* .

A CVM cotidianamente atua de forma conjugada os instrumentos previstos no ordenamento jurídico buscando o exercício ótimo da atividade regulatória para a realização das finalidades estabelecidas em lei. A aposição de auto-executoriedade a um instrumento

---

anulação pelo Poder Judiciário, inclusive permitindo ao administrado que postule a apuração da responsabilidade da Administração Pública e a reparação pelos danos sofridos.

[352]Explica Oswaldo Aranha Bandeira de Mello: *Afinal, não tem cabida a auto-executoriedade nos atos em que a lei expressamente exclui tal prerrogativa, quando houver oposição do interessado, ou indiretamente isso faça, ao prever a possibilidade de sua execução mediante procedimento judicial, e uma vez esse processo não comprometa os efeitos jurídicos urgentes do ato administrativo* , MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. op. cit., p. 623. Neste caso, considerar-se-á legítima a execução do ato diretamente pela Administração Pública se, a seu juízo, houver perigo de dano iminente ao interesse público, sob pena de que, não o fazendo, o ato torne-se inútil ou inadequado. Tal ato estará sujeito a posterior apreciação do Poder Judiciário. Caso este não vislumbre a aludida urgência nas circunstâncias, o ato será qualificado abusivo.

[353]Nas palavras de Oswaldo Aranha Bandeira de Mello: *Isto se dá quando compete à Administração Pública não só formar o título, fundamento da execução do ato, como proceder ela própria, através da autotutela, à sua execução, independentemente da ingerência do Poder Judiciário, mesmo formal* (Id. Ibid., p. 620).

[354]Trata-se, neste caso, da *autoexecutoriedade imprópria* ou *parcial*, que nos dizeres do autor anteriormente citado, revela-se quando *... compete à Administração Pública formar o título jurídico exigível mas a eficácia, pela execução, é feita perante a autoridade judiciária. Esta, porém, está obrigada a lhe dar execução, sem exame do mérito do ato* (Id. Ibid., p. 618).

regulatório conferido à CVM não permite que se defina, *a priori*, tal instrumento como o mais adequado à solução, o que somente pode ser aferido pela Administração Pública, de forma fundamentada, à luz dos elementos integrantes do caso concreto[355].

Nesta tarefa, além dos princípios da Administração Pública (CRFB, art. 37), aplica-se a *proporcionalidade*[356], vetor vertical a indicar os limites constitucionais à *intensidade* da atividade regulatória, aplicável não somente ao exercício da função normativa pela CVM, mas também das funções executiva ou judicante[357].

3.1.1.1.4. Principais instrumentos regulatórios

A seguir, são apresentadas breves linhas acerca dos instrumentos conferidos à CVM para o exercício da função reguladora do mercado de capitais.

Expedição de normas: conforme art. 8º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, atribuiu-se à CVM, com observância da política definida pelo CMN, a expedição de normas acerca das matérias expressamente previstas na referida lei e na Lei nº 6.404/76. Nos termos do §3º do art. 8º da Lei nº 6.385/76, a CVM, facultativamente, submete, à audiência pública, minuta de ato normativo no intuito de receber sugestões dos interessados.

Registros e autorizações: nos termos do art. 8º, inciso II, e do art. 9º, §1º, inciso II, da Lei nº 6.385/76, o legislador conferiu à CVM competência para administrar, suspender ou cancelar os registros instituídos pela referida lei.

O registro de oferta de distribuição pública de valores mobiliários e o registro de companhia aberta são os principais registros instituídos na Lei 6.385/76, com vistas à efetivação do princípio da transparência no mercado de capitais. Registro significa, assim,

---

[355]No que tange ao controle judicial da *adequação* dos meios, Humberto Ávila explica que esta deve ser aferida no momento da escolha do meio pela Administração, à luz das circunstâncias existentes naquele momento e não posteriormente, quando da avaliação da eleição do meio pelo julgador. Na hipótese de atos jurídicos gerais, a adequação é aferida do ponto de vista abstrato; no que tange aos atos jurídicos individuais, a mesma deve ser aferida no plano concreto e individual. Finalmente, a escolha da Administração Pública deve ser mantida, em atendimento ao princípio da separação de Poderes e do princípio da legalidade, devendo o Poder Judiciário afastar apenas os meios manifestamente menos adequado que outro (Cf. *dos princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos, p. 177-195).

[356]Segundo umberto vila, um meio é proporcional quando o valor da promoção do fim não for proporcional ao desvalor da restrição dos direitos fundamentais. Para analisá-lo é preciso comparar o grau de intensidade da promoção do fim com o grau de intensidade da restrição dos direitos fundamentais (*Teoria dos princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos, cit., p. 195).

[357]Vide Capítulo 1: 1.3. Regulação da atividade econômica: aspectos jurídicos, p. 68-71.

a assunção a um regime informacional delineado pela Lei 6.385/1976 e pela Lei 6.404/1976, integrado por diversos deveres impostos pela CVM por meio de expedição de normas.

A suspensão e o cancelamento dos registros instituídos pela Lei nº 6.385/1976 é de competência da CVM nos termos de seu art. 8º, inciso II, e de seu art. 9º, §1º, inciso II. Suspensão e cancelamento se dirigem a duas situações distintas. Nos termos do art. 8º, inciso II, a CVM pode determinar de ofício a suspensão ou o cancelamento de registro caso reste demonstrado que os deveres dele decorrentes não foram cumpridos pelo administrado. Um exemplo corrente é a interrupção pela companhia aberta do mandatório fluxo de informações, mesmo ante as reiteradas missivas e atividades de fiscalização da CVM para que o mesmo seja imediatamente reestabelecido. O cancelamento de registro pode ser cumprido a pedido do administrado, e às vezes, para tanto, a legislação lhe impõe deveres. Um exemplo é o fechamento de capital, previsto no art. 4º, §4º, da Lei 6.404/1976, que requer a realização de oferta pública de aquisição de ações.

O art. 9º, §1º, inciso II, disciplina a suspensão ou o cancelamento de registros pela CVM para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado , medida urgente para evitar danos graves ou de difícil reparação aos investidores e ao mercado de capitais brasileiro. Em razão da cautelaridade que as situações anormais de mercado invoca, é certo afirmar que a CVM poderá adotar as medidas necessárias à prevenção do dano, desde que proporcionais e razoáveis, sem prévia manifestação do administrado, caso a urgência da situação assim não o permita. Porém, deverá possibilitar referida manifestação tão logo possível, sob pena de eivar-se de nulidade o respectivo processo administrativo[358]. Trata-se do contraditório diferido.

Compete à CVM autorizar as demais atividades exercidas no mercado de capitais. A concessão de autorização pela CVM também significa a assunção de diversos deveres pelo administrado, entre estes, a manutenção de fluxo de informações acerca de sua estrutura e da realização de suas atividades.

Orientação. Alerta ao mercado. Resposta a consultas: o art. 9º, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, dispôs que, para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado,

---

[358]Cf. CINTRA, Antonio Carlos de Araújo; DINAMARCO, Cândido R.; GRINOVER, Ada Pellegrini. *Teoria geral do processo*. 13. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 1997. p. 55-58: O contraditório não admite exceções: mesmo nos casos de urgência, em que o juiz, para evitar o *periculum in mora*, provê *inaudita altera parte* (CPC, arts. 929, 32, 937, 813 ss.), o demandado poderá desenvolver sucessivamente a atividade processual plena e sempre antes que o provimento se torne definitivo .

compete à CVM *divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado* . São os alertas ao mercado expedidos pela autarquia federal.

CVM incumbe a manutenção de *serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor* , estando a critério da autarquia a divulgação das respostas ou dos critérios de orientação (art. 13 da Lei 6.385/1976). Assim, a CVM pode fazê-lo por meio de pareceres ou pareceres de orientação, os quais também se prestam a *veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis nº 6.385/1976 e 6.404/1976 no interesse do mercado de capitais* (Deliberação CVM 01/1978).

Proibição da prática de atos. *Stop Order*: deve ser manejada para prevenir ou corrigir situações anormais de mercado. A CVM pode proibir aos participantes do mercado a prática de atos que considerar prejudiciais ao regular funcionamento do mercado, sob cominação de multa diária (art. 9º, §1º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976).

Mais uma vez, para evitar a ocorrência de dano grave ou de difícil reparação aos investidores e ao mercado de capitais, foi previsto este instrumento de cunho cautelar. Por exemplo, a proibição de prática de atos, prevista no mencionado dispositivo legal, conhecida correntemente como stop order , que é expedida pela CVM. Referida ordem da CVM ao administrado se faz sem prejuízo da continuidade da apuração dos fatos em processo administrativo sancionador[359].

Suspensão de negociação de valores mobiliários. Recesso de bolsa de valores. Destina-se à prevenção ou a correção das mencionadas situações anormais de mercado . Trata-se de medida de caráter bastante drástico. Assim, nos termos do art. 9º, § 1º, inciso I, a CVM poderá determinar a suspensão da negociação de determinado valor mobiliário ou até mesmo o recesso de bolsa de valores.

Suspensão de emissão ou distribuição de valores mobiliários: Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na CVM (art. 19 da Lei nº 6.385/1976). Trata-se do registro de emissão.

---

[359]A multa cominatória a que faz referência o art. 9º, §1º, inciso IV, tem por limite o valor de R$ 5.000,00 por dia de atraso no cumprimento da determinação da CVM, aplicando-se sem prejuízo da apuração da conduta do participante do mercado no âmbito de processo administrativo sancionador (art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976).

Dispões o art. 20 da Lei nº 6.385/1976 que a CVM determinará a suspensão da emissão ou da distribuição que se esteja processando sem o devido registro ou em desacordo com o disposto em seu art. 19. Este último caso foi exemplificado nos termos dos incisos I e II do art. 20, respectivamente: *a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro* ; e *a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas* .

Companhias abertas: republicação de demonstrações financeiras. Ampliação e interrupção do prazo de antecedência de convocação de assembleia geral: o art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385/1976 prevê que a CVM pode determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas.

Já nos termos do art. 124, §5º, da Lei nº 6.404/76, o legislador atribuiu ao Colegiado da CVM competência para, a seu exclusivo critério, a pedido de acionista, ouvida a companhia aberta: (i) aumentar, para até 30 (trinta) dias, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação de assembleia geral, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; e (ii) interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência de convocação de assembleia extraordinária, a fim de permitir-se à autarquia conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares.

Estes instrumentos permitem à CVM interferir drasticamente em companhia aberta. O art. 124, §1º, inciso II, da Lei nº 6.404/1976, dispõe sobre o prazo de antecedência de publicação de anúncio de convocação de assembleia geral de companhia aberta: 15 (quinze) dias, da primeira convocação, e 08 (oito) dias, da segunda convocação.

Assim, por meio do disposto no §5º do art. 124, o legislador criou hipóteses de ampliação e de interrupção dos referidos prazos, a depender de decisão do Colegiado da CVM. Trata-se de atividade administrativa desenvolvida no curso de processo administrativo regular. Observe-se que, na hipótese, o legislador não conferiu a possibilidade de aplicação de contraditório diferido neste processo administrativo, uma vez que determinou expressamente que a CVM confira oportunidade à companhia aberta para

apresentar sua manifestação (art. 124, *caput*). A companhia aberta levará ao conhecimento do Colegiado da CVM as razões pelas quais entende inaplicável ao caso o inciso I do referido §5º, bem como estarem tais propostas que pretende submeter à deliberação dos acionistas plenamente de acordo com o ordenamento jurídico pátrio, no caso do inciso II, ao contrário do que sustenta o acionista requerente.

Não se trata de processo administrativo para apuração de infrações às disposições legais e normativas que disciplinam o mercado de capitais, conhecido como processo administrativo sancionador, previsto no inciso V do art. 9º da Lei nº 6.385/1976. Mas de exercício de competência conferida à CVM para interferir na conformação de prazo para convocação de assembleia geral de companhia aberta, como tantas outras atribuições conferidas pela Lei nº 6.404/1976 à referida autarquia federal no que tange a companhias abertas. Esta peculiar distinção é fundamental para tratar das consequências do exercício deste instrumento pela CVM, por meio do qual foi conferida competência à CVM para definir, em termos mais precisos, redefinir o prazo de antecedência de convocação de assembleia geral pela companhia aberta para garantir aos acionistas o tempo necessário ao conhecimento e à análise das operações a serem deliberadas, bem como para orientar a companhia aberta quanto à eventual ilegalidade que vislumbre presente nas propostas a serem objeto de deliberação pelos acionistas.

É sabido que o descumprimento do prazo de antecedência para convocação é apto a viciar a assembleia geral assim realizada. O tempo e modo para convocação de assembleia geral encontram-se disciplinados na Lei nº 6.404/1976, bem como as hipóteses de ampliação e interrupção de referido prazo.

Ou seja, se o Colegiado da CVM, atendidas todas as exigências legais e em regular processo administrativo, atuar para redefinir referido prazo, esta decisão integra, completa o conteúdo do dispositivo legal em questão e, *per se*, altera o prazo de antecedência para convocação de assembleia geral[360]. Assim, deverá a companhia aberta adotar as providências necessárias à adequação ao prazo de antecedência para convocação

[360]Referida decisão administrativa, assim, não perfaz ordem à companhia aberta para que esta deixe de realizar tal e qual ato, mas a possibilidade de a CVM completar o conteúdo de dispositivo legal, forjado pelo legislador à semelhança das denominadas normas em branco . Por isso, vislumbra-se ser discutível a possibilidade de aplicação, neste caso, da multa cominatória prevista no art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976, pois, nesta sede, não trata a CVM de apurar conduta que supostamente infrinja dispositivos legais e normativos. Não se está, neste momento, a tratar da instauração de processo administrativo sancionador ou de sua etapa investigativa prévia, mas apenas de redefinir o prazo de antecedência para a convocação de assembleia geral por companhia aberta e orientá-la quanto à eventual ilegalidade que vislumbra presente nas propostas a serem objeto de deliberação pelos acionistas, para proteção aos investidores.

da assembleia geral, ampliado ou interrompido, mediante, por exemplo, nova publicação de anúncio.

Caso a companhia aberta decida ignorar a decisão administrativa e, assim, realize a assembleia conforme cronograma anterior, certamente incidirá hipótese de não atendimento ao tempo de antecedência para convocação da assembleia geral, uma vez que seu prazo havia sido ampliado. Trata-se de hipótese de convocação irregular a impingir vício sobre a assembleia geral. O art. 286 da Lei 6.404/1976 dispõe ser anulável a assembleia geral irregularmente convocada.

No caso de interrupção de referido prazo não respeitada pela companhia aberta, pode-se debater acerca das seguintes hipóteses: (i) ausência de convocação; ou (ii) convocação irregular da assembleia. A doutrina aponta a nulidade de assembleia não convocada[361]. Trata-se de vício da assembleia geral que tem efeitos sobre todas as deliberações nela tomadas.

Quanto à orientação dada pela CVM à companhia aberta no que tange à ilegalidade que se vislumbrou nas propostas a serem submetidas à deliberação pelos acionistas, mais uma vez, entende-se não ser a mesma, *per se*, caracterizável como ordem ou determinação. De fato, no inciso II do 5 do art. 124 o legislador fez constar *informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais e regulamentares* . Discutível, assim, a automática inserção deste caso à hipótese de multa cominatória prevista no art. 11, §11, da Lei nº 6.385/1976[362].

Há que se indagar o que ocorrerá caso a companhia aberta decida manter referidas propostas, em contrariedade ao parecer emitido pelo Colegiado da CVM, e as submeta à deliberação em assembleia geral. Explica Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França que, apesar da dicção do art. 286 da Lei 6.404/1976, a qual traz menção às deliberações violadoras da lei ou do estatuto , remetendo-as indistintamente ao regime das anulabilidades preconizado pela referida lei, as deliberações cujo conteúdo enseja violação

---

[361]Cf. observações de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França a respeito dos vícios da assembléia geral e das deliberações e suas conseqüências, in FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembléia das SA*. São Paulo: Malheiros Ed., 1999. p. 86-113.

[362]Logicamente, é possível que a CVM, ao emitir seu parecer sobre referidas propostas na forma do inciso II do 5 do art. 124 da Lei n 6.404/1976, identifique também a ocorrência de situação anormal de mercado a ensejar a aplicação do disposto no art. 9 , 1 , inciso IV, da Lei n 6.385/1976. A CVM emitirá, assim, além de seu parecer, uma ordem à companhia aberta, cujo descumprimento a qual ensejará a aplicação de multa cominatória e consequente apuração dos fatos.

aos dispositivos legais são *absolutamente* nulas. O autor assevera que, em se tratando de vício da assembleia ou da deliberação que acarreta sua nulidade, o ordenamento jurídico confere a qualquer interessado a legitimidade para requerer sua declaração em juízo, inclusive ao Ministério Público, podendo, ainda, o juiz declará-la de ofício. Sendo assim, o mencionado autor ressalta a legitimidade também da CVM:

> Por exemplo, um aumento de capital nulo, em função do qual forem emitidas ações a serem lançadas no mercado. É evidente que a CVM pode deixar de registrar a emissão pública das ações (art. 19 da Lei nº 6.385/76), ou suspendê-la (art.20), e que a emissão não é propriamente um ato da assembléia, e sim da companhia, mas não se pode negar, nessa hipótese, o interesse do mencionado órgão em ver declarada, ainda que ad cautelam, a nulidade do aumento [363].

Haverá a possibilidade de apuração de materialidade e de autoria de infração administrativa caso a companhia aberta decida ignorar a decisão administrativa ou o parecer do Colegiado da CVM, mediante a instauração de processo administrativo sancionador e, caso necessário, etapa investigativa prévia.

Há que se distinguir, portanto, que curso do processo administrativo em que a CVM analisa pedido de acionista para ampliação do prazo de antecedência de convocação de assembleia geral ou a interrupção do referido prazo, não se está a falar de apuração de indícios de infração administrativa, sua autoria, individualização de condutas ou de formação de convicção de culpa.

Caso a decisão da CVM não seja atendida, a companhia, seus administradores e até mesmo seus acionistas podem vir a ter sua conduta apurada em processo administrativo sancionador, no qual exercerão ampla defesa, manifestando-se quanto aos elementos necessários para que se caracterize infração passível da aplicação de penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, uma vez que a assembleia geral realizada sem o atendimento do prazo de antecedência de convocação viola o disposto no art. 124 da Lei nº 6.404/1976. Vislumbra-se também a possibilidade de que das propostas, objeto de orientação pela CVM, mantidas e levadas à apreciação e aprovação dos acionistas, emerjam deliberações igualmente violadoras dos dispositivos legais e normativos que disciplinam o mercado.

---

[363]FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. op. cit., p. 120, nota nº 138.

Fiscalização: atividade inserta no rol de atribuições da CVM nos termos do art. 8º**,** inciso III, da Lei nº 6.385/76, que dispõe competir à CVM fiscalizar, de forma permanente, as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários relacionados em seu art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados. O inciso V do referido dispositivo legal também atribuiu à CVM competência para fiscalizar e inspecionar companhias abertas, sob uma regra, a nortear o exercício da fiscalização, dispondo ser prioritária a fiscalização de companhias abertas que não apresentem lucro em balanço ou aquelas que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

A CVM exerce esta atribuição não somente por meio de atos de fiscalização dotados de maior notoriedade, previstos no art. 9º, incisos I a III e V, da Lei nº 6.385/1976. A constante análise de informações e documentos apresentados pelos participantes do mercado, obrigatória e periodicamente, em cumprimento aos deveres que lhes são imputados em razão de registro ou autorização para exercer atividade no mercado de capitais, bem como de demais informações disponíveis no mercado, é fonte cotidiana da atividade de fiscalização. O mesmo se diga quanto ao monitoramento eletrônico diário das operações realizadas nos mercados regulamentados e a análise das informações e dados enviados pelas entidades de autorregulação.

A fiscalização é exercida pela CVM por meio dos instrumentos previstos no art. 9º da Lei nº 6.385/1976, extrai-se os instrumentos à disposição da CVM para a realização da aludida fiscalização: exame de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos; intimação das pessoas relacionadas no inciso I do referido dispositivo para prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da instauração de processo administrativo sancionador para a aplicação das penalidades previstas no art. 11; requisição de informações a qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública.

Processo Administrativo Sancionador: trata-se de processo administrativo instaurado para a apuração de atos ilegais e práticas não equitativas realizados por administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, demais emissores de valores mobiliários, bem como por intermediários e demais participantes do mercado, encontra-se previsto no art. 9º, inciso V, da Lei 6.385/1976.

As infrações a normas expedidas pela CVM com fundamento na Lei 9.613/1998, quando perpetradas no âmbito de exercício de poder de polícia da CVM, também são apuradas pela referida autarquia mediante processo administrativo sancionador (art. 14 do Anexo do Decreto 2.799/1998). O mesmo se diga acerca das condutas que violem o disposto nas normas legais e regulamentares que disciplinam o sistema de pagamentos previsto na referida lei, realizadas no âmbito do exercício de poder de polícia da CVM (art. 9º da Lei nº 10.214/2001), sujeitando as câmaras e os prestadores de serviços de liquidação e compensação, seus administradores e os membros de seus conselhos fiscais, consultivos e assemelhados às penalidades previstas no art. 11 do mesmo diploma legal.

Nos termos do §4º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a CVM deve observar na apuração de infrações: *a prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado* .

