

# Atualidades

## O MERCADO DE CAPITAIS COMO IMPERATIVO DESENVOLVIMENTISTA

RAPHAEL VELLY DE CASTRO

*“Ora, se entendermos esse processo” — o desenvolvimento — “como elevação constante do nível de vida e a melhoria permanente da qualidade de vida de toda uma população, é preciso reconhecer que se trata de uma exigência universal, não limitada a alguns países apenas, ou restrita a uma só fase histórica da vida de uma nação. De modo geral, todos os países, ricos ou pobres, antigos e recentes, devem desenvolver-se, visando à humanização integral das condições de vida”* (Fábio Konder Comparato, “A organização constitucional da função planejadora”, texto publicado no livro *Desenvolvimento Econômico e Intervenção do Estado na Ordem Constitucional — Estudos Jurídicos em Homenagem ao Prof. Washington Peluso Albino de Souza*, org. por Ricardo Antônio Lucas Camargo, Sergio Antonio Fabris Editor)

*Introdução. Breve exposição sobre o mercado de capitais norte-americano: o papel da SEC. Mercado de capitais: o cenário brasileiro. O engano do “valor mobiliário”. Justificação constitucional de uma política de mercado no Brasil. A recente alteração estrutural do mercado e a nova “autonomia” da CVM. Conclusão.*

### **Introdução**

O debate sobre as formas de financiar o desenvolvimento das chamadas “nações emergentes” é tema trivial nos círculos político-econômicos há pelo menos meio século. Pode-se dizer mesmo que sua pedra fundamental foi lançada em 1944,<sup>1</sup> perdurando até os dias de hoje com novo e maior vigor, mais em função dos fracassos do que dos êxitos experimentados por tais países ao longo da década passada.

1. Trata-se aqui do Acordo decorrente da Conferência de Bretton Woods, New Hampshire, em 1944, a qual acarretou a criação do Banco Mundial — BIRD e do Fundo Monetário Internacional — FMI.

É verdade que a recente experiência argentina (assim como a mexicana, a russa e a brasileira), apresenta seus traços peculiares, mas, a exemplo de outros países em vias de desenvolvimento, também deixa transparecer um problema aparentemente invencível, comum à maioria dessas nações: a crônica falta de poupança interna e de seu direcionamento eficiente, o que termina por causar dependência de recursos externos para financiamento de seus déficits em conta corrente, projetos de industrialização e planos de desenvolvimento, condenando-os assim à exportação de *commodities*, sobre cujos preços os produtores nacionais praticamente não têm voz ativa, ao contrário, resignam-se diante de decisões vindas

de muito longe, como as Bolsas de Chicago, Paris ou Cingapura, por exemplo.

Não obstante, outro fator comum a essas nações é que a maior parte de seu progresso é financiado via instituições bancárias, o que, aliado às circunstâncias acima enumeradas, conduz o observador atento a sombrias conclusões: dependendo basicamente da exportação de produtos primários, tais países são mais propensos a choques de câmbio, crédito e juros, na hipótese de depressão dos preços desses produtos nos mercados externos. Nesse caso, poderia mesmo existir uma tendência inflacionária residual, seja no caso de emissão de moeda para alívio do crédito, seja mediante o repasse do custo tributário e dos insumos ao consumidor. Assim, a opção tradicional é geralmente pelo corte de empregos, ou seja, choque no escoamento da (pouca) produção ainda restante, o que mais cedo ou mais tarde leva inevitavelmente à total paralisação da economia do país.

Num tal contexto, a opção pelo financiamento de empresas e projetos via mercado de capitais traria consigo pelo menos três grandes vantagens: (i) possibilitaria uma menor dependência do endividamento bancário, e, por conseguinte, de possíveis choques cambiais, de crédito e de juros na economia nacional; (ii) possibilitaria às empresas que dela fizessem uso um maior apoio em participação (capital) do que em dívidas, o que lhes concede fôlego extra em épocas de desaquecimento econômico, e até mesmo a redução substancial de percalços de caixa nesses períodos; e (iii) possibilitaria, se julgado conveniente, que as empresas recorressem mais ao mercado externo do que ao interno na busca por recursos necessários aos seus negócios, o que, em algumas oportunidades, poderia capitalizá-las mais rapidamente do que suas similares nacionais que assim não procedessem (como, aliás, ocorre agora no Brasil). Mesmo assim, a implementação de um mercado de capitais eficiente pode se revelar uma tarefa bastante trabalhosa e, não raras vezes, virtualmente inatingível: num ambiente onde os investidores pagam consideráveis so-

mas em dinheiro para adquirirem prerrogativas totalmente intangíveis, cujo valor depende inteiramente da qualidade das informações recebidas e da honestidade de terceiros, a respeito dos quais os investidores pouco (ou quase nada) sabem, somente por milagre se daria o seu implemento espontâneo. Logo, trata-se aqui de um segmento que absolutamente deve ser estimulado para que se chegue a resultados práticos.

É exatamente aqui que começa a se delinear o objetivo desse trabalho: a julgar pela importância do tema e da possibilidade real de se atingir benefícios para todos no médio e no longo prazo, parece-nos urgente a colaboração imediata do Estado no estabelecimento de bases institucionais e legais nesse sentido, bem assim da criação de uma cultura de versão de