O processo administrativo sancionador deve se desenvolver em estrito atendimento aos princípios constitucionais, especialmente os da ampla defesa e do contraditório, e aos princípios legais, especialmente os relacionados no art. 2º da Lei nº 9.784/1999. Com fundamento no art. 8º, inciso I, e do art. 9º, §2º, a CVM expediu a Deliberação nº 538/2008 para disciplinar seu procedimento[364], bem como a chamada etapa investigativa prévia, esta última é denominada inquérito nos atos normativos da CVM, e também se desenvolve mediante processo administrativo. Ostenta caráter não obrigatório. Explica-se: caso a Superintendência da CVM à qual esteja afeta a fiscalização ordinária dos fatos já estiver de posse de elementos suficientes acerca de materialidade e da autoria de infração, despicienda a etapa investigativa prévia e a Superintendência apresentará termo de acusação , do qual serão intimados os acusados para defesa ou proposta de celebração de compromisso, iniciando-se, assim, o processo administrativo sancionador propriamente dito. Caso não esteja de posse de tais elementos, a Superintendência deve requerer a instauração de inquérito, a ser conduzido pelos inspetores integrantes da Superintendência de Processos Sancionadores, que contam com o assessoramento e a

[364]Além dos procedimentos previstos na Deliberação CVM nº 538/2008, exise previsão de procedimento de rito sumário (Resolução CMN n 1.657, de 26 de outubro de 1989), para apuração das infrações de natureza objetiva , cujo rol encontra-se na Instrução CVM nº 251, de 14 de junho de 1996, com as alterações promovidas pela Instrução CVM nº 335, de 04 de maio de 2000. O rito sumário não é aplicável a casos de reincidência específica e de concurso entre infração de natureza objetiva e infração grave. Em 04 de fevereiro de 2013, a Superintendência de Desenvolvimento de Normas da CVM expediu o Edital de Audiência Pública 01/2013, acerca de proposta de alteração do ato normativo que disciplina o rito sumário (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital de Audiência Pública 01/2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 12 fev. 2013).

consultoria jurídica exercida por Procuradores Federais. A partir da apuração dos fatos, a Superintendência de Processos Sancionadores e a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, esta sempre no exercício das funções relacionadas na Lei nº 10.480/2002, poderão apresentar proposta de arquivamento dirigida ao Superintendente Geral, ou relatório de acusação .

Nesta última hipótese, intimar-se-á o acusado para apresentação de defesa ou de proposta de celebração de compromisso, dando-se inicio ao processo administrativo sancionador propriamente dito. Caso não haja a celebração de compromisso, o Colegiado julgará o caso, podendo aplicar as penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

Das decisões do Colegiado da CVM no julgamento de infrações aos dispositivos da Lei 6.385/1976 e da Lei 6.404/1976, cabem recurso e reexame necessário ao CRSFN.

Termo de Compromisso: o art. 11, §5º, da Lei nº 6.385/1976 prevê que a CVM poderá, a seu exclusivo critério e se o interesse público assim o permitir, suspender processo administrativo instaurado para apuração de infrações aos dispositivos que disciplinam o mercado de capitais, em razão da celebração de compromisso com o administrado, investigado ou acusado, por meio do qual assuma a obrigação de (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela referida autarquia; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive com a indenização dos prejuízos. A celebração de referido compromisso entre administrado e CVM encontra-se disciplinada nos termos da Deliberação CVM nº 390, de 08 de maio de 2001, e suas alterações.

As obrigações descritas nos incisos I e II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 são inafastáveis, a que deve se subsumir a proposta apresentada pelo administrado. A celebração do referido compromisso pode se dar em qualquer fase de processo administrativo instaurado para a apuração dos fatos, desde que anterior ao julgamento do caso pelo Colegiado da CVM. O Comitê de Termo de Compromisso, integrado por Superintendentes da CVM aprecia a proposta de celebração de compromisso e emite parecer a respeito da *adequação, conveniência* e *oportunidade* em sua aceitação ou rejeição. Compete o Colegiado da CVM decidir acerca da celebração de referido compromisso, desde que presentes os requisitos dispostos na lei e nos atos normativos e que a medida se revele conveniente e oportuna. Note-se que o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/2001 prevê que, por ocasião da apreciação da proposta e da decisão acerca de sua aceitação ou rejeição, o Colegiado da CVM também se manifeste sobre a natureza e a

gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

Uma vez aprovada a celebração de compromisso pelo Colegiado da CVM, lavra-se termo, o qual será assinado pelo Presidente da CVM, pelos proponentes e por duas testemunhas. O termo é publicado no Diário Oficial da União, consubstanciando título executivo extrajudicial (§7º do art. 11 da Lei 6.385/1976).

Da leitura do disposto no §6º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, depreende-se que a proposta de celebração de compromisso ou sua efetivação não significam confissão da prática da infração administrativa objeto de apuração pelas Superintendências da CVM. Sendo assim, conforme o disposto no §8º do referido art. 11, o inadimplemento das obrigações constantes do termo invoca o retorno do curso regular do processo. Esta parece ser sua consequência na esfera administrativa.

Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Instância recursal: a Instrução CVM 461/2007 tratou deste instrumento na seção VIII de seu Capítulo VI, destinado ao mercado de bolsa[365]. A entidade administradora do mercado de bolsa deve manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores a reparação de danos decorrentes de ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, de seus administradores, empregados ou prepostos no que tange às negociações por eles intermediadas, realizadas na bolsa, ou aos serviços de custódia, sempre tendo em vista que o referido mecanismo somente é aplicável a casos de operações com valores mobiliários. Seus incisos trazem hipóteses similares àquelas previstas no art. 40 do Regulamento Anexo da Resolução CMN nº 2.690/2000, que disciplinou o fundo de garantia, com destaque para intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo BACEN e encerramento das atividades.

O recurso ao Fundo de Garantia era administrado pela bolsa de valores. A Instrução CVM 461/2007 previu que o mecanismo de ressarcimento de prejuízos pode ser mantido pela própria entidade administradora de mercado de bolsa ou por entidade constituída exclusivamente ou contratada para este mister. Compete à entidade administradora de mercado de bolsa baixar o regulamento para o funcionamento dos mecanismos de ressarcimento de prejuízos, em especial sobre a condução do processo e a competência para julgamento do pedido do investidor.

---

[365]Importante ressaltar que, nos termos do art. 108 da referida Instrução, a manutenção do mecanismo de ressarcimento de prejuízos é facultativa no âmbito de mercado de balcão organizado.

O investidor pode pleitear o ressarcimento por meio do referido mecanismo, independentemente de ter realizado qualquer medida judicial ou extrajudicial com o objetivo de obter a reparação do dano. O art. 80 da Instrução CVM 461/2007 dispõe que o prazo para fazê-lo é de 18 (dezoito) meses, contados da data da ocorrência da ação ou da omissão que tenha dado origem ao requerimento. O parágrafo único do mencionado art. 80 prevê que, em regra, o valor a ser proporcionado pelos recursos oriundos do mecanismo de ressarcimento de prejuízos está limitado a R$ 60.000,00 por investidor requerente, em cada ocorrência acima mencionada. Permitiu-se, porém, que a bolsa fixe quantias superiores em seus regulamentos.

A decisão, além do valor e das condições de pagamento da indenização, deverá indicar o responsável pelo prejuízo que ensejou o ressarcimento (art. 82, inciso III, da Instrução CVM nº 461/2007)[366]. Da decisão cabe recurso à CVM.

Comunicação a outros órgãos. Convênio: CVM solicita informações a outros órgãos para exercer o poder-dever de polícia sobre o mercado de capitais e também deve comunicá-los a respeito de irregularidades de sua competência, identificadas por ocasião de fiscalização do mercado de capitais. Neste sentido, o art. 28 da Lei nº 6.385/1976 dispôs que CVM, BACEN, PREVIC, Secretaria da Receita Federal - SRF e SUSEP devem manter um sistema de intercâmbio de informações.

A Lei Complementar 105/2001, que dispõe sobre o sigilo das operações das instituições financeiras, dispõe em seu art. 9º, §2º, que quando a CVM verificar, no exercício de suas atribuições, irregularidades ou ilícitos administrativos, inclusive indícios de sua prática, cuja apuração esteja sob a competência de outro órgão público, deverá comunicá-los a respeito, encaminhando-lhes os documentos pertinentes.

O art. 2º, §4º, do referido diploma legal prevê a possibilidade da CVM firmar convênio com outros órgãos públicos, fiscalizadores de instituições financeiras, objetivando a realização de fiscalizações conjuntas, respeitadas as respectivas

[366]A Instrução CVM nº 461/2007 dispõe expressamente que o debate sobre eventual direito de regresso em face da pessoa autorizada a operar e causadora do dano objeto da reclamação do investidor não obsta o ressarcimento deste nos prazos regulamentares. À época do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.690/2000, revelou-se crescente volume de ações ajuizadas especialmente por sociedades corretoras, com o objetivo de questionar a exigência de recomposição de recursos do Fundo de Garantia, e muitas vezes até mesmo obstá-la, não somente em face da então administradora do Fundo de Garantia, mas também em face do próprio investidor e da CVM. A Instrução CVM 461/2007 previu que a entidade administradora de mercado de bolsa comunicará de imediato o ajuizamento de referidas demandas à CVM, e informará a concessão de liminar ou antecipação da tutela, ainda que não vislumbre o propósito do autor de elidir sua responsabilidade. Trata-se de mecanismo voltado à garantia da celeridade que deve caracterizar os mecanismos de ressarcimento de prejuízos.

competências. No §5º do referido dispositivo, o legislador estabeleceu que a CVM deverá fornecer ao COAF as informações cadastrais e de movimento de valores referentes às operações previstas na Lei 9.613/1998.

Além dos convênios firmados pela CVM com BACEN, SRF, SUSEP, SPC, cumpre destacar aqueles firmados entre referida autarquia federal e Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL (Estabelecer mecanismos de cooperação técnica entre a CVM e a ANEEL, visando ao intercâmbio de informações sobre as atividades voltadas à regulação e à fiscalização econômica e financeira de empresas concessionárias e permissionárias de energia elétrica, bem como de outros agentes de infra-estrutura do setor), CADE (Estabelecimento de mecanismos de cooperação técnica, visando ao desenvolvimento e à implantação de sistemas de intercâmbio de informações, com o objetivo de viabilizar e promover as atividades de regulação e de fiscalização exercida pelas partes no âmbito de suas competências) e Ministério da Justiça (Cooperação técnica entre o Ministério da Justiça, por intermédio da Secretaria Nacional do Consumidor, e a CVM, com vistas a promover ações conjuntas para o intercâmbio de informações e o aprimoramento das atividades regulatórias, de fiscalização e de educação de investidores)[367].

Comunicação ao Ministério Público sobre indícios de crime. CVM na qualidade de assistente de acusação: nos termos do art. 12 da Lei nº 6.385/1976 e do art. 9º da Lei Complementar 105/2001, a CVM deverá comunicar ao Ministério Público os indícios de ocorrência de crime definido em lei como de ação penal pública, instruindo referida comunicação com os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. O §1º do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 atribui referida competência ao Presidente da CVM, permitida sua delegação, bem como estabelece a prévia manifestação do órgão de execução da PGF.

O art. 26 da Lei 7.492/1986 prevê que, em se tratando de crime contra o sistema financeiro, será admitida a assistência da CVM na ação penal, nos casos em que o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização.

Convênios com órgãos reguladores estrangeiros. Participação m organizações internacionais: O art. 10 da Lei nº 6.385/1976 prevê a possibilidade da CVM celebrar convênio com órgãos similares de outros países ou com entidades internacionais, para

[367]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Convênios. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jan. 2013.

assistência e cooperação na condução de apuração de condutas que violem normas atinentes ao mercado de capitais, ocorridas no País e no exterior[368].

O art. 2º, §4º, da Lei Complementar 105/2001, também atribui competência à CVM para celebrar convênios com entidades fiscalizadores de outros países, para alcançar os seguintes objetivos: *a fiscalização de filiais e subsidiárias de instituições financeiras estrangeiras, em funcionamento no Brasil e de filiais e subsidiárias, no exterior, de instituições financeiras brasileiras* e *a cooperação mútua e o intercâmbio de informações para a investigação de atividades ou operações que impliquem aplicação, negociação, ocultação ou transferência de ativos financeiros e de valores mobiliários relacionados com a prática de condutas ilícitas* .

A CVM celebrou acordo bilateral ou memorando de entendimentos para cooperação técnica e troca de informações com autoridades reguladoras de mais de 20 (vinte) países; tendo firmado também acordos multilaterais, e também participa de organizações internacionais, ao lado de autoridades reguladoras do mercado de capitais de outros países.

***Amicus curiae*:** o art. 31 da Lei 6.385/1976 dispõe sobre a atuação da CVM, na qualidade de amicus curiae , em processos judiciais que tenham por objeto matéria inserta em sua competência.

Nos termos do §1º do art. 31 da Lei nº 6.385/1976, a CVM deverá ser intimada após a apresentação da contestação pelo réu. Observe-se que a apresentação de parecer pela CVM não se faz obrigatória. Por requerer imparcialidade, a atuação em tal qualidade não é encetada quando esta qualidade lhe for suprimida. Por exemplo, na hipótese em que a CVM figura como ré em autos judiciais nos quais se debatem os mesmos fatos, apresentando-se notória a ausência de imparcialidade, não haverá emissão de parecer. Se no curso de processo administrativo, sancionador ou não, em que figure como interessado o autor ou o réu da ação judicial na qual se pretende a manifestação da autarquia na qualidade de *amicus curiae*, o Colegiado da CVM já apresentou sua manifestação conclusiva sobre referidos fatos, em regra, encaminham-se ao Poder Judiciário as referidas decisões administrativas, bem como informações acerca de seu cumprimento.

---

[368] A este respeito, leia-se o disposto no art. 9 , 6 , da referida lei: *§6º A Comissão de Valores Mobiliários será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I – seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II – os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional* .

Finalmente, apesar da polêmica acerca da ocorrência de modificação de competência para apreciar e julgar o feito e do momento em que esta deveria ocorrer, observa-se a corrente atuação da CVM na qualidade de *amicus curiae* em autos de processos que tramitam perante a Justiça Estadual, sem que isso tenha significado a modificação da competência para a Justiça Federal. Há que se considerar, porém, que raros são os casos de recurso interposto pela autarquia a desafiar de forma mais direta debate acerca da constitucionalidade de tal procedimento, mesmo em razão da restrição constante do próprio §3º do art. 31 da Lei nº 6.385/1976, que parece traçar hipótese de legitimidade recursal *subsidiária*, diversa da prevista na Lei nº 9.469/1997.

Execução fiscal. Protesto: as multas cominatórias e as multas impostas pela CVM no âmbito de processo administrativo sancionador devem ser recolhidas pelos administrados, cumprindo-se, assim, as funções intimidadora e exemplar[369] pertinentes às sanções administrativas no âmbito da regulação do mercado de capitais.

Contudo, sempre que se verificar o inadimplemento pelo administrado da sanção administrativa pecuniária, caberá a inscrição do respectivo crédito não-tributário na Dívida Ativa da CVM, pelo Procurador Federal responsável pelo controle de legalidade e apuração da liquidez e certeza, nos termos do art. 2º, §3º, da Lei 6.830/80, com a extração da respectiva Certidão de Dívida Ativa (CDA), que constitui título executivo extrajudicial a teor do art. 585, VII, do Código de Processo Civil (CPC), e posterior ajuizamento da ação de execução fiscal, cujo rito está previsto na referida Lei 6.830/80.

Ressalte-se que o processo de execução fiscal, originalmente concebido para ser um mecanismo célere e simplificado para a cobrança dos créditos fiscais da Fazenda Pública, na prática, tem demonstrado ser um instrumento moroso e pouco efetivo[370] no que tange à plena e eficaz satisfação dos créditos tributários e não-tributários, inclusive aqueles decorrentes de multas administrativas impostas por entidades reguladoras e fiscalizadoras, com sérios riscos à eficácia desse específico instrumento regulatório e da própria ação regulatória e fiscalizatória exercida por tais entidades[371].

---

[369]BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. op. cit., p. 818.

[370]A propósito do Custo Unitário do Processo de Execução Fiscal na Justiça Federal , impende citar o recente Comunicado IPEA nº 83/2011, de 31 de março de 2011, o qual revela que ...o tempo médio total de tramitação do processo de execução fiscal na Justiça Federal é de 8 anos, 2 meses e 9 dias , a um custo médio total de R$ 4.368,00. IPEA. Comunicados do IPEA, n. 83, mar. 2011. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/comunicado/110331_comunicadoipea83.pdf> acesso: 09 out. 2012.

[371]Vide Acórdão TCU 482/2012 – Plenário. Sumário: RELAT RIO DE MONITORAMENTO. ARRECADAÇÃO DE MULTAS ADMINISTRATIVAS APLICADAS POR ÓRGÃOS E ENTIDADES

Irrompe nesse cenário indelevelmente marcado por morosidade e pouca efetividade do referido mecanismo judicial de cobrança (execução fiscal), o protesto extrajudicial da CDA perante o Tabelionato de Protesto de Títulos do domicílio do devedor, conforme previsão expressa no novel parágrafo único do art. 1º da Lei 9.492/1997, acrescentado pela Lei 12.767/2012, como mecanismo extrajudicial, célere e eficaz para o adimplemento dos créditos fiscais da Fazenda Pública, a encarecer a efetividade do instrumento regulatório concernente às sanções pecuniárias (multas repressivas e cominatórias) impostas pela CVM aos participantes do mercado de valores mobiliários, com o que se reforça a autoridade do regulador perante os agentes regulados[372].

Ação coletiva e termo de ajustamento de conduta: instrumentos para a tutela coletiva de interesses transindividuais, disciplinados pelas Leis nº 7.347, de 24 de julho de 1985, 7.913, de 07 de dezembro de 1989, e 8.078, de 11 de setembro de 1990, utilizados pela CVM para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, sob a concepção de que a eficiência do mercado de capitais está relacionada à existência de leis e à efetividade destas, quer por seu cumprimento espontâneo, muitas vezes fundado em motivação reputacional, quer pelo funcionamento das instituições (entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado de capitais), e também da jurisdição estatal, por sua característica da *substitutividade*.

FEDERAIS. BAIXOS PERCENTUAIS DE ARRECADAÇÃO DE MULTAS, DE INSCRIÇÃO DE INADIMPLENTES NO CADIN E DE AJUIZAMENTO DE COBRANÇAS JUDICIAIS DAS MULTAS. RISCO DE PRESCRIÇÃO DOS CRÉDITOS. REDUÇÃO DA EFICÁCIA DA AÇÃO DE CONTROLE A CARGO DAS ENTIDADES E ÓRGÃOS ANALISADOS. NECESSIDADE DE NOVAS FISCALIZAÇÕES DESTE TRIBUNAL NA ÁREA EM DESTAQUE. DETERMINAÇÕES. OITIVA DE PARTE DAS ENTIDADES. ADOÇÃO DE MEDIDAS DE APERFEIÇOAMENTO DA ARRECADAÇÃO DE MULTAS. NOVAS DETERMINAÇÕES ÀS ENTIDADES FISCALIZADAS. ACOMPANHAMENTO DA MATÉRIA NOS PRÓXIMOS 5 EXERCÍCIOS, MEDIANTE OS RESPECTIVOS RELATÓRIOS ANUAIS DE GESTÃO. APRIMORAMENTOS NO CADIN. PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DA DN-TCU 45/2002, PARA QUE A INSCRIÇÃO NO CADIN DOS INADIMPLENTES POR MULTAS APLICADAS PELO TCU PASSE A SER REALIZADA PELA ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO-AGU. ENVIO DE C PIAS (TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIAO. Plenário. Acórdão TCU 482/2012. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Disponível em: <http://contas.tcu.gov.br/portaltextual/MostraDocumento?lnk=%28AC-0482-07/12-P%29%5bnumd%5d%5bB001,B002,B012%5d>. Acesso em: 21 jan. 2013).

[372]Cf. BALASSIANO, Luis Alberto Lichtenstein. *Efetividade das sanções pecuniárias impostas por entidades reguladoras*: o protesto extrajudicial da dívida ativa. 2012: Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação em Direito do Estado e da Regulação). Escola de Direito do Rio de Janeiro - FGV DIREITO RIO - Fundação Getúlio Vargas, 2012.

3.3.2. Por indução

A intervenção por indução pode se dar por mecanismos fiscais, a envolver o fenômeno da *extrafiscalidade*, mais precisamente o emprego de tributos com finalidade extrafiscal, situação em que a arrecadação de receitas para o Estado não é o fator preponderante no exercício da competência tributária, o qual visará ao atingimento de outros objetivos de índole econômica e social, o que pode ser alcançado por meio de normas tributárias indutoras de determinados comportamentos.

Alfredo Augusto Becker ressalta: A principal finalidade de muitos tributos ... não será a de um instrumento de *arrecadação* de recursos para o custeio das despesas públicas, mas de um instrumento de *intervenção* estatal no meio social e na economia privada [373].

Destarte, a indução pelo Estado de determinados comportamentos por agentes econômicos pode ser instrumentada por meio de incentivos fiscais, como as isenções tributárias totais ou parciais (v. g. reduções de alíquotas) em relação a determinadas atividades que o Estado pretende estimular, as quais acabam por receber um tratamento tributário favorecido, ou ainda as renúncias de receitas, com o reinvestimento dos respectivos valores abdicados no setor produtivo, tal como se verifica nos programas de desenvolvimento regionais no âmbito da Política Nacional de Desenvolvimento Regional - PNDR, instituída pelo Decreto 6.047, de 22 de fevereiro de 2007.

As técnicas de fomento relacionadas a incentivos fiscais[374] foram amplamente utilizadas a partir da década de 1960, voltadas à modernização do mercado de capitais, medida identificada à época como necessária à expansão da infraestrutura no País, tendo sido inserida no PAEG com o objetivo de estimular a aplicação da poupança privada naquele mercado. O estudo da legislação aplicável à época revela que referidos incentivos fiscais não se destinavam apenas ao fomento do próprio mercado de capitais, mas aliado a este objetivo, também integraram conjunto de medidas talhadas pelo Estado para o desenvolvimento setorial e regional, como empresas industriais e agrícolas consideradas de interesse para o desenvolvimento econômico do Nordeste ou da Amazônia.

---

[373]BECKER, Alfredo Augusto. *Teoria geral do direito tributário*. 5. ed. São Paulo: Noeses, 2010. p. 629.
[374]Vide Capítulo 1: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, p. 72-103.

Identifica-se, assim, o manejo de instrumentos de cunho fiscal pelo Estado, muitas vezes de forma integrada, para a consecução de *distintos objetivos*. A combinação de uma ou mais técnicas indutivas para o atendimento de um ou mais objetivos não é estranha aos planos estatais para desenvolvimento econômico. A ênfase em tal distinção que ora se apõe advém de sua utilidade para a análise crítica acerca desta forma de atuação estatal *sobre* o mercado de capitais, a ser realizada no Capítulo 4.

Pode-se vislumbrar a utilização das técnicas indutivas da seara tributária sob outro prisma no que tange ao *objetivo* de ordenação e fomento do mercado de capitais. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira[375] indicam a coordenação das diversas incidências tributárias sobre rendimento de papéis negociados no mercado entre as identificadas como necessárias à modernização do mercado de capitais brasileiro à época da edição da Lei 4.728/1965. Da comparação entre as *distintas técnicas indutivas* emerge o aspecto *qualitativo* da atuação estatal *sobre* o mercado de capitais, qual seja, o planejamento.

A mais conhecida medida indutiva relacionada a incentivos fiscais daquela época foi instituída pelo Decreto 157/1967, por meio do qual foi facultada às pessoas físicas e jurídicas a aplicação de percentual do valor a ser pago a título de imposto sobre a renda no exercício de 1967 na aquisição de certificados de compra de ações, os quais eram vendidos por bancos de investimento, por sociedades de crédito, financiamento e investimento, e também por sociedades corretoras. Estes recursos seriam vertidos, posteriormente, nas sociedades anônimas exclusivamente para subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações, e tais sociedades anônimas deveriam empregar este recurso como capital de giro, pelo prazo de 03 (três) anos. Realizava-se a versão destes recursos às sociedades anônimas por meio de fundos de investimento, que ficaram conhecidos popularmente como Fundos 157 . Foi a solução encontrada para a crise de liquidez que tais sociedades enfrentavam naquele ano.

Mais uma vez, recorre-se a Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira[376], na tentativa de apreender os reflexos da adoção de tal técnica indutiva sobre o mercado de capitais. Explicam os autores que os contribuintes valeram-se da opção pela aplicação de recursos por meio dos Fundos 157, o que ensejou uma maior demanda por ações. Porém, a necessidade de honrar os pedidos de resgate de cotas, levava à venda dos valores

[375]LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. op. cit., v.1, p. 123.
[376]Id. Ibid., v.1, p. 126.

mobiliários integrantes das carteiras de tais fundos. A análise de tais mecanismos auxilia na compreensão do comportamento do mercado nos anos que se seguiram, que culminou no período de euforia, seguido da gravíssima crise, a debaclè do mercado ocorrida em junho de 1971.

A atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais por indução retorna fortemente em 1986, já sob a égide da Lei 6.385/1976 e da Lei 6.404/1976. Em 21 de novembro daquele ano, por meio do Decreto-Lei nº 2.298, disciplinou-se o mercado de títulos e valores mobiliários incentivados . Atribuiu-se competência à CVM para fiscalizar e disciplinar as denominada sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais para a aplicação em participações societárias; bem como para regulamentar a negociação e a intermediação de títulos e valores mobiliários, emitidos pelas mencionadas sociedades.

Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn explicam:

> A idéia central é o desenvolvimento do mercado acionário e a aplicação da poupança nos Estados menos desenvolvidos da federação. Neste sistema o investidor (pessoa jurídica) pode optar pelo incentivo fiscal, recebendo um certificado de investimento (CI) com o que passa a ser cotista do fundo no valor correspondente à porcentagem do seu imposto de renda, cujo investimento foi autorizado. Na hipótese de cuidar-se de companhia fechada esta deve fazer um registro especial, simplificado, perante a CVM, com o que lhe é permitido o recurso à negociação em bolsa destes títulos [377].

Em 08 de dezembro de 1988, foi expedida a Instrução CVM nº 92, para disciplinar o referido mercado de títulos e valores mobiliários incentivados , especialmente traçar-lhe as regras de registro das denominadas companhias incentivadas junto à CVM e, assim, a contrapartida informacional exigida.

Da leitura da Nota Explicativa da Instrução CVM nº 92/1988[378], depreende-se que a criação do referido mercado de títulos e valores mobiliários incentivados atendia a dois objetivos: *propiciar o desenvolvimento econômico de regiões e setores, relativamente carentes* ; e *promover o fortalecimento do mercado de valores mobiliários daquelas regiões e setores, mediante a capitalização e a dispersão do capital das sociedades*

---

[377]FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II. Sociedade anônima. Mercado de valores mobiliários*. 2. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2009. p. 104.

[378]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Nota Explicativa da Instrução CVM nº 92/1988. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013. A Instrução CVM 92/1988 foi alterada pela Instrução CVM 265/1997.

beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais . Assim, buscou-se implementar uma *nova sistemática intermediária, abrangendo as chamadas 'companhias entre-abertas'* para criar um *mercado de acesso* , ou um início de integração, para as sociedades beneficiárias de recursos incentivados ainda organizadas sob a forma de companhias fechadas.

Nos termos de seu art. 1°, a disciplina delineada na Instrução CVM 92/1988 aplicava-se às sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais previstos no Decreto-lei 1.376, de 12 de dezembro de 1974, disciplinadas e fiscalizadas de acordo com o Decreto-lei nº 2.298, de 21 de novembro de 1986, e às sociedades que receberam recursos nos termos da legislação referida nas alíneas a a e e g do parágrafo único do artigo 1º do Decreto-lei nº 1.376/74. O art. 2° estabeleceu a obrigatoriedade das sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais realizarem o devido registro junto à CVM[379], sujeitando-se aos deveres previstos no regime informacional ali delineado, e ressaltou: 1 O registro não implica, por parte da CVM, julgamento sobre a qualidade da sociedade emissora, ou garantia de veracidade das informações prestadas, as quais são de responsabilidade de seus administradores ; e Art. 25. A sociedade registrada nos termos desta Instrução não será considerada companhia aberta .

O concurso de ao menos *dois objetivos distintos* na adoção da norma indutiva resta evidenciado nos arts. 26 a 27 da Instrução CVM 92/1988[380]. Buscava-se ampliar o acesso ao mercado de capitais com a criação de uma espécie de segmento inicial , propiciando posterior transposição de tais sociedades a padrão informacional mais elevado por meio do registro de companhia aberta, fomentando também o volume de negociação

---

[379] A referida Instrução CVM previu duas hipóteses de dispensa de registro, a saber: (i) mediante comprovação de a totalidade das ações emitidas pelas sociedades pertencer aos controladores (artigo 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976); e (ii) se, atendidos os requisitos constantes do item XXIX da Instrução CVM nº 3, de 17 de agosto de 1978, os acionistas controladores se comprometerem a efetuar oferta pública de aquisição de totalidade das ações detidas por outros acionistas, nos termos do item XXX da referida Instrução.

[380] Art. 26. O registro previsto nesta Instrução deverá ser pleiteado previamente à liberação de recursos pelas agências de desenvolvimento regional ou setorial ou à subscrição dos valores mobiliários pelos bancos operadores.
Parágrafo único. As sociedades sujeitas ao regime desta Instrução que, nesta data, já tiverem se beneficiado de recursos oriundos de incentivos fiscais, inclusive aquelas que já têm o registro simplificado, deverão pleitear seu registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, no máximo, em 180 (cento e oitenta) dias após a data de publicação desta Instrução no Diário Oficial da União.
Art. 27. A sociedade beneficiária de recursos oriundos de incentivos fiscais de incentivos fiscais que não pleitear seu registro nos prazos fixados no artigo 24 desta Instrução estará sujeita à multa diária no valor máximo previsto em lei, sem prejuízo da responsabilidade de seus administradores, nos termos do Decreto-lei nº 2.298/86 e das penalidades a serem aplicadas pelas agências de desenvolvimento regional ou setorial e pelos bancos operadores .

neste âmbito; e contribuir para o aumento do controle da aplicação dos recursos públicos, oriundos dos incentivos fiscais, destinados às atividades econômicas desenvolvidas por tais sociedades, identificadas como relevantes para o desenvolvimento de um setor (informática, turismo, agropecuária) ou determinada região do país, mediante mecanismo do registro junto à CVM e sua necessária contrapartida na forma de assunção de deveres informacionais, entre os quais a auditoria independente de demonstrações financeiras, bem como mediante a utilização da *expertise* da CVM na fiscalização de companhias abertas[381].

---

[381]Conforme Ata da Sessão de julgamento do processo administrativo sancionador CVM TA-RJ2001/11949, realizada em 06 de dezembro de 2005, ... a CVM foi informada pela Procuradoria da República no Estado do Pará acerca da propositura de uma ação civil pública por conta da malversação de recursos públicos oriundos do Fundo de Investimento da Amazônia – FINAM. No polo passivo da ação civil pública encontrava-se o Sr.[...], auditor independente credenciado nesta Autarquia, que conferiu e deu como corretos todos os elementos contábeis cuja falsidade foi demonstrada nas provas carreadas naquela ação. O referido auditor independente era, ao mesmo tempo, responsável pelo controle externo das contas de, ao menos, quatro empresas arroladas na citada ação judicial, a saber: [...] Ressaltou-se, ainda, que o Sr. [...] era também auditor da empresa [...], que era ré numa outra ação civil pública. [...]

Diante das informações prestadas e dos fatos narrados na ação civil, foi realizada, no período de 17.05 a 19.12.2000, inspeção no escritório do Sr. [...], bem como em diversas empresas incentivadas, com o fim de verificar os papéis de trabalho do Auditor Independente e os dados contábeis daquelas empresas.

As informações e dados colhidos na inspeção encontram-se consolidadas no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº 026/2000 (fls. 66-106).

Com relação às empresas incentivadas, os inspetores desta Autarquia concluíram que as demonstrações contábeis não refletiam adequadamente a situação econômico-financeira, por conta dos seguintes principais problemas: (i) acionistas, subscrições, integralizações e suprimentos de caixa fictícios; (ii) desvios de recursos públicos; e (iii) inidoneidade de documentos essenciais à correta contabilização dos atos e fatos daquelas empresas, tais como: atas de assembléias, extratos bancários e notas fiscais de aquisição de mercadorias e serviços.

Já com relação ao auditor independente, Sr. [...], foi aberto termo de Acusação para apurar as irregularidades, no âmbito do Processo CVM RJ 2001/7761, cujo julgamento pelo Colegiado foi realizado em 24.04.2002, tendo sido aplicada a penalidade de inabilitação temporária pelo período de dois anos. Ressalto que o indiciado apresentou recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional que, em sessão realizada em 25.02.2005 (sessão nº 246), manteve a decisão desta Autarquia. [...]

Por conta das informações e irregularidades apontadas no Relatório de Inspeção, a SEP apresentou o Termo de Acusação (fls. 229-236) referente aos administradores e acionistas controladores das empresas incentivadas, entendendo restar caracterizadas as seguintes irregularidades: (i) desvio de recursos da companhia em benefício de terceiros; (ii) existência de lançamentos contábeis fictícios ou baseados em documentação inidônea; e (iii) abuso de poder de controle.

A SEP também destacou que: (i) esse processo originou-se do Processo CVM nº 2000/0342, que o acompanha; e (ii) as últimas informações enviadas pelas companhias à CVM se referem ao exercício de 1995. ... .

Ementa: Desvio de recursos de companhias incentivadas em benefício de terceiros e existência de lançamentos contábeis fictícios ou baseados em documentação inidônea, caracterizando infração ao disposto no art. 153, bem como à alínea "a" do art. 154 da Lei nº 6.404/76. Absolvição e Multa.

- Abuso de poder de controle conforme caracterizado na alínea "c" do § 1º do art. 117 da Lei nº 6.404/76. Absolvição.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, nos termos do disposto no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos decidiu: [...]

Condenar os seguintes indiciados por infração aos artigos 153 e 154, §2º, alínea "a" da Lei nº 6.404/76, por entender que suas participações nas irregularidades comentadas nas respectivas companhias incentivadas restaram comprovadas nos autos: ... (COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Ata da sessão de julgamento. PAS TA-RJ2001/11949. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013).

A análise crítica acerca da interação de *duas formas distintas* de atuação estatal *sobre* o mercado de capitais (por direção; e por indução), bem como a interação de ao menos *dois objetivos* distintos nesta empreitada (desenvolvimento do mercado de capitais; desenvolvimento setorial e regional), inclusive com a versão de recursos públicos, será realizada no Capítulo 4, sob uma perspectiva dinâmica.

Suficiente, por ora, fazer referência ao Relatório Anual da CVM de 2011 [382], no qual a Superintendência de Relações com Empresas da CVM informa que em 2011 havia 893 (oitocentas e noventa e três) companhias incentivadas com o registro suspenso[383] junto à autarquia, ante 110 (cento e dez) em situação regular. Desta feita, em 2011 foi alterada a Instrução CVM 427/2006, para prever o cancelamento do registro de companhia incentivada pela CVM nas hipóteses em que a companhia esteja com seu registro suspenso por prazo superior a 12 (doze) meses. Esclareça-se que a suspensão e o cancelamento do registro de companhia incentivada junto à CVM não significa a impossibilidade de apuração da responsabilidade administrativa de seus administradores e acionistas pelas infrações aos dispositivos legais e normativos mencionados, por meio de processo administrativo sancionador.

Finalmente, a atuação do Estado sobre o mercado de capitais por normas de indução pode se realizar por outros mecanismos, distintos das modalidades de incentivo fiscal. Retome-se o exemplo da desafetação da poupança compulsória do FGTS exclusivamente para versão de recursos no financiamento da atividade produtiva via mercado de capitais, realizada à época das privatizações encetadas na década de 1990, como meio de pulverizar ações de emissão da PETROBRÁS e da Companhia Vale do Rio Doce de titularidade da União Federal e do BNDES, mediante a instituição dos fundos de investimento na modalidade Fundo Mútuo de Privatização – FGTS[384].

A necessidade de se considerar as finalidades delineadas na criação do FGTS, o desenvolvimento da indústria de fundos de investimento no País e a incidência de sérias dúvidas acerca do real aptidão desta modalidade de investimento em exercer verdadeiro mecanismo de acesso ao mercado de capitais, e da possibilidade de criação de demanda artificial, mostram-se possíveis fatores para que a versão da poupança compulsória dos

---

[382]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Relatório Anual 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jan. 2013.

[383]Dispõe a Instrução CVM 427/2006: Art. 3º A suspensão do registro de companhia incentivada será efetivada pela Superintendência de Relações com Empresas quando a companhia estiver há mais de 3 (três) anos em atraso com a obrigação de prestar informações à CVM .

[384]Vide 3.1.1. Planejamento, supra, p. 139-141.

trabalhadores no mercado de capitais ficasse restrita a instituto encetado apenas naquele programa de desestatização.

3.4. Atuação do Estado *no* mercado de capitais: agente econômico

Retoma-se o esforço de sistematização das formas de atuação do Estado no mercado de capitais, especificamente da atuação *no* domínio econômico.

A observação do mercado de capitais brasileiro revela a constante presença do Estado, que atua sob *diversas formas* (por exemplo: acionista controlador de companhia aberta; sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, por exemplo, bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; cotista de fundo de investimento; entidade patrocinadora de fundos de pensão, relevantes investidores institucionais neste mercado), valendo-se das distintas *funções do mercado de capitais* (captação de recursos junto ao público investidor para financiamento de dada atividade; a administração de riscos; elevação de padrões de transparência e de governança).

Retoma-se também a classificação das formas de atuação estatal no processo econômico adotada no presente trabalho. A leitura da CRFB revela as seguintes formas de *intervenção do Estado no domínio econômico*: exploração de atividade em sentido estrito em regime de monopólio (art. 177, em especial seu inciso V); exploração direta de atividade econômica em sentido estrito, estritamente em razão de imperativos da segurança nacional ou de relevante interesse coletivo (art. 173); e como agente normativo e regulador da atividade econômica em sentido lato, exercendo funções de fiscalização e de incentivo (art. 174).

Conforme explica Eros Roberto Grau, a atuação do Estado na atividade econômica em sentido estrito (intervenção do Estado na atividade econômica) pode se dar por participação do Estado *no* domínio econômico, como agente econômico (nas modalidades intervenção por absorção ou intervenção por participação), ou *sobre* o domínio econômico, hipótese na qual o Estado atua como agente regulador (intervenção por direção ou intervenção por indução).

A intervenção do Estado *sobre* o domínio econômico, especialmente a modalidade intervenção por direção , é o objeto mais comum dos estudos acerca do mercado de capitais. Porém, tendo em vista a constatação de que o Estado agente econômico está a participar das inovações financeiras e da formação de modelos de comportamentos dos quais podem emergir as *normas endógenas* que integram e conformam a *ordem jurídica do mercado*, há que se compreender sua cada vez mais constante atuação *no* mercado de capitais.

De fato, o Estado busca *no* mercado de capitais os instrumentos de captação de recursos junto à poupança popular, de administração de riscos, bem como busca espraiar padrões mais elevados de transparência e governança que se formam neste mercado, a outras *ordens*. Objetiva compor recursos públicos e recursos privados no desenvolvimento da infraestrutura no País, ou para a prestação de serviços públicos.

Vale-se dos instrumentos de mercado de capitais para a consecução de finalidades constitucionalmente identificadas como relevantes para a sociedade, como a diversificação dos riscos e o incremento da rentabilidade, imprescindíveis ao regime de previdência privada de caráter complementar disciplinado no art. 40, §§ 14 a 16, e art. 202, ambos da CRFB.

Está a se falar das entidades de fechadas de previdência complementar (os denominados fundos de pensão [385]), relevantes investidores institucionais no mercado de

---

[385] As entidades fechadas de previdência complementar, mais conhecidas como fundos de pensão , são pessoas jurídicas de direito privado, disciplinadas pela Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001, a qual, com fundamento no disposto no art. 202 da CRFB, instituiu o regime de previdência privada, de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, facultativo, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício. Submetem-se à regulação da PREVIC.

Os planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar podem ser instituídos por patrocinadora ou instituidora e se destinam (i) aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e (ii) aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores.

As entidades fechadas deverão manter estrutura mínima composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria-executiva. O estatuto deverá prever representação dos participantes e assistidos nos conselhos deliberativo e fiscal, assegurado a eles no mínimo um terço das vagas. Na composição dos conselhos deliberativo e fiscal das entidades qualificadas como multipatrocinadas, deverá ser considerado o número de participantes vinculados a cada patrocinador ou instituidor, bem como o montante dos respectivos patrimônios.

As entidades devem realizar reservas técnicas, provisões e fundos voltados ao pagamento dos benefícios. A aplicação de referidos recursos deve seguir as normas expedidas pelo CMN. As entidades fechadas não poderão solicitar concordata e não estão sujeitas a falência, mas somente a intervenção e liquidação extrajudiciais.

Dispõe o art. 64 da Lei Complementar 109/2001 que o ... órgão fiscalizador competente, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários ou a Secretaria da Receita Federal, constatando a

capitais brasileiro, e mais especificamente da União Federal, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e empresas controladas direta ou indiretamente, na qualidade de patrocinadoras destas entidades fechadas de previdência complementar[386].

---

existência de práticas irregulares ou indícios de crimes em entidades de previdência complementar, noticiará ao Ministério Público, enviando-lhe os documentos comprobatórios .

[386] Aos fundos de pensão patrocinados pelo Poder Público também se aplica o disposto na Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, disciplina a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, inclusive suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e empresas controladas direta ou indiretamente, enquanto patrocinadores de entidades fechadas de previdência complementar, e suas respectivas entidades fechadas, as quais estão sujeitas à regulação pela PREVIC.

Nos termo de seu art. 5°, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, suas autarquias, fundações, empresas públicas, sociedades de economia mista e outras entidades públicas o aporte de recursos a entidades de previdência privada de caráter complementar, salvo na condição de patrocinador.

O custeio dos planos de benefícios será responsabilidade do patrocinador e dos participantes, inclusive assistidos.

A entidade de previdência complementar patrocinadas pelo Poder Público e por suas empresas tem a seguinte estrutura organizacional: (i) o conselho deliberativo, órgão máximo, é responsável pela definição da política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios; (ii) conselho fiscal; e (iii) diretoria-executiva é o órgão responsável pela administração da entidade.

O conselho deliberativo, integrado por no máximo seis membros, tem representação paritária de participantes e assistidos e dos patrocinadores, cabendo a estes indicação do conselheiro presidente, que terá, além do seu, o voto de qualidade. Igualmente o conselho fiscal, integrado por no máximo quatro membros, é órgão de representação paritária entre patrocinadores e participantes e assistidos, cabendo a estes a indicação do conselheiro presidente, que terá, além do seu, o voto de qualidade.

Nos termos do art. 40, §§ 14 a 16, da CRFB, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, poderão instituir regime de previdência complementar para os seus respectivos servidores titulares de cargo efetivo, por lei de iniciativa do respectivo Poder Executivo, observado o disposto no art. 202 e seus parágrafos da CRFB. Ainda segundo o art. 40 da CRFB, o regime de previdência do setor público deverá prever a existência de entidades fechadas de previdência complementar, de natureza pública, que oferecerão aos respectivos participantes planos de benefícios somente na modalidade de contribuição definida.

Nos termos da Lei 12.618, de 30 de abril de 2012, foi instituído o regime de previdência complementar a que se referem os mencionados dispositivos da CRFB para os servidores públicos titulares de cargo efetivo da União, suas autarquias e fundações, inclusive para os membros do Poder Judiciário, do Ministério Público da União e do Tribunal de Contas da União. Os servidores e os membros dos referidos Poderes que tenham ingressado no serviço público até a data anterior ao início da vigência do regime de previdência complementar poderão, mediante prévia e expressa opção, aderir ao regime de que trata este artigo, observado o disposto no art. 3º desta Lei.

A lei assim definiu: (i) patrocinador: a União, suas autarquias e fundações; (ii) participante: o servidor público titular de cargo efetivo da União, inclusive o membro do Poder Judiciário, do Ministério Público e do Tribunal de Contas da União, que aderir aos planos de benefícios administrados pelas entidades; e (iii) assistido: o participante ou o seu beneficiário em gozo de benefício de prestação continuada.

A União foi autorizada a criar as seguintes entidades fechadas de previdência complementar, com a finalidade de administrar e executar planos de benefícios de caráter previdenciário nos termos das Leis Complementares nºs 108 e 109, de 29 de maio de 2001: (i) a Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (Funpresp-Exe), para os servidores públicos titulares de cargo efetivo do Poder Executivo, por meio de ato do Presidente da República; (ii) a Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (Funpresp-Leg), para os servidores públicos titulares de cargo efetivo do Poder Legislativo e do Tribunal de Contas da União e para os membros deste Tribunal, por meio de ato conjunto dos Presidentes da Câmara dos Deputados e do Senado Federal; e (iii) a Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (Funpresp-Jud), para os servidores públicos titulares de cargo efetivo e para os membros do Poder Judiciário, por meio de ato do Presidente do Supremo Tribunal Federal; todas estruturadas na forma

O mercado de capitais é um dos âmbitos em que a União Federal atua na condução das reservas nacionais para a implementação das políticas fiscal e monetária, por meio de fundo soberano, o FSB. Certamente, esta modalidade de atuação estatal no mercado de capitais releva à sociedade.

O manejo dos recursos petrolíferos nacionais está a cargo da PETROBRAS, sociedade de economia mista sob controle da União Federal, que também se caracteriza por ser uma das companhias abertas mais relevantes no mercado de capitais brasileiro.

A ELETROBRAS, sociedade de economia mista aberta sob o controle da União Federal, toma parte relevante na prestação do serviço público e a formatação do setor elétrico brasileiro.

Portanto, pode-se afirmar que a compreensão dos fundamentos constitucionais e legais da atuação do Estado agente econômico no mercado de capitais é relevante não somente para o estudo jurídico desta específica *ordem*, mas também contribui para a formulação de mecanismos de controle da atividade estatal pela sociedade.

---

de fundação, de natureza pública, com personalidade jurídica de direito privado, que ostestam autonomia administrativa, financeira e gerencial, com sede e foro no Distrito Federal.
A estrutura organizacional das entidades é composta de (i) conselho deliberativo, (ii) conselho fiscal; e (iii) diretoria executiva, observadas as disposições da Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001. Os Conselhos Deliberativos terão composição paritária e cada um será integrado por 6 (seis) membros; os Conselhos Fiscais terão composição paritária e cada um deles será integrado por 4 (quatro) membros, sempre designados pelos Presidentes da República e do Supremo Tribunal Federal e por ato conjunto dos Presidentes da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, respectivamente. A presidência dos conselhos deliberativos é exercida pelos membros indicados pelos patrocinadores, na forma prevista no estatuto das entidades fechadas de previdência complementar. Já a presidência dos conselhos fiscais é exercida pelos membros indicados pelos participantes e assistidos, na forma prevista no estatuto das entidades fechadas de previdência complementar. As diretorias executivas são compostas, no máximo, por 4 (quatro) membros, nomeados pelos conselhos deliberativos das entidades fechadas de previdência complementar.
Os planos de benefícios da Funpresp-Exe, da Funpresp-Leg e da Funpresp-Jud serão estruturados na modalidade de contribuição definida, nos termos da regulamentação estabelecida pelo órgão regulador das entidades fechadas de previdência complementar, e financiados de acordo com os planos de custeio definidos nos termos do art. 18 da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, observadas as demais disposições da Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001.
A aplicação dos recursos garantidores correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos dos planos de benefícios da Funpresp-Exe, da Funpresp-Leg e da Funpresp-Jud deve atender às diretrizes e aos limites prudenciais estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Já a gestão dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas referidas entidades pode ser realizada por meio de carteira própria, carteira administrada ou fundos de investimento. Para a gestão dos recursos garantidores somente pode ser realizada por instituições, administradores de carteiras ou fundos de investimento que estejam autorizados e registrados junto à CVM. Essa contratação deve ser feita por licitação.
As contribuições do patrocinador e do participante incidirão sobre a parcela da base de contribuição que exceder o limite máximo a que se refere o art. 3º da referida lei, observado o disposto no inciso XI do art. 37 da Constituição Federal. A alíquota da contribuição do participante será por ele definida anualmente, observado o disposto no regulamento do plano de benefícios. A alíquota da contribuição do patrocinador será igual à do participante, observado o disposto no regulamento do plano de benefícios, e não poderá exceder o percentual de 8,5% (oito inteiros e cinco décimos por cento).

A par da sociedade de economia mista, não é possível identificar uma profusão de estudos jurídicos sobre as demais formas de atuação estatal no mercado de capitais. Avança-se na análise da relação entre a atuação dos fundos de pensão e o nível de governança corporativa[387], mas pouco se exploram as questões advindas da específica atuação estatal na qualidade de patrocinadora das entidades fechadas de previdência complementar e seus reflexos para os institutos de direito societário e de mercado de capitais[388], apesar da clara percepção, inclusive divulgadas pelos meios de comunicação, acerca de possível burocratização do poder e concentração de poder econômico a influenciar de forma negativa o funcionamento do mercado.

Casos recentes envolvendo companhias abertas colocaram em lados opostos União Federal e entidades fechadas de previdência complementar patrocinadas pela Administração Indireta Federal, e acionistas minoritários privados, acerca de diversos temas afetos ao mercado de capitais e direito societário, invocando outra forma de atuação estatal, a regulação[389].

Finalmente, a atuação das instituições financeiras sob o controle estatal no sistema de distribuição de valores mobiliários e em demais atividades no mercado de capitais segue relevante.

Parte-se da compreensão dos fundamentos constitucionais da atuação estatal *no* mercado de capitais para que se possa avançar aos institutos de direito societário e de mercado de capitais.

A leitura da CRFB não revela atribuição de qualquer atividade no mercado de capitais como monopólio estatal. A atuação direta do Estado – plêiade de pessoas jurídicas de direito público e de direito privado e entes designada, para os fins ora propostos, pela expressão Estado – dá-se *no domínio econômico* em razão de imperativo de *segurança nacional* ou *relevante interesse coletivo* (CRFB, art. 173).

---

[387]Vide PUNSUVO, Fabio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista de Contabilidade Financeira*, Universidade de São Paulo, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2002. E também DUARTE, Soraia de Oliveira. *Governança corporativa, mercado de capitais e desenvolvimento econômico*: estudos de caso dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. 2011. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. 193p.

[388]O Colegiado da CVM apreciou a questão no que tange ao disposto no art. 161, §4°, da Lei 6.404/1976 (COMISSAO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Extrato da Ata da Sessão de Julgamento do processo administrativo sancionador CVM Nº RJ2009/4768. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 jan. 2013).

[389]Vide OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 01/2013 (COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Superintendência de Relações com Empresas. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 01/2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 2013).

Não se verifica explicação unívoca para a atuação direta do Estado *neste* âmbito. Há hipóteses em que se pode reconhecer que a qualidade de agente econômico assumida pelo Estado guarda relação com o desenvolvimento do próprio mercado de capitais, de âmbito de *relevante interesse coletivo*, uma vez que provedor de inúmeras *funções* das quais particulares e o próprio Estado se servem (captação de recursos junto à poupança popular, administração de riscos, entre outros).

Em outras hipóteses, este objetivo revela-se integrante de um conjunto de medidas que perpassam o mercado de capitais, valendo-se de seus instrumentos, mas que se destinam precipuamente a outro *fim*, como a prestação de um serviço público ou, no que tange ao domínio econômico, pertinente, o atendimento a *relevante interesse coletivo* ou a *imperativo de segurança nacional*.

Identificado o fundamento da atuação estatal direta *no* mercado de capitais, há que se questionar acerca das condicionantes e dos vetores limitativos a incidirem sobre tal *intervenção no domínio econômico*. Certamente, o *agir* do Estado deve respeitar os princípios constitucionais explícitos e implícitos da ordem econômica, aos quais a estrutura normativa do mercado de capitais também deve atenção.

A análise mais detida de cada forma de atuação estatal *no* mercado de capitais poderá ser útil à apreensão dos desafios que surgem da interação dinâmica entre todas estas formas de atuação, objeto do Capítulo 4.

Por ora, revela-se suficiente a apreensão das condicionantes e dos vetores limitativos à atuação estatal que emergem da própria estrutura do mercado de capitais.

3.4.1. Emissor de valores mobiliários

Uma interessante forma de atuação estatal *no* mercado de capitais é a Prefeitura emissora de CEPACs ofertados publicamente.

Trata-se de hipótese peculiar, pois (i) o Estado não toma a veste de pessoa jurídica de direito privado, por exemplo, sociedade de economia mista, para atuar como emissor no mercado de capitais; (ii) o reconhecimento dos CEPACs como valores mobiliários

realizou-se por meio de decisão do Colegiado da CVM[390] proferida em resposta à consulta formulada pelo Município de São Paulo; (iii) houve interessante debate entre áreas técnicas da CVM acerca da caracterização de referidos certificados como contratos de investimento coletivo ofertados ao público ou derivativos, tendo se firmado no Colegiado da CVM a primeira hipótese, ainda que sob forte polêmica no que tange ao atendimento de todos os elementos de tal conceito legal, especialmente no que tange a participação, de parceria ou de remuneração , tendo em vista a definição constante do art. 146, inciso VIII, do Plano Diretor do Município de São Paulo (Lei n 13.430/02), segundo a qual o CEPAC "[...] é uma forma de contrapartida financeira de outorga onerosa do potencial construtivo adicional, alteração de uso e parâmetros urbanísticos, para uso específico nas Operações Urbanas Consorciadas"; (iv) ante a inovação, especialmente o fato de o emissor dos CEPACs não se apresentar constituído sob a forma societária, a CVM expediu um ato normativo específico para disciplinar a distribuição pública dos CEPACs (Instrução CVM 401, de 29 de dezembro de 2003, a qual disciplina o registro da distribuição pública e também a prestação de informações periódicas pelo Município à CVM e ao público investidor no período da operação urbana, pelo Prefeito ou seu representante); e (v) a sujeição dos CEPACs à estrutura normativa do mercado de capitais confere maior transparência e segurança jurídica aos referidos certificados e, assim, vantagens no que tange ao êxito em sua distribuição pública.

Apesar do caráter inovador trazido pela distribuição pública de CEPACs, a sociedade de economia mista registrada como emissora de valores mobiliários perante a CVM, é o exemplo que avulta, pela relevante participação de sociedades de economia abertas no mercado de capitais brasileiro (PETROBRAS, ELETROBRAS, BANCO DO BRASIL S/A), e especialmente pelos desafios que sua própria natureza jurídica apresenta.

A legislação pátria traz definições diversas à expressão sociedade de economia mista , a exemplo das distinções que se pode verificar da leitura do Decreto-Lei 200/1967 e do Capítulo XIX da Lei 6.404/1976[391], a ensejar uma série de dificuldades ao operador do direito, quando se esteja diante de prestação de serviços públicos ou de exploração de atividade econômica em sentido estrito.

---

[390]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Decisão do Colegiado. PA CVM RJ 2003/0499. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

[391]A respeito das dificuldades advindas das discrepantes definições conferidas pela legislação à sociedade de economia mista, vide DE LUCCA, Newton. *Regime juridico da empresa estatal no Brasil*. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, 1986. p. 96-111.

De todo modo, qualquer dúvida quanto à submissão da sociedade de economia mista aberta, e de seu controlador, à estrutura normativa do mercado de capitais, que abrange a intervenção estatal no domínio econômico sob a forma da regulação exercida precipuamente pela CVM, parece já ter sido superada.

Nem sempre foi assim. O chamado Caso Vale mereceu abalizados comentários de Fábio Konder Comparato e Nelson Eizirik, nos quais foram apontadas as inúmeras inconsistências enfrentadas na interação entre Estado controlador de companhias integrantes do mercado e Estado regulador[392].

Trata-se de venda em bolsa de valores de ações de emissão da Companhia Vale do Rio Doce, de propriedade da União Federal, realizado em março de 1980, por autorização do Ministério da Fazenda, sem que tenha sido observada a disciplina delineada pela CVM para a venda de lote substancial de ações, tendo causado sérias distorções no mercado de capitais, especialmente no que tange à credibilidade de sua regulação.

Nelson Eizirik concluiu que a União Federal, na qualidade de controladora da sociedade de economia mista, está submetida à disciplina do mercado de capitais, tal qual o acionista privado. A dicção do art. 235, §1°, da Lei 6.404/1976 não deixa dúvida a este respeito. Prossegue o autor:

> A fiscalização a ser exercida pela CVM sobre Companhias Abertas de Economia Mista diz respeito basicamente aos aspectos referentes à participação de tais sociedades no mercado. [...] A fiscalização pela CVM, com efeito, diz respeito principalmente à proteção aos acionistas (investidores), e não aos objetivos do interesse público das Sociedades de Economia Mista. Sua competência estende-se até mesmo à fiscalização do controlador de Companhia Aberta de Economia Mista (União), salvo quando este, embora descumprindo as obrigações de acionista controlador (estabelecidas no art. 117 da Lei das S.A.), o faça com vistas a atender ao interesse público que justificou a criação da sociedade [393].

Segundo Fábio Konder Comparato, a Lei 6.385/1976 não excepciona o Estado entre os controladores e não poderia fazê-lo. Excluída a hipótese da intervenção no domínio econômico, o Estado deve agir em igualdade com os particulares e se submeter às mesmas leis e regulamentos do mercado de capitais. Asseverou o autor:

---

[392] Vide COMPARATO, Fábio Konder. Venda em bolsa de ações da União Federal no capital de Sociedade de Economia Mista e desrespeito às normas disciplinares do mercado de capitais. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. E também EIZIRIK, Nelson. O Estado como acionista controlador de companhias integrantes o mercado acionário – o Caso Vale . In: *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Nelson Eizirik apresenta uma descrição pormenorizada do caso.

[393] EIZIRIK, Nelson. O Estado como acionista controlador de companhias integrantes o mercado acionário – o Caso Vale . In: *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*, p. 54-55.

> Mas interesse público', no caso, não é interesse estatal, do Estado enquanto pessoa jurídica, dotada de patrimônio e estrutura funcional própria – o que seria, simplesmente, confundir ambas as categorias de atividade administrativa numa só. É o interesse social ou da coletividade, o chamado interesse difuso da doutrina italiana, comum ao conjunto dos administrados. [...] Se o Estado, enquanto controlador de algumas das mais importantes companhias abertas deste país, pode subtrair-se por completo, à normal disciplina do mercado de valores mobiliários na alienação de suas ações em Bolsa, sob o pretexto de que persegue um interesse público superior ao visado por essa mesma disciplina, que ele próprio - Estado – organizou, é inelutável concluir que a organização estatal do mercado de capitais não obedeceu às finalidades expressas na Constituição e poderia ter sido inteiramente deixada à iniciativa particular [394].

A combinação de recursos públicos e privados sob o regime da sociedade anônima revela desafios de toda sorte. Fábio Konder Comparato, ao se referir à estrutura da sociedade de economia mista, assim a qualificou: uma grave contradição . Explica o autor: As companhias exploram, por definição legal, empresas lucrativas. Mas o regime econômico consagrado na Constituição não assina ao Estado, por função, produzir lucros [395].

A questão tem foro constitucional, explica o mencionado autor. O Estado somente pode atuar no domínio econômico por imperativo da segurança nacional ou organização de setor que não possa se desenvolver eficazmente sob a competição. O Estado controlador vê-se diante de um dilema: se persegue o interesse público antes e acima do lucro, perde sentido a associação entre capital público e privado; se invoca o interesse público somente quando este entra em conflito com a lucratividade, estará a infringir o princípio constitucional que fundamenta a atuação estatal direta no domínio econômico[396].

Como sói ocorrer, a precisa formulação da questão apresentada por Fábio Konder Comparato revela-se indubitavelmente atual. A sociedade anônima e, assim, a sociedade de economia mista, exercem sua atividade em um cenário de crescente complexidade da

---

[394] COMPARATO, Fábio Konder. Venda em bolsa de ações da União Federal no capital de Sociedade de Economia Mista e desrespeito às normas disciplinares do mercado de capitais. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, p. 310.

[395] COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 372.

[396] Op. cit, p. 371-373.

interação entre as formas de atuação estatal no processo econômico e entre interesses constitucionalmente garantidos, a merecer normas protetivas[397].

Calixto Salomão Filho anota o caráter precipuamente institucional das normas protetivas, ou *garantias institucionais*, a significar que tais normas se destinam à proteção do interesse de cada indivíduo e de sua coletividade, a um só tempo; que o interesse institucional é jurídica e economicamente destacável do interesse individual; que devem ser dotados de reconhecimento jurídico e social.

Operando a redefinição do conceito de interesses difusos à luz da teoria das garantias institucionais, o autor afirma: trata-se de interesses institucional e, assim, os ordenamentos que o reconhecem devem criar corpos intermediários para protegê-los; e a proteção deve se dar primordialmente pela cessação da lesão[398].

O disposto art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/1976 desafia o operador do direito. Não somente para sua justa compreensão, mas especialmente para apresentar a trilha para sua efetiva aplicação, sob pena de se incidir em desmedida retórica. O mesmo se diga do disposto no art. 238 da referida lei. Há que se buscar, portanto, sua compreensão à luz dos casos concretos.

Mario Engler Pinto Junior sustenta que a disparidade apontada não deve encontrar solução na abolição de um dos interesses, os quais devem ser reconciliados nas estruturas procedimentais internas da sociedade de economia mista, mediante arbitramento da meta do lucro considerada satisfatória para remunerar o investimento acionário. O Estado não pode sacrificar o lucro a ponto de subverter o tipo societário e o direito essencial do acionista à participação dos lucros sociais. Por outro lado, o Estado também incorrerá em abuso do poder de controle se deixar de agir com fundamento no art. 238 da Lei 6.404/1976 para fazer com que a companhia cumpra o interesse publico. O autor propõe que se busque apoio na teoria organizativa, que dispensa a existência de um escopo comum mas concebe a sociedade como um aparato jurídico a conciliar interesses passíveis de cooperação, e na valorização da solução procedimental. Sem a predeterminação dos resultados, o processo decisório assegura vez e voto a distintos interesses afetados pela

---

[397] Função social do contato: primeiras anotações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 132, p. 7-24, 2003.
[398] Id. Ibid., 17.

atividade empresarial. Para tanto, o autor propõe a valorização e a composição diversificada do conselho de administração na sociedade de economia mista[399].

Com efeito, conforme anotou o mencionado autor, a leitura do art. 238 da Lei 6.404/1976 talhada sobre a distinção binária *interesse público* vs. *sacrifício da lucratividade* não revela toda a questão.

Apresentam-se, neste cenário, interesses constitucionalmente garantidos, os quais demandam reconhecimento histórico-social, a formulação de normas protetivas e de corpos intermédios para sua garantia.

Desta constatação, surgem alguns questionamentos: no plexo de formas de atuação do Estado no processo econômico, pode-se dizer que a CVM é este *corpo intermédio*, a se manifestar acerca do conteúdo que emerge do interesse público invocado pelo Estado controlador de sociedade de economia mista aberta? Em caso positivo, quais os fundamentos e limites de sua atuação? Esta há que se desenvolver de forma integrada com os demais *corpos intermédios* existentes para a proteção de outros interesses identificados como constitucionalmente relevantes? O processo administrativo tal qual formatado na atualidade se reveste da *ampla publicidade*, da *processualidade aberta* e da *decisão participativa*, expressões do princípio da *participação regulatória*[400] necessária ao exercício de tal intervenção estatal sobre o domínio econômico? Buscar-se-á efetividade mediante ação coletiva perante o Poder Judiciário?[401]

No Capítulo 4, destinado à análise das formas de atuação estatal no mercado de capitais sob uma perspectiva dinâmica, à luz de um caso concreto, estas questões serão retomadas, na tentativa de se apresentar soluções.

---

[399] Op.cit., 1-6, 290, 463-479.

[400] Diogo de Figueiredo Moreira Neto explica que é da participação, *requisito inarredável da democracia material*, que se extrai a legitimidade dos processos de produção e aplicação de normas nas agências reguladoras, a qual não decorre da legitimação representativa: Esse caráter participativo do processo, normas constitucional explícita em ordenamentos jurídicos de vanguarda, como exemplarmente se encontra no art. 105 da Constituição espanhola, que consagra o direito à participação, tanto em processos administrativos normativos como em processos administrativos concretos, para o exercício das potestades da Administração, na nossa ordem constitucional é uma garantia non scripta, que está implícita, entre tantas que se incluem entre os naturalmente decorrentes do regime e dos princípios por ela adotados'(art. 5 , 1) (*Direito regulatório*, cit., p. 182-183).

[401] FRONTINI. Paulo Salvador. Função social da companhia: limites do poder de controle. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 533-551.

3.4.2. Acionista de companhia aberta

O Estado controlador de companhia aberta encerra a modalidade mais notória de atuação *no* domínio econômico, especialmente em um mercado de capitais marcado pela concentração acionária. Personifica, a um só tempo, a burocratização do poder e a concentração do poder econômico.

Porém, diversas são as formas de atuação estatal *no* mercado de capitais. Sendo assim, há que se mencionar a relevante participação do BNDES e das entidades fechadas de previdência complementar, relevantes investidores institucionais.

Segundo Calixto Salomão Filho, em um cenário de controle concentrado, mostra-se possível tentar introduzir regras que exerçam a função equivalente à do controle diluído, para controle da atuação dos administradores. Isso poderia ser alcançado pela participação ativa de investidores institucionais[402]. O autor não deixa de advertir que por muito tempo se conferiu aos bancos, na qualidade de acionista, o exercício do dever de fiscalização. Porém, no mercado alemão da época, de elevada concentração acionária, constatou-se que os bancos não atuavam de forma muito diversa dos acionistas majoritários enquanto grandes controladores. Daí resultando casos frequentes de conflitos de interesses.

É sob essa ótica que se deve perquirir se BNDES e entidades fechadas de previdência complementar podem efetivamente cumprir este papel no mercado de capitais brasileiro.

O BNDES, empresa pública federal é um histórico e relevante instrumento de estímulo ao desenvolvimento, atua no mercado de capitais por meio de sua subsidiária integral, BNDES PARTICIPAÇÕES S/A – BNDESPAR. Entre os objetos além da capitalização de empreendimentos na forma dos planos e políticas traçados pelo BNDES, fez-se incluir: contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas [403].

---

[402] Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário.* 3. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002. p. 79-80.

[403] BNDES PARTICIPAÇÕES S/A – BNDESPAR. Estatuto Social. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndespar.html. Acesso em 25. Mar 2013.

Nota-se, portanto, que o fortalecimento do mercado de capitais também está a permear o *relevante interesse coletivo* que fundamenta constitucional e legalmente a atuação do Estado *na* atividade econômica em sentido estrito por meio de seu principal banco de desenvolvimento.

A relação entre o ativismo dos investidores institucionais, mais especificamente dos fundos de pensão, e o padrão de governança corporativa das companhias no mercado brasileiro sempre despertou interesse, não somente ao estudioso do direito[404].

A possibilidade de se atribuir aos fundos de pensão a mimetização da função desempenhada pela dispersão acionaria em um mercado ainda marcado pela concentração e com forte presença de companhias sob o controle estatal suscita dúvidas. Do lado dos fundos de pensão, há que se considerar a preponderância das entidades fechadas de previdência complementar cujos regimes contam com patrocinadoras integrantes da

---

[404]Soraia de Oliveira Duarte realizou pesquisa para mensurar como as boas práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias abertas são percebidas pelos gestores dos fundos de pensão. A autora explica que os investidores institucionais, tais como os fundos de pensão, exercem um papel crucial, pois podem ser fomentadores das práticas de governança caso as incluam entre seus requisitos para a versão de investimentos nas companhias abertas; ou podem significar grandes obstáculos, caso decidam verter recursos sem a exigência de que as companhias adotem melhores práticas de governança. Uma forma de aferir essa medida é observar o ativismo de investidores institucionais em casos de expropriação de valor da companhia. O resultado da pesquisa demonstrou que os gestores utilizam as práticas de boa governança corporativa como critério de análise para investimento. Porém, ao se detalhar quais práticas são utilizadas, verifica-se que há uma forte relação entre pontos valorizados e as exigências regulatórias, com exceção à importância às práticas relacionadas com sustentabilidade, para os investidores brasileiros. A autora conclui que a governança é apenas um dos fatores que afetam o desenvolvimento do mercado de capitais e que a punição das companhias que não estão em linha com as melhores práticas de governança corporativa é maior hoje que em passado recente (Cf. DUARTE, Soraia de Oliveira. *Governança corporativa, mercado de capitais e desenvolvimento econômico*: estudos de caso dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. 2011. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 156-159).
Fabio Riberi Punsuvo, Eduardo Kazuo Kayo e Lucas Ayres Barreira de Campos Barros afirmam que grande parte dos estudos observa a governança corporativa como algo exógeno a influenciar o desempenho das empresas. A pesquisa realizada levou em conta possíveis questões de causalidade reversa e também assumiu que a qualidade da governança corporativa atue como endógena, a influenciar a variável de participação acionária dos fundos de pensão. Buscou-se verificar se o fato de a empresa apresentar uma governança de boa qualidade pode servir de incentivo a que os fundos de pensão nela detenham participação. Os resultados demonstram que o argumento da substituição de uma boa governança pela maior participação ativista dos fundos de pensão pode justificar essa relação negativa. À medida em que os fundos de pensão passem a deter uma parcela significativa das ações da companhia, seria desnecessário investir em mecanismos de governança, porque seus interesses já teriam se alinhado com o dos outros acionistas. Explicam os autores: A relação negativa entre essas variáveis levante uma questão importante. Uma parte da literatura sobe governança sugere que o ativismo dos fundos de pensão poderia levar as empresas a melhorar seus mecanismos de governança. Entretanto, num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas como no Brasil, parece ser razoável a idéia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionaria dos fundos de pensão . (Cf. PUNSUVO, Fabio Riberi; A O, Eduardo azuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista de Contabilidade Financeira*, Universidade de São Paulo, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2002).

Administração Indireta. Não raro, identificam-se conflitos, os quais serão explorados a seguir.

Antes, faz-se relevante recordar algumas peculiaridades de tais entidades fechadas de previdência complementar.

Dada sua relevância, que se pode extrair da dicção do art. 202 da CRFB, referidas entidades atuam sob a regulação da PREVIC, e também do CMN, do BACEN e da CVM, em suas áreas de competência. Não incorre em falência, mas sim em intervenção e liquidação extrajudiciais. Nos órgãos que compõem sua estrutura organizacional, patrocinador e participantes/assistidos são representados de forma paritária. Porém, prepondera o patrocinador no conselho deliberativo, pelo voto de qualidade de seu presidente, de indicação daquele. Já no conselho fiscal, o voto de qualidade é atribuído ao representante dos participantes/assistidos[405].

Atualmente, a aplicação dos recursos das carteiras de referidas entidades encontra-se disciplinada[406] pela Resolução CMN 3.456, de 01 de junho de 2007. Referida Resolução CMN traça de forma minudente os limites para aplicação dos recursos das entidades de previdência complementar em cada segmento do mercado: renda fixa, variável, imóveis, e financiamento. Entre as vedações: aplicar recursos na aquisição de ações de companhias que não estejam admitidas à negociação em segmento especial nos moldes do Novo Mercado ou do Bovespa Mais nem classificadas nos moldes do Nível 2 da Bovespa, conforme Anexos I, II e III a este regulamento, salvo se tiverem realizado sua primeira distribuição pública de ações anteriormente à data da entrada em vigor desta resolução .

Nota-se, portanto, que se espera uma participação ativa destas entidades na qualidade de acionista de companhia aberta, até mesmo para reforço das melhores práticas de governança corporativa no mercado brasileiro.

Porém, quando se está a falar em entidade fechada de previdência complementar patrocinada pelo Poder Público e assembleia geral de companhia aberta também sob controle estatal, já foram identificadas hipótese de indesejáveis conflitos.

---

[405] Vide nota 386, supra.

[406] Sobre a relevância da Resolução CMN 3.121/2003 para o incremento do mercado de capitais e seus reflexos sobre o nível de governança corporativa das companhias abertas, vide DUARTE, Soraia de Oliveira. *Governança corporativa, mercado de capitais e desenvolvimento econômico*: estudos de caso dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. 2011. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 76-85.

Em 28 de fevereiro de 2013, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM divulgou o Ofício-Circular CVM/SEP 01/2013 para orientar os emissores de valores mobiliários acerca de diversos temas, entre os quais as interpretações conferidas por aquela área técnica e pelo Colegiado da CVM a dispositivos da Lei 6.404/1976, a saber: arts. 141, §4°; no art. 161, §4°, alínea a'; no art. 239; e no art. 240, todos da Lei 6.404/1976.

Trata-se da eleição para o conselho fiscal das companhias abertas. Os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, dez por cento ou mais das ações com direito a voto (art. 161, 4 , alínea a'). O funcionamento do conselho fiscal será permanente nas sociedades de economia mista e um dos seus membros, e respectivo suplente, será eleito pelas ações ordinárias minoritárias e outro pelas ações preferenciais, se houver (art. 240 da Lei nº 6.404/76).

Nos termos do Parecer de Orientação 19/90, o Colegiado da CVM expôs o seguinte entendimento: ... para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que, da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal, não poderão participar os acionistas controladores, ainda que detentores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação não equitativa dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger . Desta feita, à luz do referido Parecer de Orientação e de decisões do Colegiado da CVM, segundo o entendimento corrente no âmbito da CVM, daquele processo de eleição: ... não devem participar quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles [407].

Por pessoas vinculadas ao controlador , entenda-se entidades sobre as quais o controlador da companhia tem uma influência determinante , as quais não podem participar da eleição em separado de membros do conselho fiscal, seja na vaga dos preferencialistas, seja na vaga dos minoritários. No que tange às entidades fechadas de previdência complementar, faz-se necessário analisar a governança da entidade. Dois requisitos cumulativos emergem dos reiterados entendimentos do Colegiado da CVM: a indicação da maioria de seus administradores caiba à patrocinadora ou seu controlador,

[407] Parecer de Orientação CVM 19/90. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 2013.

inclusive quando o voto de desempate couber ao representante da patrocinadora ou seu controlador; e não tenha sido adotado mecanismo que assegure que a deliberação para a escolha dos conselheiros a serem eleitos pelos acionistas minoritários tenha sido tomada com a participação majoritária dos administradores eleitos pelos participantes da entidade de previdência . Finalmente, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM conclui que este entendimento também é aplicável à eleição em separado para membro do Conselho de Administração, prevista nos arts. 141, parágrafos 4º e 5º, e 239, ambos da Lei nº 6.404/76 [408].

Observa-se, assim, a interação das formas de atuação direta do Estado *no* mercado de capitais (sociedade anônima aberta, Estado acionista controlador, e acionista entidade fechada de previdência complementar cuja patrocinadora é o Estado) e de atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais, no temário corrente daquele âmbito.

3.4.3. Investidor

Além da tradicional participação em companhias abertas, outros instrumentos de mercado se apresentam ao Estado, para as mais diversas *finalidades*. Ostenta o Estado, assim, a qualidade de *investidor no mercado de capitais*, submetendo-se, no exercício dessa atividade direta *no domínio econômico,* à estrutura normativa daquele mercado, especialmente à regulação, expressão da intervenção estatal *sobre* aquele âmbito.

A criação do Fundo Soberano do Brasil – FSB por meio da Lei 11.887/2008, sob a forma de fundo especial de natureza contábil e financeira, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior, revela a ampla possibilidade de atuação do Estado *no* processo econômico na atualidade, e também as virtudes e as vicissitudes decorrentes.

O volume de recursos envolvidos na operação estruturada realizada por União Federal/FSB, FIEE, CEF, BNDES e Tesouro Nacional em dezembro de 2012 demonstra o porte do Estado sob a forma de *investidor* do mercado de capitais, poder-se-ia dizer,

---

[408] OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 01/2013 (COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Superintendência de Relações com Empresas. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 01/2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 2013).

investidor qualificadíssimo, cuja atuação sempre deve demandar cautela e diligência para não se dar em prejuízo do regular funcionamento do mercado.

Por outro lado, a submissão de pedido de autorização à CVM[409] pela instituição financeira administradora do fundo de investimento FIEE, cuja cotista única é a União Federal, para a realização de uma etapa da operação estruturada a qual se encontrava sob a competência daquela autoridade reguladora está a revelar harmonia e maior compreensão acerca de cada papel que o Estado exerce neste âmbito, ausente em outros tempos[410].

3.4.4. Originador de ativos subjacentes a valores mobiliários

Os títulos da dívida pública federal, estadual e municipal foram expressamente excluídos do rol do art. 2° da Lei 6.385/1976. Porém, é certo que os títulos da dívida pública são relevantíssimos no mercado de capitais. Trata-se da modalidade de um dos principais títulos a integrar a carteira dos fundos de investimento no Brasil.

Com o desenvolvimento da securitização de recebíveis, o Estado vislumbrou a possibilidade de uma nova forma de atuação *no* mercado de capitais. Explica Otavio Yazbek que a securitização de dívidas é mecanismos que possibilita (i) o financiamento de atividades; (ii) a redução de custos de operações financeiras; e (iii) administração de riscos de crédito assumidos por agentes financeiros e não-financeiros. Segundo o autor, no Brasil, foram criadas alternativas ao modelo original da securitização[411], como o fundo de recebíveis. A Resolução CMN 2.907/2001 e a Instrução CVM 356/2001 disciplinaram a

---

[409] Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 28. dez. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Vide também Capítulo 1: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil.

[410] Vide COMPARATO, Fábio Konder. Venda em bolsa de ações da União Federal no capital de Sociedade de Economia Mista e desrespeito às normas disciplinares do mercado de capitais. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito* Empresarial. E também EIZIRIK, Nelson. O Estado como acionista controlador de companhias integrantes o mercado acionário – o Caso Vale . In: *Questões de Direito Societáro e Mercado de Capitais*.

[411]Segundo o autor: No modelo original, a securitização é efetuada a partir da cessão onerosa de créditos contra terceiros, da empresa que os detenha para a empresa especialmente constituída para tais finalidades, a securitizadora (uma sociedade de propósito específico). Esta, por sua vez, emite títulos (normalmente debêntures) no mercado de valores mobiliários, lastreados por aqueles créditos. Como resultado de tal operação, a empresa que cedeu os créditos obtém um adiantamento dos valores a ela devidos e administra sua exposição ao risco de crédito das diversas relações individuais, transformadas em pacotes' mais ou menos padronizados, negociáveis em mercado. Especialmente no caso dos créditos originados de atividades financeiras, essa redução de riscos permite uma redução de custos de financiamento para os devedores originais (Cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, cit., p. 92).

constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

A Prefeitura Municipal de Belo Horizonte formulou uma consulta à CVM sobre a abrangência do conceito de direitos creditórios prevista no inciso I, art. 2 da Instrução CVM 356/01, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM 393/03, a propósito da intenção de constituição de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDC") cujos direitos creditórios – a serem onerosamente cedidos pelo Município, de conformidade com a autorização dada pela Lei Municipal nº 9.732, de 30 de dezembro de 1999, consistiriam no produto do adimplemento de acordos de parcelamento firmados por ela com seus contribuintes, com relação a débitos em atraso de Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS) e Imposto sobre a Propriedade Territorial Urbana (IPTU) . O Colegiado da CVM[412] entendeu pela possibilidade de qualificação do fluxo financeiros resultantes do adimplemento (e não os próprios créditos tributários objeto de parcelamento) como direitos creditórios para fins do art. 2º, inciso I, da Instrução CVM 356/2001. Porém, dadas as especificidades do Fundo, dos direitos creditórios, e a própria natureza pública do Cedente dos créditos, ponderou que os mecanismos comumente utilizados para neutralizar ou minimizar os efeitos do inadimplemento (reforços de crédito; previsão de classes de cotas com prerrogativas diferenciadas; limites de concentração por devedor) sejam potencialmente ineficazes. Dessa forma, o Colegiado da CVM recomendou à Superintendência que, no caso de submissão de sua constituição à CVM, a adoção de cautelas especiais no que tange à seção "fatores de risco" do prospecto.

Finalmente, a oferta pública de cotas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) da Companhia de Saneamento Ambiental do Distrito Federal – CAESB, sociedade de economia mista sob controle do Governo do Distrito Federal, concessionária de serviços públicos de saneamento básico.

Os direitos creditórios cedidos são os direitos de crédito que a Cedente detém ou que virá a deter contra os Usuários em razão: (a) da prestação futura de Serviços de Saneamento Básico; e (b) de todos e quaisquer direitos, privilégios, preferências, prerrogativas, direitos acessórios e ações a estes relacionados, bem como de todos e quaisquer encargos, multas compensatórias e/ou indenizatórias devidas pelos Usuários à

[412]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo RJ 2005/0739. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

Cedente, que venham a ser recebidos pela Cedente por meio dos Bancos Arrecadadores Master e Agentes Arrecadadores [413].

Os riscos decorrentes da possibilidade de extinção do contrato de concessão de serviços públicos pelo Poder Concedente antes de seu prazo final, inclusive em decorrência de medida legislativa, ou seja, de alteração na disciplina setorial, fator que poderá afetar de forma adversa a capacidade de originação e entrega de Direitos Creditórios Cedidos ao Fundo, foi explicitado no prospecto.

3.4.5. Integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários e prestador de demais atividades

A atuação das pessoas jurídicas de direito privado sob o controle estatal no sistema de distribuição de valores mobiliários e em demais atividades no mercado de capitais segue relevante. Por exemplo: distribuição de valores mobiliários, e administração de carteira de valores mobiliários, entre os quais fundos de investimento.

Como participantes do mercado de capitais, referidas instituições financeiras estão adstritas à estrutura normativa do referido mercado, que encontra seu núcleo nas Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 e à qual também se integram os atos normativos expedidos por MF, CMN, BACEN e CVM, aplicável a todos os integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e prestadores de outras atividades neste mercado. Ademais, referidas instituições jurídicas estão, ainda, sujeitas a outra ordem de autorizações provenientes do CMN e do MF, expressão da tutela administrativa incidentes sobre estas pessoas jurídicas

---

[413] A prestação dos serviços públicos de saneamento básico depende de concessão específica do poder público. Em 23 de fevereiro de 2006, a Cedente celebrou com a ADASA o Contrato de Concessão que regula a exploração do serviço público de saneamento básico para toda a área do Distrito Federal. O referido contrato vigorará até 21 de maio de 2032. Nos termos do Contrato de Concessão, a ADASA poderá extinguir a concessão antes de seu termo final, em caso de relevante interesse público superveniente, mediante autorização legislativa (encampação), ou caducidade, no caso de descumprimento das obrigações previstas no Contrato de Concessão, devendo indenizar a concessionária, em razão da extinção antecipada da concessão, pelos investimentos feitos e ainda não amortizados. Não se pode assegurar que o Distrito Federal ou a ADASA não extinguirão a concessão da Cedente. O exercício dos direitos de extinção da concessão afetará adversa e substancialmente os negócios da Cedente, seu fluxo de caixa, seu resultado operacional e a sua capacidade de originação e entrega de Direitos Creditórios Cedidos ao Fundo (COMPANHIA DE SANEAMENTO AMBIENTAL DO DISTRITO FEDERAL – CAESB. Prospecto de Oferta Pública. Disponível em: <http://www.caesb.df.gov.br/images/arquivos_pdf/CAESBDEFPRINT.pdf>. Acesso em 09 jan. 2013).

em razão do controle acionário estatal, ou seja, autorizações que não emergem da disciplina própria do mercado de capitais.

Registre-se, ademais, que por força do art. 173, §1º, inciso II, da CRFB, as empresas públicas e sociedades de economia mista estão sujeitas ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive em relação aos direitos e obrigações civis e comerciais.

Assim é que as empresas públicas e sociedades de economia mista, enquanto integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e prestadores de outras atividades no mercado de capitais, tem os mesmos deveres e obrigações em relação aos investidores e clientes que as demais instituições financeiras não sujeitas ao controle estatal, a exemplo do que se verificou em episódio mais conhecido como marcação a mercado , em que as instituições financeiras administradoras de fundos de investimento, inclusive a Caixa Econômica Federal - CEF e o Banco do Brasil S/A, em razão do exercício da atividade de administração de fundos de investimentos, foram demandadas, ora isoladamente, ora em litisconsórcio passivo com BACEN e CVM, em ações coletivas que objetivavam a reparação de supostos prejuízos sofridos por titulares de cotas de fundos de investimento decorrentes do pretenso descumprimento de normas expedidas pelo BACEN e CVM[414].

---

[414]Autos nº 2002.34.00.0333092-7, em trâmite perante o juízo da 9ª Vara Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal. Ação de improbidade cumulada com ação civil pública ajuizada pelo MPF em face do Presidente do BACEN, do Presidente da CVM, das referidas autarquias federais e também da União Federal, e de instituições financeiras administradoras de fundos de investimento. O autor requereu a condenação das instituições financeiras à reparação de dano causado aos cotistas de fundos de investimento supostamente decorrentes do descumprimento por aquelas de normas expedidas pelo BACEN e pela CVM a respeito do critério da chamada precificação dos ativos integrantes das carteiras dos fundos, mais conhecido por marcação a mercado . A princípio, o MPF requereu ao Poder Judiciário a intimação de BACEN e CVM para se manifestarem no sentido de integrarem o pólo ativo ou o pólo passivo da demanda. Afinal, referidas autarquias foram incluídas no pólo passivo da demanda. No que tange às referidas autarquias, sustentou o MPF que estas se omitiram em dar cumprimento à recomendação do órgão ministerial no sentido de aplicar às referidas instituições financeiras as penalidades administrativas cabíveis, de orientar às instituições financeiras o imediato ressarcimento dos prejuízos apontados pelos cotistas e fiscalizar o cumprimento da referida ordem. Requereu o autor a condenação das autarquias ao cumprimento de obrigação de fazer consistente em fiscalizar as instituições financeiras quanto ao ressarcimento dos prejuízos pelos cotistas, bem como ao ressarcimento dos referidos danos. Vide também autos nº 2003.001.141528-3, que tramitaram perante a 2ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, os quais revelam solução diversa do caso anteriormente relatado. Trata-se de ação civil pública ajuizada pelo Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro – MP/RJ em face de instituições financeiras administradoras de fundos de investimento, em razão de supostos prejuízos sofridos por cotistas também advindos do episódio conhecido como marcação a mercado . A CVM foi intimada a se manifestar na qualidade de *amicus curiae*, mas deixou de emitir parecer, tendo em vista a existência de processos administrativos sancionadores em curso para apuração da conduta objeto da ação civil pública, à época já julgados ou pendentes de julgamento pelo Colegiado da referida autarquia. A CVM apresentou em juízo cópia de decisões administrativas proferidas em julgamento de processos administrativos

sancionadores a respeito da mesma matéria, quais sejam, PA CVM Nº RJ2003/5596 e PA CVM Nº RJ2003/5058.

CAPÍTULO IV. FORMAS DE ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO: PERSPECTIVA DINÂMICA

A afirmação de que o direito funciona como instrumento de implementação de políticas públicas tem o condão de evidenciar a necessidade de o tomarmos como objeto de análise funcional
(GRAU, Eros Roberto)[415].

4.1. Notas introdutórias

As profundas transformações experimentadas com o advento da Revolução Industrial e o surgimento do Estado Social lançaram reflexos indeléveis sobre o direito. Este não mais se limita a garantir a propriedade e a segurança ao indivíduo em face do Estado e em face dos outros indivíduos, a prover a calculabilidade e a previsibilidade que são caras à troca mercantil. Os avanços empregados à produção, o surgimento da sociedade de massas e os movimentos reinvindicatórios por prestações de cunho positivo fazem com que emerja um novo Estado perante a sociedade, do qual se espera tudo, menos uma posição inerte.

O Estado Social busca sua legitimidade na implementação das politicas públicas. O direito, elemento de mediação especifica e necessária das relações no modo de produção capitalista, não mais se limita à *função protetora-repressiva*. Altera-se, para servir de instrumento à consecução de *finalidades* e *objetivos predeterminados,* caros à sociedade. Revela uma função *promocional*. O direito, assim, resta *duplamente instrumentalizado*. A *intrínseca conflituosidade* que passa a marcar a sociedade invoca que o Estado assuma um novo papel: de terceiro-árbitro a terceiro-ordenador.

O incremento das formas de atuação do Estado no processo econômico mostrava-se, assim, inexorável. A valorização dos saberes específicos; a crença desmedida na racionalidade dos agentes como fator necessariamente acolmatado à eficiência, e na possibilidade de se predeterminar as condições para que se alcance resultados ótimos da atuação humana; a *standardização* da vida em sociedade, revelam a crescente

[415] *O direito posto e o direito pressuposto*, p. 29.

burocratização do poder. A *despersonalização* do poder se desenvolve *pari passu* à convicção da absoluta da possibilidade de se teorizar a conduta humana em prol do atingimento de um fim econômico *ótimo*, *predeterminado*, razão suficiente para afastar o combate à concentração do poder econômico da função estatal.

Os pilares de um Estado voltado ao bem-estar restam afetados. Urge a necessidade de identificação de instrumentos para uma atuação estatal racional, eficiente, *e* também voltada à sociedade. A história revela as diversas etapas transpostas pela atuação estatal nesta jornada. A partir deste século, esse desafio se apresenta às agências reguladoras, especialmente à sua capacidade de bem compreender as demais *formas de atuação estatal* e ponderar entre estas e os interesses identificados como constitucionalmente relevantes, em processo aberto à ampla representação da sociedade.

A apreensão da estrutura jurídica do mercado de capitais brasileiro, de seu norte e principais características, e a sistematização das *formas de atuação do Estado* neste teve por objetivo bem vincar os fundamentos e instrumentos da *atuação estatal*, angariar suporte teórico-jurídico (o que em Direito Comercial não se faz sem voltar o olhar para a realidade das relações jurídico-econômicas e da origem de seus institutos) para analisá-la em sua dinâmica. E certamente isso não se dá por meio da racionalização da atividade estatal e da conduta dos demais agentes econômicos e da crença da neutralidade das estruturas jurídicas ante a concentração do poder econômico.

A observação de casos concretos ilustra a dinâmica da aludida interação entre Estado (distintas e simultâneas formas de atuação) e agentes econômicos no mercado de capitais e revela os desafios que se apresentam à regulação da atividade econômica em sentido lato para harmonizar interesse público e demais interesses juridicamente relevantes e protegidos referentes a determinados setores das atividades econômicas e sociais que foram legalmente identificados como sensíveis [416].

Sendo assim, concluída a sistematização das formas de atuação do Estado no mercado de capitais, pretende-se analisá-las em sua dinâmica, com o objetivo de extrair suas contradições e imprecisões, e apresentar, afinal, perspectivas e desafios. Explica-se: o manejo das técnicas de atuação *no* e *sobre* o mercado de capitais pelo Estado não se realiza de forma estática. Há intensa, simultânea e dinâmica interação entre todas estas formas.

---

[416]MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. op. cit., p. 131.

Pertinentes, a este respeito, as palavras de Eros Roberto Grau: ... urge reconstruirmos o *direito administrativo/defesa do indivíduo* por um outro, um *direito administrativo/organização do Estado*, que não apenas proteja o indivíduo, mas, ademais, esteja a serviço da satisfação social. [...]

Um direito administrativo voltado à análise da funcionalidade da Administração, capaz de discernir, na complexidade da organização estatal, os inúmeros pontos a harmonizar na atuação das suas entidades – não uma figura exatamente estática, mas o movimento de sua ação [417].

4.2. Atuação estatal *sobre* a atividade econômica em sentido lato: Diversidade de órgãos reguladores.

A primeira questão que se apresenta advém da distribuição da *função regulatória* a distintos órgãos estatais. Muitas vezes, as sabidas vantagens da especialização acabam por suplantar uma constatação comezinha acerca da atividade econômica: esta se faz por meio de *fluxo* dinâmico e incessante *no mercado*.

Por esta razão, cada autoridade reguladora, ao atuar sobre a atividade econômica em sentido estrito, não observa mais que um perfil ou dimensão do objeto regulado. Se disto não surgem atuações estatais contraditórias, certamente as mesmas se evidenciarão insuficientes. O esforço à harmonização deve ser constante. À luz das características da função reguladora, de ponderação entre o interesse público e os diversos interesses identificados como constitucionalmente relevantes, faz-se recomendável que esta harmonização seja aberta à participação da sociedade, prestigiando-se os instrumentos de direito administrativo que propiciem esta aferição de todos os interesses envolvidos pela Administração Pública.

4.2.1. Regulação setorial e mercado de capitais

O Estado - a plêiade de pessoas jurídicas de direito público, de direito privado, entes despersonalizados (fundos) – atua *no* mercado de capitais, servindo-se de suas

[417]GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*, cit., p. 260-261.

funções, por exemplo, a captação de recursos junto à poupança popular, para o desenvolvimento de atividade econômica (serviço público ou atividade econômica direta fundada em relevante interesse coletivo ou em imperativo de segurança nacional) em dado setor da economia, não raro, este também objeto de regulação especifica, que por ora denominamos setorial .

A ausência de clareza quanto ao planejamento acerca da dinamização de todas as formas de atuação estatal no processo econômico dificulta sobremaneira a atuação coordenada entre os diversos órgãos reguladores. Porém, há que se ter em mente que cada mercado (e tantos são os mercados quanto forem os núcleos de princípios jurídicos e normas que os regulam) ostenta uma estrutura normativa erigida sob determinada opção politica validamente exercida, e determinados institutos que lhe são, se não intransponíveis, essenciais.

O princípio do *full disclosure* adotado a partir da reforma legislativa de 1965 e aperfeiçoado em 1976 é núcleo da estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro.

Dessa forma, as sociedades de economia mista que desenvolvam atividade no setor petrolífero, sob a regulação setorial própria, portanto, e que certamente necessite captar recursos junto à poupança popular para fazer frente aos vultosos investimentos que aquela indústria requer, bem como para administrar os riscos, não raro altíssimos, de sua atividade, deverá se submeter à estrutura normativa do mercado de capitais.

Esta constatação se torna mais relevante quando se afasta da atuação do Estado *no* setor de petróleo, de telecomunicações, de energia elétrica, para tecer aproximação com a atuação estatal *sobre* tais mercados, realizada de forma estaque por órgão regulador próprio. A compreensão de que o Estado para desenvolver estes setores da economia e para prestar serviços públicos não prescinde do mercado de capitais, faz com que o fortalecimento deste mercado perpasse, portanto, a regulação de cada um destes setores, uma vez que a identificação de canais de financiamento e de administração de riscos consubstanciam medidas básicas que certamente integram o plano para desenvolvimento econômico setorial.

Portanto, as divulgações de fatos relevantes pertinentes a setores da economia no qual avulta a participação de uma companhia aberta, bem como a alteração de marco regulatório a afetar drasticamente a posição de investidores em ações de emissão de sociedade de economia mista aberta integrante do setor elétrico brasileiro deve considerar,

em alguma medida, a estrutura normativa do mercado de capitais. A simétrica e completa divulgação de informações parece o primeiro fator ser considerado.

Por outro lado, atuar *sobre* o mercado de capitais significa regular emissores que ostentam os mais variados objetos sociais, e que se encontram submetidos aos mais diversos marcos regulatórios. Para bem exercer seu mister, a CVM, autarquia à qual foi precipuamente conferida a *função reguladora*, não prescinde de conhecer a estrutura normativa dos específicos mercados nos quais os emissores de valores mobiliários exercem seu objeto social. A administração de riscos, função do mercado de que se servem tantos participantes, inclusive o Estado, derruba o mito da neutralidade do objeto regulado pela CVM e de seu confinamento às matérias voltadas ao setor financeiro e de capitais. A inserção do contrato de investimento coletivo ofertado publicamente no rol dos valores mobiliários evidencia essa constatação, levando o mercado de capitais aos mais variados setores de atividade econômica, desde agropecuário (boi gordo, camarão, avestruz), tecnológico e de entretenimento (*crowdfunding* perfaz distribuição de valor mobiliário), a operação urbana (CEPAC).

A dinâmica do mercado de capitais exige a célere adoção de medidas preventivas nos casos em que se verifique a chamada situação anormal de mercado , ou crise aguda de informação (ou desinformação) a investidores. O legislador cada vez mais confere instrumentos administrativos acautelatórios às agências reguladoras. A interrupção ou ampliação do prazo de convocação para assembleia geral de companhia aberta e a suspensão da negociação de valores mobiliários em mercado regulamentado são dois exemplos desta modalidade de instrumentos conferidos à CVM. Salutar, portanto, a troca de informações entre órgãos reguladores e o conhecimento da estrutura normativa dos mais diversos mercados.

Os convênios firmados entre CVM e agências reguladoras, como a ANEEL, revelam-se instrumentos administrativos importantes para a harmonização da regulação do setor elétrico, cujos participantes também se qualificam como relevantes emissores de valores mobiliários, e do mercado de capitais.

Porém, por mais relevantes que tais iniciativas se mostrem, é difícil crer na suficiência de uma solução bilateral, não-estruturante.

A Advocacia-Geral da União, no exercício do controle jurídico e da uniformização da interpretação das leis na Administração Publica Federal nos termos da Lei

Complementar 73/1993, pode exercer importante papel na harmonização entre os diversos órgãos reguladores. Porém, a sugestão por soluções estruturalmente formuladas para a harmonização do exercício da função reguladora estatal pelos seus diversos órgãos.

4.2.2. Regulação transversal e mercado de capitais.

No labor para a formulação de uma teoria jurídica da regulação, a concorrência surge como um valor, não único ou último, mas *mínimo*, a ser preservado em todos os mercados, e ao qual são integrados os demais objetivos que devem informar cada *mercado* e ser objeto da regulação setorial.

A concorrência surge como elemento essencial à formação do devido processo econômico, que deve garantir a todos o acesso ao conhecimento econômico e a possibilidade de escolha. Parte da constatação de que o conhecimento econômico que releva não é aquele de cunho científico ou formal, mas o conhecimento econômico que se encontra difuso no mercado - *knowledge of the particular circumstances of time and place* - que somente pode ser retido pragmaticamente, mediante disponibilidade de informação e possibilidade de escolha, as quais são distorcidas pela concentração de poder econômico. A garantia do devido processo econômico enseja a revelação dos valores escolhidos em determinada sociedade, em determinado tempo, os quais não podem ser predeterminados de forma racional e centralizada.

Este *valor mínimo* a ser curado pela atividade reguladora estatal informa o mercado de capitais na forma de preocupação com o *acesso*. Desenvolvimento de mecanismos de acesso para investidores e para emissores de valores mobiliários.

Em alguma medida, toda atividade econômica está sujeita a atuação estatal da função reguladora, voltada à preservação da concorrência, à proteção do consumidor, à proteção do meio ambiente, por exemplo. Incidem, neste âmbito.

Porém a regulação da concorrência (transversal) e a regulação do mercado de capitais estão cometidas a distintas pessoas jurídicas. Ao CADE incumbe a defesa da concorrência, sem que se especifique, *a priori*, qual o mercado sobre o qual incidirá o exercício da *função reguladora*. À CVM foi conferida a função reguladora do mercado de capitais, *ordem* cuja estrutura normativa ostenta limites que podem ser apreendidos.

A concorrência é valor caro ao mercado de capitais, e se expressa na forma do acesso a investidores e a emissores de valores mobiliários. Portanto, a concentração em setores de atividades desenvolvidas no mercado de capitais ou barreiras excessivas à entrada de investidores e emissores devem ser objeto do repertório da regulação[418] daquele mercado.

O notório conflito positivo entre CADE e BACEN para a regulação da concorrência em operações societárias envolvendo instituições financeiras, faz com que se questione não somente acerca da estrutura regulatória vigente em âmbito federal, mas da possibilidade jurídica a que reguladores setoriais empreendam instrumentos punitivos de combate ao abuso de poder econômico e, além, instrumentos de desconcentração compulsória não punitivos.

O art.174 da CRFB deve ser apreciado. Trata-se da *medida* da atuação estatal e face da autonomia privada constitucionalmente garantida. O planejamento, qualidade que informa a atuação estatal no processo econômico, é apenas indicativa para o setor privado. Dessa forma, não incidente fundamento ao recurso aos instrumentos punitivos, encontrar-se-ia, nos setores não-regulados, um limite constitucional a que o Estado enforme a atividade econômica empreendida pelo particular a unidade ou dimensão que lhe parece mais adequada.

Nos setores regulados, a questão se impõe no que tange à função normativa e à diversidade de órgãos. Isto porque já reconhecido em âmbito constitucional e legal ser imperiosa a atuação estatal na forma de regulação sobre aquele mercado.

Há, portanto, que se perquirir se a lei atributiva da função normativa ao órgão regulador setorial trouxe parâmetros claros acerca da possibilidade de aplicação de referida medida, compulsória, mas não punitiva, certamente cerceadora da autonomia privada.

Trata-se da densidade normativa mínima, *standards*, a ser exigida da lei atributiva de função normativa a órgão do Poder Executivo, para que se possa exercer o devido controle sobre a correção da atividade estatal. Em verdade, a própria aplicação do direito antitruste pela regulação setorial está a depender da densidade normativa da lei atributiva. Impossível afastar a competência do órgão concorrencial se ao regulador setorial não

---

[418] A este respeito, vide relatório What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil? , elaborado por Oxera Consulting Ltd. a pedido da CVM acerca da atividade de negociação e pós-negociacao de valores mobiliários no Brasil. Disponivel em: <http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Oxera%20report%2018062012.pdf>.

foram conferidos instrumentos adequados à aplicação da disciplina da defesa da concorrência naquele âmbito.

4.5. Atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais: diversidade de técnicas e diversidade de objetivos.

O Estado atua sobre o mercado de capitais para seu eficiente e regular funcionamento. Uma vez que a concorrência é o valor *mínimo* a toda atuação regulatória estatal, o *acesso* deve estar abrangido no repertorio regulatório de todos os setores da atividade econômica.

Porém, o princípio que norteia o mercado de capitais brasileiro é o *full disclosure*. Ou seja, o acesso a emissores de valores mobiliários deve necessariamente estar atrelado à contrapartida informacional, à adesão ao regime informacional.

O mercado de capitais é uma das fontes de financiamento da atividade produtiva e, assim, do desenvolvimento econômico regional e setorial. Porém, o acesso a essa modalidade de financiamento se encontra, *in totum*, adstrita ao princípio do *full disclosure*, que resultou da opção política realizada em meados do século passado. A estrutura normativa do mercado de capitais brasileiro é permeada pela exigência de transparência e pela possibilidade de escolha do investidor.

Estas são as criticas à adoção de alocação de recursos públicos (eis que derivados de incentivos fiscais) para o fomento da atividade econômica em determinadas regiões e setores via mercado de capitais, à custa da simétrica e regular divulgação de informações.

Não se ignora a importância do segmento de acesso a emissores de pequeno e médio porte, porém este deve se realizar sem que haja integral sacrifício ao cumprimento das normas que deriva do princípio do *full disclosure*. A exigência de registro de emissora e de registro de emissão somente pode ser afastado se outros mecanismos garantidores da transparência se fizerem presentes de forma suficiente. Não foi o que ocorreu no mercado de títulos e valores mobiliários incentivados criado na década de 1980.

Ainda que se queira afirmar que referida política setorial também contemplava por objetivo o fomento do próprio mercado de capitais, com a ampliação de emissores listados e de investidores via fundos de investimento, não se pode concordar com o sacrifício imposto ao resguardo da informação.

Críticas também podem ser feitas sob a ótica do controle da aplicação dos recursos públicos no desenvolvimento de empreendimentos setoriais e regionais. Suficiente observar que a combinação da técnica indutiva com a técnica da divulgação de informações não foi apta a espraia a transparência, princípio do mercado de capitais, à outra ordem.

Explica Norberto Bobbio que a crítica de um instituto deve começar pela crítica à sua função, o que inclui perquirir acerca da possibilidade de se estar diante de uma função negativa. Análise funcional do instituto, verificar a maior ou menor utilidade que aquele instituto desempenha.

Dessa forma, no que tange à técnica indutiva adotada por ocasião do mercado de títulos e valores mobiliários incentivados, pode-se pensar em função negativa, a exigir não a correção (para a disfunção), mas a transformação do sistema no que tange à atuação do Estado *sobre* o mercado de capitais por indução.

4.4. Prestação de serviços públicos e exercício *atividade econômica em sentido estrito* pelo Estado e a regulação do mercado de capitais

A alteração do marco regulatório do setor elétrico brasileiro realizada no final de 2012[419] perfaz um destes casos concretos interessantes, a revelar a incidência, como feixes, no mesmo cenário, a atuação do Estado *sobre* a atividade econômica em sentido estrito, o mercado de capitais; o Estado agente econômico *no* mercado de capitais; a atuação do Estado na ordenação de serviço público, no setor elétrico; o Estado prestador de serviço público, no setor elétrico. Permeiam o espaço, assim, diferentes finalidades a serem atendidas pelo Estado, para o que este instrumentaliza técnicas diversas, a se refletirem de formas diversas para grupos distintos de agentes econômicos, em especial os investidores e os usuários do setor elétrico, produtores (indústria, serviços) e consumidores, não em termos binários, mas na dinâmica da intrínseca conflituosidade, inerente aos direitos coletivos em sentido lato.

Cumpre retomar em breves linhas a descrição deste caso concreto, realizada no início deste trabalho: em meio a preocupações com o crescimento do setor produtivo e com

[419]Vide Capítulo 1: 1.4. Apontamentos sobre a evolução histórica da atuação estatal no processo econômico no Brasil, p. 72-103.

pressões inflacionárias, foi editada a Medida Provisória 579/2012, que introduz relevantes alterações no denominado Novo Modelo do Setor Elétrico , marco regulatório instituído pela Lei nº 10.848/2004, centradas na modicidade tarifária e na garantia de suprimento de energia elétrica.

A Medida Provisória dispôs sobre os contratos de concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, outorgadas anteriormente à Lei nº 8.987/1995, e estabeleceu o regime de cotas para comercialização da energia gerada por usinas hidrelétricas. Segundo a Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU, busca-se a captura da amortização e depreciação dos investimentos realizados nos empreendimentos de geração e nas instalações de transmissão e de distribuição de energia elétrica, em benefício das almejadas modicidade tarifária e segurança energética.

Para tanto, em seus Capítulos I e II, a Medida Provisória estabeleceu a faculdade de a União Federal prorrogar as concessões vincendas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica pelo prazo máximo de até 30 (trinta) anos e as concessões de geração de energia termelétrica pelo prazo máximo de até 20 (vinte) anos, por uma única vez, desde que haja aceitação expressa, pelas atuais concessionárias, das seguintes condições: I - remuneração por tarifa calculada pela Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL para cada usina hidrelétrica; II - alocação de cotas de garantia física de energia e de potência da usina hidrelétrica às concessionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional - SIN, a ser definida pela ANEEL, conforme regulamento do poder concedente; e III - submissão aos padrões de qualidade do serviço fixados pela ANEEL .

Foi estabelecido que a tarifa ou receita de que trata Medida Provisória deverá considerar, quando houver, a parcela dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados, não depreciados ou não indenizados pelo poder concedente, e será revisada periodicamente na forma do contrato de concessão ou termo aditivo (art. 15). O cálculo do valor de referidos investimentos, para estes fins ou para indenização, utilizará como base a metodologia de valor novo de reposição, conforme critérios estabelecidos em regulamento do poder concedente. A redação original do §2º do art. 15 da Medida Provisória 579 previu que os bens reversíveis vinculados às concessões de transmissão de energia elétrica alcançadas pelo § 5º do art. 17 da Lei nº 9.074, de 1995, existentes em 31 de maio de 2000, independentemente da vida útil remanescente do equipamento, deveriam

ser considerados totalmente amortizados pela receita auferida pelas concessionárias de transmissão, não sendo indenizados ou incluídos na receita estabelecida conforme o *caput* do art. 15.

O Capítulo III da Medida Provisória 579 disciplinou a licitação. Prevê que as concessões de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica que não forem prorrogadas, nos termos da referida Medida Provisória, serão licitadas, na modalidade leilão ou concorrência, por até trinta anos. Na sequência, estabeleceu que o cálculo do valor da indenização correspondente às parcelas dos investimentos vinculados a bens reversíveis, ainda não amortizados ou não depreciados, utilizará como base a metodologia de valor novo de reposição, conforme critérios estabelecidos em regulamento do poder concedente.

A alteração do marco regulatório foi recebida de forma polêmica pelos participantes do Setor Elétrico Brasileiro. O prazo limite para a assinatura dos aditivos contratuais pelas concessionárias com vista à prorrogação da concessão nos termos da Medida Provisória 579 foi fixado em 04 de dezembro de 2012.

Desta feita, em 14 de novembro de 2012, o conselho de administração da ELETROBRÁS convocou a Assembleia-Geral Extraordinária para a deliberação sobre a prorrogação dos Contratos de Concessão n° 062/2001 - ANEEL e 004/2004 – ANEEL (Eletrobras Furnas); 058/2001 - ANEEL e 02/2012 - ANEEL (Eletrobras Eletronorte); 061/2001 - ANEEL e 006/2004 - ANEEL (Eletrobras Chesf); e 057/2001 - ANEEL (Eletrobras Eletrosul), nos termos da aludida Medida Provisória, para o dia 03 de dezembro de 2012.

Há que se ter em mente que, segundo o Ministério de Minas e Energia, no que tange à geração de energia elétrica, 20 (vinte) contratos de concessão ostentavam vencimento entre 2015 e 2017, totalizando 22.341 MW de potência instalada, equivalentes a aproximadamente 20% (vinte por cento) do atual parque gerador do Brasil. A ELETROBRÁS, sociedade de economia mista controlada pela União Federal e companhia aberta registrada junto à CVM, *holding* por excelência no Setor Elétrico Brasileiro, detém participação de 67,26% da potência instalada.

Além da acentuada queda no valor da receita calculada sob a disciplina da Medida Provisória 579, o tratamento conferido às parcelas dos investimentos ainda não

amortizados, não depreciados ou não indenizados pelo Poder Concedente revelou-se fator de grande incerteza entre os acionistas das sociedades concessionárias.

Nota-se, assim, que as alterações no marco regulatório do setor elétrico e a perspectiva de significativa queda na receita se mostraram relevantes na oscilação do preço de mercado dos valores mobiliários de emissão da referida sociedade de economia mista, a incerteza a dificultar a tomada de decisão pelo investidor cingiu-se aos critérios para indenização fixados pela Medida Provisória 579 a cada cenário (prorrogação ou não prorrogação da concessão).

A Proposta apresentada pela Administração da companhia aberta aos acionistas da ELETROBRÁS foi integrada por estudos que indicaram queda de 70% (setenta) por cento no valor da receita. No que tange ao valor da indenização, o estudo destacou que na apresentação da metodologia de cálculo pelo Ministério de Minas e Energia e pela ANEEL, não havia sido esclarecido que, nos valores das indenizações, ainda não foram considerados os investimentos em reformas, melhoramentos e ampliações das instalações existentes. Tal tema, afirmou o estudo, seria objeto de posterior regulamentação pelo Poder Concedente, a ser realizado pela ELETROBRAS após um levantamento detalhado dos valores envolvidos e um pleito específico para ajuste dos valores da indenização no próximo ciclo de revisão das tarifas. O estudo divulgado pela Administração da ELETROBRÁS aos acionistas informou, ainda, que em caso de prorrogação dos contratos, as empresas deveriam aderir aos termos e condições dos novos contratos e, assim, reconhecer a perda de ativo (na forma de provisão), no montante de R$ 17.787 milhões (diferença entre resíduo contábil e valor da indenização).

Em 27 de novembro de 2012, acionistas da ELETROBRAS formularam à CVM pedido de interrupção do prazo de convocação da Assembleia Geral Extraordinária, com fundamento no art. 124, §5º, inciso I, da Lei 6.404/1976, por entenderem que a Proposta da Administração padeceria de equívocos, omissões e imprecisões quanto às informações disponibilizadas aos acionistas, bem como de reconhecimento de impedimento de voto da União Federal e dos acionistas a ela vinculados, em razão da existência de conflito de interesses.

Desta feita, em 29 de novembro de 2012 foi editada a Medida Provisória 591, a qual altera a redação do mencionado §2º do art. 15 da Medida Provisória 579, para autorizar o Poder Concedente a pagar, na forma de regulamento, para as concessionárias que optarem pela prorrogação prevista na Medida Provisória 579, nas concessões de

transmissão de energia elétrica alcançadas pelo §5º do art. 17 da Lei 9.074, de 1995, o valor relativo aos ativos considerados não depreciados existentes em 31 de maio de 2000, registrados pela concessionária e reconhecidos pela ANEEL.

Nos termos da Exposição de Motivos Interministerial nº 0050-A/2012 MME/AGU/MF: Noutras palavras, esta medida provisória constitui-se em elemento definitivo para a tomada de decisão do concessionário para assinatura do aditivo ao contrato de concessão do serviço público de transmissão no próximo dia 04 de dezembro de 2012. Esta data justifica, inclusive, a urgência desta medida provisória .

A seu turno, a justificativa do elemento urgência constante da Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU, pertinente à Medida Provisória 579, indica a data de vencimento de uma série de contratos de comercialização de montante significativo de energia elétrica fixada em 31 de dezembro de 2012 para demonstrar a premência das medidas necessárias à alteração do marco regulatório daquele setor.

Ao apreciar o pedido formulado pelos acionistas da ELETROBRAS, em reunião de 30 de novembro de 2012, o Colegiado da CVM notou que naquela data a companhia aberta havia divulgado comunicado ao mercado para esclarecer alguns dos questionamentos existentes acerca da Medida Provisória 579, da Assembleia-Geral Extraordinária e da Medida Provisória 591, editada no dia anterior, bem como que o Ministério das Minas e Energia havia publicado em sua página na rede mundial de computadores, naquele dia, uma nota na qual ratificava o entendimento da ELETROBRAS sobre a mencionada questão.

O Colegiado da CVM adotou o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP pela não interrupção do prazo de convocação da AGE (art. 124, §5º, II, da Lei nº 6.404/76), uma vez que a interrupção de referido prazo se destina a permitir ao Colegiado da CVM conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia a fim de verificar se a deliberação proposta ao conclave viola dispositivos legais ou regulamentares. O Colegiado da CVM não vislumbrou ilegalidade em se propor aos acionistas da sociedade de economia mista aberta concessionária de serviço no setor elétrico deliberar sobre a prorrogação dos Contratos de Concessão nos termos da MP 579.

O pedido formulado pelos acionistas minoritários também foi apreciado à luz do art. 124, §5º, I, da Lei nº 6.404/76, ou seja, à luz da possibilidade do Colegiado da CVM aumentar o prazo de convocação para a realização da assembleia em razão de deficiências

informacionais na divulgação da proposta a ser objeto da deliberação. O Colegiado da CVM entendeu que a Companhia forneceu informações razoáveis, considerando a matéria submetida à AGE e as informações que estavam disponíveis no momento em que a assembleia foi convocada. Ressaltou, ainda, que as informações que alegadamente teriam sido omitidas estavam, de modo geral, à disposição dos acionistas, seja na própria proposta ou na documentação que lhe dá suporte. No tocante ao cálculo da indenização, o Colegiado da CVM anotou que a Companhia apresentou as razões pelas quais entende serem corretas as informações questionadas pelos minoritários, nomeadamente no que se refere ao valor das indenizações que seriam devidas nos cenários de prorrogação ou de não prorrogação das Concessões, e que o Ministério das Minas e Energia publicou nota em 31 de novembro de 2012 na qual ratifica o entendimento da ELETROBRAS neste ponto.

O pedido formulado pelos investidores no tocante ao prazo para a realização da AGE restou indeferido pelo Colegiado da CVM, mormente em razão do fato de que a ELETROBRAS teria até o dia 04 de dezembro de 2012 para emitir uma decisão acerca da prorrogação dos Contratos de Concessão nos termos da Medida Provisória 579 e, assim, a tomada de qualquer medida pela CVM que inviabilizasse a realização da aludida Assembleia no dia 03 daquele mês significaria impedir os acionistas de se manifestarem sobre a matéria reunidos em assembleia.

Finalmente, com relação ao pedido dos acionistas minoritários para que o Colegiado da CVM se manifestasse pelo impedimento de voto da União Federal, acionista controladora da ELETROBRAS, e dos acionistas a ela vinculados na AGE, a autoridade reguladora afirmou não ser possível formar, de plano e nos estritos limites do processo administrativo daquela natureza, convicção suficiente sobre a matéria, uma vez que diversos elementos exigiriam uma análise própria e mais aprofundada, entre os quais a própria natureza das sociedades de economia mista e o art. 238 da Lei nº 6.404/76, que expressamente autoriza o controlador a "orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação".

Destaque-se a análise realizada pela SEP, em caráter preliminar, acerca deste ponto:

> Da forma como os Requerentes apresentaram a questão, parecia haver um conflito muito claro, na medida em que a aprovação das prorrogações implicaria a renúncia de R$17,787 bilhões, que poderiam ser obtidos caso as concessões não fossem renovadas.

> Contudo, não há, ou pelo menos não é tão clara, a relação de causalidade entre a prorrogação das concessões e o valor da indenização. O texto da MP 579 não permite essa inferência e, para a administração da Eletrobrás, não há sequer dúvida de que o valor da indenização foi determinado pela medida provisória e demais normas infralegais de modo independente da opção de prorrogar as concessões.
>
> Se é verdade que o valor das indenizações foi definido pela MP 579 e sua regulamentação, o voto da União na Assembleia será incapaz de alterá-lo, não havendo que se cogitar em conflito de interesses por esse motivo.
>
> Poder-se-ia argumentar, como de fato se argumentou, que a prorrogação das concessões obstaria que a Eletrobrás viesse a futuramente demandar em juízo da União uma indenização por valor maior, o que já bastaria para demonstrar o conflito de interesses.
>
> Contudo, a relevância dessa renúncia à possibilidade de litigar também depende da plausibilidade do direito pelo qual se quer litigar. Se a possibilidade de obtenção de indenização superior a R$14 bilhões for – como sugere a administração da Eletrobrás – inexistente, a importância da renúncia ao direito de demandar tal valor também o será.
>
> Desse modo, a análise quanto a um eventual impedimento de voto da União demandaria uma análise mais aprofundada, impossível de ser feita no âmbito de um processo sumário como o de interrupção de assembleia [420].

O Colegiado da CVM reconheceu a importância de evoluir na discussão acerca do conflito de interesses nas sociedades de economia mista, considerada, no caso concreto, como elemento adicional de complexidade e diante dos fatos trazidos ao seu conhecimento, e tendo em vista, mais uma vez, a natureza preliminar, cautelar e emergencial inerentes à análise de pedidos pertinentes à interrupção ou prorrogação de prazo para a convocação de assembleia geral, reconheceu o Colegiado da CVM não ter elementos suficientes para afirmar, categórica e peremptoriamente, a existência do alegado conflito de interesses capaz de impedir o direito de voto do controlador naquele específico caso. O Colegiado da CVM decidiu que, naquele momento, restaria à própria União Federal e aos acionistas eventualmente a ela vinculados avaliar se se encontravam em situação de conflito de interesses no que tange à renovação das concessões da ELETROBRAS e às consequências dessa decisão sobre o valor das indenizações, devendo, se fosse o caso, absterem-se de exercer seu direito de voto na Assembleia.

Finalmente, importante ressaltar que o indeferimento do pedido formulado pelos minoritários ocorreu sem prejuízo das análises subsequentes que a Superintendência de

---

[420]COMISSAO DE VALORES MOBILIARIOS. RA/CVM/SEP/GEA-3/nº 102/12, de 30.11.12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

Relações com Empresas da CVM desenvolve para apurar eventual infração à Lei 6.385/1976 e à Lei 6.404/1976 pelos acionistas e administradores da ELETROBRAS.

4.5. Contradições e imprecisões da atuação do Estado. Perspectivas e desafios.

Retoma-se a observação tecida no que tange à interação entre regulação setorial e mercado de capitais. A alteração de marco regulatório do setor elétrico deveria considerar a estrutura normativa do mercado de capitais, especialmente o princípio do *full disclosure*. A urgência na adoção do novo marco regulatório está descrita na Exposição de Motivos Interministerial que acompanhou a proposta de Medida Provisória. De toda sorte, as informações pouco claras (ou claras, mas que após foram alteradas por meio de uma segunda Medida Provisória, publicada no curso do prazo de convocação para assembleia geral extraordinária) acerca da possibilidade e do montante da indenização a ser paga pelo Poder Concedente, no caso a própria União Federal controladora, à sociedade de economia aberta concessionaria, foram objeto de amplas incertezas entre investidores.

No que tange ao conflito de interesses aventado pelos minoritários, suposto impedimento ao voto da União Federal na assembleia geral, tendo em vista o objeto social da ELETROBRAS, a renovação do contrato de concessão para prestação de serviços de energia elétrica se mostra pertinente ao interesse social e ao interesse público. A questão se centra no montante a ser recebido pela concessionária pelos investimentos não amortizados, a indenização, fonte de tanta incerteza e objeto de duas Medidas Provisórias e um sem numero de atos normativos e estudos da agencia reguladora. O Poder Concedente apresentará o valor da indenização à concessionária. Se esta dissentir, poderá recorrer ao Poder Judiciário para provar o quanto lhe deve ser indenizado por força de contrato de concessão. Porém, em se tratando de sociedade de economia mista, a depender das previsões estatutárias e do valor da indenização (para se aferir a alçada do Conselho de Administração, se houver), ajuizar ou não ajuizar ação em face da União, Poder Concedente, ficará a cargo de deliberação assemblear. Nesse caso, *nemo iudex in causa própria*, a indicar que a União Federal, Poder Concedente e acionista controladora, não deve se manifestar em assembleia acerca do valor da indenização a ser paga, ou não, à ELETROBRAS, sua controlada.

Finalmente, há que se apurar se a conduta dos administradores da sociedade de economia mista aberta, aos quais incumbe apresentar informações aos acionistas acerca de proposta recebida pela companhia (renovação de contrato de concessão), tão completas e suficientes quanto possível, foi consentânea com os deveres previstos na Lei 6.404/1976. Repisando o compromisso do administrador para com o interesse social e o bom funcionamento da companhia, não estando adstrito ao acionista controlador que o elegeu quanto à correta prestação de informações aos acionistas.

NOTAS CONCLUSIVAS

Estado está a significar uma plêiade de pessoas jurídica de direito público, pessoas jurídicas de direito privado, entes despersonalizados (fundos), atuantes em diversos setores, com diversos objetos sociais, sob diversos regimes jurídicos, em busca da consecução de diversas finalidades.

Ao atuar no mercado de capitais sob as diversas formas previstas no ordenamento jurídico, o Estado assim o faz para encetar não somente a regulação deste específico mercado. Atua com vistas à regulação setorial de outro campo (petróleo, telecomunicações, elétrico); à captação de recursos junto à poupança popular para o desenvolvimento da infraestrutura necessária à prestação de serviços públicos e para o crescimento do setor produtivo privado; à utilização dos instrumentos de mercado destinados à administração dos mais diversos riscos para o atendimento de metas de politica econômica e de política fiscal; à consecução dos objetivos caros à previdência (entidade fechadas de previdência complementar, os fundos de pensão).

Observa-se, assim, que o Estado busca sua legitimidade na implementação das políticas públicas e, para tanto, não prescinde do mercado de capitais, o qual recebe o constante e dinâmico influxo da atuação estatal. A CRFB, em seu art. 174, dispôs acerca de uma essencial *qualidade* a ser conferida à atividade econômica em sentido lato: o *planejamento,* obrigatório para o setor público e facultativo para o setor privado; apto a influenciar não somente no agir da Administração Pública, mas também no setor privado, a conferir racionalidade e a previsibilidade, elementos caros ao processo econômico.

A ausência de clareza na exposição da atuação do Estado na economia dificulta sobremaneira o controle que a população deve realizar sobre correção da atividade estatal, pois foi atribuída ao planejamento a tarefa de conferir consistência racional à atuação estatal, ao formular os objetivos e diretrizes das políticas públicas a serem implementadas[421]. Acrescente-se que ao planejamento também foi conferida importante

---

[421]Nos dizeres de Fábio onder Comparato: Como toda organização de poder, o Estado define-se pela estrutura interna dos seus órgãos e pela determinação das finalidades ou funções a serem exercidas (Cf. *Rumo à Justiça*, p. 301). O autor ressalta que para garantir minimamente a consecução dos objetivos previstos no art. 3º da CRFB mostra-se indispensável reorganizar a estrutura estatal, com a criação de um órgão autônomo de planejamento, nas esferas federal, regionais (art. 43 da CRFB) e metropolitanas (art. 25, §3º, da CRFB), ao qual seria atribuída competência exclusiva para a elaboração de planos de desenvolvimento, programas sociais e orçamentos plurianuais. Mais que isso, propõe o autor a participação do povo em plebiscito para aprovação de suas diretrizes, seguidas da decisão final do órgão parlamentar

função no que tange à relação entre as diversas formas de atuação estatal em sua dinâmica e a atuação dos agentes econômicos: é a *medida* imposta pela CRFB, a ser aferida a cada momento, para o *equilíbrio* entre atuação estatal e autonomia privada.

A interação da sociedade com o *agir* estatal faz-se imprescindível no planejamento[422] e na formulação das políticas públicas; na formulação de planos destinados a setores específicos do processo econômico, identificado como sensíveis, entre os quais o mercado de capitais (regulação da atividade econômica)[423]; bem como na formatação do interesse público específico no âmbito da empresa estatal[424]. Identifica-se, assim, a importância da formulação de arranjos institucionais e mecanismos voltados à mencionada interação, para o que o direito desempenha papel relevante.

A concepção da imprescindibilidade da interação entre sociedade e *agir* estatal advém do reconhecimento de que a regulação da atividade econômica - expressão aqui necessariamente adotada em seu sentido lato - não se volta ao atingimento de um resultado ótimo predeterminado, mas sim à criação de canais de transmissão do conhecimento econômico adquirido de forma difusa na sociedade e das condições para um *devido processo econômico*[425], garantia institucional da correção e do equilíbrio deste processo, por meio da inclusão mais ampla possível (acesso) e de nível de informações mais equilibrado possível, a permitir a formação própria de escolhas pelos agentes econômicos.

A interação entre sociedade e *agir* estatal na regulação da atividade econômica por meio de formas democráticas é apta a revelar a definição de objetivos valorizados, e a integrar às formas de atuação estatal no processo econômico e, assim, no mercado de capitais, a proteção de outros valores constitucionalmente previstos, como o meio ambiente e o desenvolvimento equilibrado do País.

---

competente, bem como a criação de um Conselho para atuar no referido órgão, que contaria com a participação de setores importantes da sociedade civil (empresários, trabalhadores, pesquisadores, conselheiros populares, entre outros).

[422]COMPARATO, Fábio Konder. *Rumo à justiça*, cit., p. 301.

[423]MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. op. cit., p. 155-158.

[424]PINTO JUNIOR, Mario Engler. op. cit., p. 245; 347.

[425]SALOMÃO FILHO, Calixto. Poder econômico: a marcha da aceitação, cit., p. 21-23; *Regulação e desenvolvimento*: novos temas, cit., p. 9-69.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010.

ADVOCACIA-GERAL DA UNIÃO. Parecer n. AGU/LA-01/2001. Disponível em: <http://www.agu.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

AKERLOF, G. The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, 1970.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro*: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 2001.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

_____. A concepção pós-positivista do princípio da legalidade. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 236, p. 51-64, abr./jun. 2004.

_____. *Curso de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

_____. A legitimação democrática das agências reguladoras. In: BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Agências reguladoras e democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 1-20.

ARENDT, Hannah. *Sobre a violência*. Trad. de André Duarte. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 1945.

_____. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione.* Milano: Giuffrè, 1952.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio K. Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 35, n. 104, p. 109-126, out./dez. 1996.

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 12. ed. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011.

BALASSIANO, Luis Alberto Lichtenstein. *Efetividade das sanções pecuniárias impostas por entidades reguladoras*: o protesto extrajudicial da dívida ativa. 2012: Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação em Direito do Estado e da Regulação). Escola de Direito do Rio de Janeiro - FGV DIREITO RIO - Fundação Getúlio Vargas, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Convênio de 28 out. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.b>. Acesso em: 09 jan. 2013.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Curso de direito administrativo*. 21. ed. rev. e atual. até a Emenda Constitucional 52, de 8.3.2006. São Paulo: Malheiros Ed., 2006.

BECKER, Alfredo Augusto. *Teoria geral do direito tributário*. 5. ed. São Paulo: Noeses, 2010.

BERCOVICI, Gilberto. O ainda indispensável direito econômico. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudinei de (Orgs.). *Direitos humanos, democracia e república*: homenagem a Fábio Konder Comparato. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 503-519.

BERLE JR, A. A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1967.

BLACK, Bernard S. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, v. 48, p. 781-855, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=182169>. Acesso em: 10 abr. 2005.

BNDES PARTICIPAÇÕES S/A – BNDESPAR. Estatuto Social. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndespar.html. Acesso em 25 mar. 2013.

_____. Strengthening Brazil's securities markets. *Stanford Law School*, 2000. Disponível em: <http://www.papers.ssrn.com/papers.taf?abstract_id=247673>. Acesso em: 10 abr. 2005.

BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

_____. Em direção a uma teoria funcionalista do direito. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

_____. Direito e ciências sociais. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

_____. Estrutura e função na teoria do direito de Kelsen. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

_____. A função promocional do direito. In: _____. *Da estrutura à função:* novos estudos de teoria do direito. Trad. de Daniela Beccaccia Versiani; rev. téc. de Orlando Seixas Bechara, Renata Nagamine. São Paulo: Manole, 2007.

_____. Kelsen e o problema do poder. Kelsen e o poder jurídico. Max Weber e Hans Kelsen. In: _____. *Direito e poder*. Trad. de Nilson Moulin. São Paulo: UNESP, 2008.

_____. *Teoria do ordenamento jurídico.* Tradução de Maria Celeste Cordeiro Leite dos Santos. 7. ed. Brasília: Universidade de Brasília, 1996.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Dados e notas Bovespa: abr./jun. 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/dadosnotas.pdf>. Acesso em: 19. mar. 2013.

BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castellar. O Papel da poupança compulsória no financiamento do desenvolvimento: desafios para o BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 17-36, jun. 1994. Disponível em: <www.bndes.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson Lakz. *A nova Lei das S/A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Administradores Independentes e Independência dos Administradores (Regras Societárias Fundamentais ao Estímulo do Mercado de Capitais Brasileiro). In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 571-593.

_____. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.). *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros Ed., 2012. p. 190-228.

CINTRA, Antonio Carlos de Araújo; DINAMARCO, Cândido R.; GRINOVER, Ada Pellegrini. *Teoria geral do processo*. 13. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 1997.

COFFEE, John C.; SELIGMAN, Joel; SALE, Hillary A. *Securities regulation*: cases and materials. 10th ed. New York: Foundation Press, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ata da Reunião Extraordinária do Colegiado de 28. dez. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Ata da sessão de julgamento. PAS TA-RJ2001/11949. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jan. 2013.

_____. Convênios. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jan. 2013.

_____. Decisão do Colegiado: PA CVM RJ2003/0499. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo RJ 2005/0739. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

_____. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 19 jul. 2011.

_____. Edital de Audiência Pública 01/2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 12 fev. 2013.

_____. Extrato da Ata da Sessão de Julgamento do processo administrativo sancionador CVM Nº RJ2009/4768. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 jan. 2013.

_____. Extrato da Sessão de Julgamento de 14/12/2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Extrato da Ata da Sessão de Julgamento do processo administrativo sancionador CVM Nº RJ2009/4768. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 05 jan. 2013.

_____. Extrato de sessão de julgamento: Processos Administrativos Sancionadores IA nº 17/01, TA nº 6094/01 e TA nº 3535/02. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 ago. 2005.

_____. Extrato de Reunião do Colegiado da CVM 34/12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Nota explicativa à Instrução CVM 475/2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Nota explicativa à Instrução CVM 308/1999. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09. jan. 2013.

_____. Nota explicativa da Instrução CVM nº 92/1988. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

_____. Parecer de Orientação CVM 19/90. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 2013.

_____. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso ao Processo Administrativo Sancionador 16/2008, 28 ago. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. RA/CVM/SEP/GEA-3/nº 102/12, de 30.11.12. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. *Regulação do mercado de valores mobiliários*: fundamento e princípios. Rio de Janeiro, 1979.

_____. Relatório Anual 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

_____. Relatório Anual 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jan. 2013.

_____. Relatório Anual 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 jan. 2013.

_____. Relatório de Audiência Pública nº 01/11. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Relatórios Anuais 2008 a 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

_____. Superintendência de Relações com Empresas. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/N° 01/2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 mar. 20.

COMPANHIA DE SANEAMENTO AMBIENTAL DO DISTRITO FEDERAL – CAESB. Prospecto de Oferta Pública. Disponível em: <http://www.caesb.df.gov.br/images/arquivos_pdf/CAESBDEFPRINT.pdf>. Acesso em 09 jan. 2013.

COMPARATO, Fabio Konder. As ações de sociedade anônima como valores mobiliários: natureza e efeitos do registro acionário. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. Ensaio sobre o juízo de constitucionalidade de políticas públicas. *Interesse Público*, Belo Horizonte, v. 4, n. 16, out. 2002. Disponível em: <http://bdjur.stj.jus.br/dspace/handle/2011/31244>. Acesso em: 05 dez. 2012.

_____. *Ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

_____. Estado, empresa e função social. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 85, n. 732, p. 38-46, out. 1996.

_____. O indispensável direito econômico. In: _____. *Ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. Ordem Econômica na Constituição brasileira de 1988. *Revista de Direito Público*, São Paulo, ano 23, n. 93, p. 263-276, 1990.

_____. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In: _____. *Direito empresarial*: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. *Rumo à justiça*. São Paulo: Saraiva Jurídico, 2010.

_____. Sociedade de economia mista transformada em sociedade anônima ordinária – inconstitucionalidade. *Revista Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 25, p. 61-68, 1999

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation:* cases and materials. 4. ed. New York: Aspen Publishers, 2004.

CROZIER, Michel. Relações de poder e situação de incerteza: o sistema de organização burocrática. In: _____. *O fenômeno burocrático*: ensaio sobre as tendências burocráticas dos sistemas de organização modernos e suas relações, na França, com o sistema social e cultural. Trad. de Juan A. Gili Sobrinho, Brasília: Universidade de Brasília, 1981. p. 211-303.

DE LUCCA, Newton. *Regime juridico da empresa estatal no Brasil*. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, 1986.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo: 2005.

DUARTE, Soraia de Oliveira. *Governança corporativa, mercado de capitais e desenvolvimento econômico*: estudos de caso dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México. 2011. Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-Americana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *As novas estruturas organizacionais das bolsas*. 2008. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. O Estado como acionista controlador de companhias integrantes do mercado acionário – o Caso Vale . In: _____. *Questões de direito societário e de mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. (Série Estudos Especiais n. 3).

_____. *Questões de direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. *Reforma das S.A. & do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

_____. Os valores mobiliários na nova Lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 40, n. 124, p 72-79, out./dez. 2001.

_____; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 2. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESPOSITO, Alexandre Siciliano. O setor elétrico brasileiro e o BNDES: reflexões sobre o financiamento aos investimentos e perspectivas. In: BNDES 60 **anos: perspectivas setoriais**. Out. 2012, p. 190-231**. Disponível em:** <http://www.bndes.gov.br>.

ESTADO Ltda. *Época*, São Paulo, n. 682, p. 64-70, jun. 2011.. Reportagem de José Fucs e Marcos Coronato.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. Direito e liberdade. In: _____. *Estudos de filosofia do direito*: reflexões sobre o poder, a liberdade, a justiça e o direito. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. *Estudos de filosofia do direito*: reflexões sobre o poder, a liberdade, a justiça e o direito. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. As origens do Estado contemporâneo ou o Leviathan gestor da economia. *Revista Brasileira de Filosofia*, São Paulo v. 36, n. 148, p. 198-313, out./dez. 1987.

_____. O problema das lacunas e a filosofia de Miguel Reale. In: LAFER, Celso; FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. *Direito política filosofia poesia:* estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale em seu octogésimo aniversário. São Paulo: Saraiva, 1992.

FILOMENO, José Geraldo Brito. Empresas de avaliação de riscos – *ratings* – e sua responsabilidade. In: KALANSKY, Daniel; PERIN JÚNIOR, Écio; PEYSER, Luis (Coords.). *Direito empresarial*: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado. São Paulo: Método, 2005.

FINDLAW. *SEC v. W. J. Howey Company*. Disponível em: <http://laws.findlaw.com/us/328/293.html>. Acesso em: 01 dez. 2005.

FISS, Owen. A burocratização do Poder Judiciário. In: *Um novo processo civil*: estudos norte-americanos sobre jurisdição, constituição e sociedade. Tradução de Daniel Porto Godinho da Silva e Melina de Medeiros Rós. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2004. p. 163-203.

FOCAULT, Michel. A governamentabilidade. In: _____. *Microfísica do poder.* Tradução de Roberto Machado. Rio de Janeiro: Graal, 2010. p. 277-193.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012.

_____. Os perfis do mercado. In: _____. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das deliberações de assembléia das SA*. São Paulo: Malheiros Ed., 1999.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II. Sociedade anônima. Mercado de valores mobiliários*. 2. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2009.

FRIEDMAN, Milton. The influence of the general theory. In: _____. John Maynard Keynes. *FRB Richmond Economic Quarterly*, v. 83, n. 2, p. 1-23, Spring 1997. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2129832>. Acesso em: 15 jan. 2013.

_____. John Maynard Keynes. *FRB Richmond Economic Quarterly*, v. 83, n. 2, p. 1-23, Spring 1997. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2129832>. Acesso em: 15 jan. 2013.

FRONTINI, Paulo Salvador. Ação civil pública e separação dos poderes do Estado. In: MILARÉ, Edis (Coord.). *Ação civil pública:* Lei 7.537/1985 – 15 anos. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

_____. Ação civil pública em tutela de direitos difusos: condições da ação – indagações sobre a possibilidade jurídica do pedido, interesse processual e legitimidade dos efeitos jurídicos. In: MILARÉ, Edis (Coord.). *A ação civil pública após 20 anos:* efetividade e desafios. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

_____. Cédula de crédito bancário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 119, p. 52-67, 2000.

_____. A Comissão de Valores Mobiliários e a Lei 6.616/1978: uma charada processual! *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 32, p. 103-105, 1978.

_____. Função social da companhia: limites do poder de controle. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 533-551.

_____. A governabilidade; questionamentos para além da política. Supremo Tribunal Federal, Guarda da Constituição . Reflexões em tema de jurisdição voluntária. In: BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto; MELO, Claudinei de (Orgs.). *Direitos humanos, democracia e república*: homenagem a Fábio Konder Comparato. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 873-888.

GALGANO, Francesco. Un diritto di classe per i mercanti politici della società comunale. In: _____. *Lex mercatoria*. Bologna: il Mulino, 2001.

_____. *Lex mercatoria*. Bologna: il Mulino, 2001.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory dualism as a development strategy*: corporate reform in Brazil, the U.S., and the EU. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper*. n. 390, Mar. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1541226>. Acesso em 15. mar. 2013.

GOLDBERG, Daniel Krepel. A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol, dos valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 42, n. 129, p. 73-82, jan./mar. 2003.

GRAU, Eros Roberto. Comentário: o Estado e a ordem econômica segundo Themístocles Cavalcanti, 60 anos depois. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 101, n. 922, p. 47-51, ago. 2012.

_____. Crítica e defesa da legalidade. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011.

_____. Crítica da discricionariedade e restauração da legalidade e crítica da *separação dos* poderes: as funções estatais, os regulamentos e a legalidade no direito brasileiro, as leis-medida. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 189-251.

_____. Crítica da Separação dos Poderes . In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011.

_____. O direito do modo de produção capitalista e a teoria da regulação. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 116-144.

_____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011.

_____. As formas de atuação do Estado em relação ao processo econômico: a noção de atividade econômica: o direito econômico. In: _____. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2010.

_____. Lucratividade e função social nas empresas sob o controle do Estado. . *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 55, p. 35-59, 1984.

_____. Os modelos de direito forma e de direito moderno e a dupla desestruturação do direito. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 93-115.

_____. Modo de regulação capitalista e regulação. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 116-125.

_____. Nota introdutória sobre o direito. In: _____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 8. rev. ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2011.

_____. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros Ed., 2010.

_____; FORGIONI, Paula A. Ato administrativo: características e presunção de legitimidade. Ausência de competência do CDE para apreciar os atos administrativos praticados pelo BACEN no âmbito de processo de liquidação extrajudicial. In: GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula A. (Orgs.). *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros Ed., 2005. p. 210-227.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier H.; SQUIRE, Richard C. Law and the Rise of the Firm. *ECGI - Law Working Paper,* n. 57/2006, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=873507>. Acesso em: 19 dez. 2007.

HAYEK, Friedrich A. The use of knowledge in society. *American Economic Review*, v. 35, n. 4. p. 519-530, 1945. Disponível em: <http://www.econlib.org/library/Essays/hykKnw.html>. Acesso em: 15 jan. 2013.

HESSE, Konrad. *A força normativa da Constituição*. Tradução de Gilmar Ferreira Mendes. Porto Alegre: Sergio Fabris, 1991.

HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. São Paulo: Cultura; Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1995.

IPEA. Comunicados do IPEA, n. 83, mar. 2011. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/comunicado/110331_comunicadoipea83.pdf> acesso: 09 out. 2012.

KAPLAN, Abrahan; LASWELL, Harold. *Poder e sociedade*. Trad. de Maria Lucy Gurgel Valente de Seixas Corrêa. Brasília-DF: Ed. da Universidade de Brasília, 1979.

KELSEN, Hans. *Teoria pura do direito*. Tradução de João Batista Machado. São Paulo: Martins Fontes, 1995.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty, and profit*. Boston MA: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, 1921. Disponível em: <http://oll.libertyfund.org/title/306>. Acesso em: 15 jan. 2013.

_____. Structure and methods for meeting uncertainty. In: _____. *Risk, uncertainty, and profit*. Boston MA: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, 1921. Disponível em: <http://oll.libertyfund.org/title/306>. Acesso em: 15 jan. 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. 2. ed. *A Lei das S.A.*: pressupostos. Elaboração. Rio de Janeiro: Renovar, 1995. v. 1.

LAW OFFICES OF HOWARD G. SMITH. *Press release*. *Complaint.* Disponível em: <http://www.howardsmithlaw.com/Cases/Sadia.html>. Acesso em: 14 nov. 2008.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 14, p. 41-60, 1974.

_____. Estado intervencionista e sociedade civil. In: _____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

_____. A estrutura normativa do mercado de capitais. In: _____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

_____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1982.

LOSS, Louis. *Securities regulation*. Boston; Toronto: Little Brown and Company, 1961.

_____; SELIGMAN, Joel. *Fundamentals of securities regulation*. New York: Aspen, 2001.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. *Interesses difusos:* conceito e legitimação para agir. 6. ed. rev. atual. ampl., São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Limites à abrangência e à intensidade da regulação estatal. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. n. 1, p. 69-92, jan./mar. 2003.

_____. A nova regulação estatal e as agências independentes. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). *Direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros Ed., 2000. p. 72-98.

MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano. São Paulo: Ed. 34, 2004.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, v. 24, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985.

MELLO, Oswaldo Aranha Bandeira de. *Princípios gerais de direito administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2007. v. 1.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em:<http:www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 08 jan. 2013.

MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA. *Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica*: perguntas e respostas. Disponível em: <www.mme.gov.br>.

_____. Portaria 578. 31 out. 2012. Disponível em: <www.mme.gov.br>.

MINISTERIO DO PLANEJAMENTO ORÇAMENTO E GESTÃO. Substitutivo ao Projeto de Lei 3.337/2004. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/regulacao/legislacao/081021_REG_Leg_substitutivo.pdf>. Acesso em: 09 jan. 20.

MOREIRA, Egon Bockmann. 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 Trimestral de Direito Público*, São Paulo, n. 25, p. 185-217, 1999.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Direito regulatório*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário*: poder de controle e grupos de sociedades. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

NORTH, Douglass C. Institutions, transaction costs, and the rise of merchant empires. In: TRACY, James D. (Ed.) *The political economy of merchant empires*. Cambridge: Cambridge University Press, 1997. p. 22-40.

OXERA CONSULTING LTD. What would be the costs and benefits of changing the competitive structure of the market for trading and post-trading services in Brazil? Relatório elaborado a pedido da Comissao de Valores Mobiliarios. Disponivel em: <http://www.cvm.gov.br/port/Public/publ/Oxera%20report%2018062012.pdf>.

PARGENDLER, Mariana. The unintended consequences of state ownership: the Brazilian experience. *Theoretical Inquiries in Law*, v. 13, n. 2, 1 out. 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1939945>. Acesso em: 15 mar. 2013.

PAULANI, Leda M. Hayek e o individualismo no discurso econômico. *Lua Nova*, São Paulo, v. 38, p. 97-124, 1996.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal*: função econômica e dilemas societários. São Paulo: Atlas, 2010.

A POPULARIZAÇÃO do mercado de capitais. *RT Informa*, São Paulo, ano 8, n. 50, p. 4-5, jul./ago. 2007.

POSNER, Richard A. Teoria da regulação econômica. Tradução de Mariana Mota Prado. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano. São Paulo: Ed. 34, 2004.

PRADO, Mariana Mota. *Accountability mismatch*: as agências reguladoras independentes e o Governo Lula. In: BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Agências reguladoras e democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 225-251.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA DO BRASIL. Exposição de Motivos Interministerial nº 37/MME/MF/AGU. 11 set. 2012.

_____. Exposição de Motivos Interministerial nº 0050-A/MME/MF/AGU. 29 nov. 2012.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider trading.* regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PUNSUVO, Fabio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista de Contabilidade Financeira*, Universidade de São Paulo, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2002.

REALE, Miguel. *Estudos de filosofia e ciência do direito*. São Paulo: Saraiva, 1978.

_____. *Pluralismo e liberdade*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1998.

_____. *Teoria do direito e do Estado*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Trad. de Gilda G. de Azevedo. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Função social do contrato: primeiras anotações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 132, p. 7-24, 2003.

_____. *O novo direito societário.* 2. ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

_____. *O novo direito societário*. 3. ed. rev. e ampl., São Paulo: Malheiros Ed., 2006.

_____. Poder econômico: a marcha da aceitação. In: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

_____. *Regulação da atividade econômica*: (princípios e fundamentos jurídicos). 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros Ed., 2008.

_____. Regulação, desenvolvimento e meio ambiente. regulamentação da atividade empresarial para o desenvolvimento. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (Coord.). *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros Ed., 2012. p. 15-73.

_____. *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros Ed., 2012.

_____. Sociedade anônima: interesse público e privado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 127, p. 7-20, 2002.

SARLET, Ingo Wolfgang. Perspectiva histórica: dos direitos naturais do homem aos direito fundamentais constitucionais e a problemática das assim denominadas dimensões dos direito fundamentais. In: _____. *A eficácia dos direitos fundamentais:* uma teoria dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional. 10. ed. rev. atual. e ampl. Porto Alegre: Livr. do Advogado Ed., 2009.

SHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia*: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

_____. A regulação institucional no sistema financeiro: a atuação do BNDES no financiamento do desenvolvimentismo. In: _____. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia*: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento. 2009. Tese (Doutorado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 20. ed. rev. atual. nos termos da Reforma Constitucional até a EC 35/01. São Paulo: Malheiros Ed., 2002.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Agências de classificação de créditos e seu papel de *gatekeepers*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Ed., 2011. p. 373-387.

STIGLER, George J. A teoria da regulação econômica. Tradução de Emerson Fabiani. In: MATTOS, Paulo (Coord.); PRADO, Mariana Mota; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (Orgs.). *Regulação econômica e democracia*: o debate norte-americano. São Paulo: Ed. 34, 2004.

STUBER, Walter Douglas. A "contabilidade criativa" e o cumprimento da meta fiscal. *Conteúdo Jurídico*, Brasília-DF: 16 jan. 2013. Disponível em: <http://www.conteudojuridico.com.br/?colunas&colunista=69_&ver=1446>. Acesso em: 19 mar. 2013.

SUNDFELD, Carlos Ari. Introdução às agências reguladoras. a participação privada nas empresas estatais. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). *Direito administrativo econômico*. São Paulo: Malheiros Ed., 2000. p. 17-38 e 264-285.

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. Disponível em: <http://www.stf.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2010.

SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, n. 135, p. 136-147, jul./set. 2004.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Disponível em: <http://contas.tcu.gov.br/>. Acesso em: 21 jan. 2013.

TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 2ª REGIÃO. Disponível em: <http://www.trf2.jus.br>.

TRIBUNAL REGIONAL FEDERAL DA 3ª REGIÃO. Disponível em: <http://www.trf3.jus.br>.

TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2005.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações*: comentários ao Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940: arts. 1º a 73. Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do Estado no domínio econômico*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1968.

WALD, Arnoldo. O mercado futuro de índices e os valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nova série, n. 57, p. 5-18, 1985.

WEBER, Max. *Economia e sociedade*: fundamentos da sociologia compreensiva. Trad. de Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa; rev. téc. de Gabriel Cohn. 4. ed. Reimpr. Brasília: Ed. da Universidade de Brasília, 2009. v. 1.

IEDEMANN, erbert. Excerto do Direito societário I: fundamentos . Trad. de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. In: FRANCA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 11-24.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

_____. A teoria econômica neoclássica como ponto de partida. In: _____. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.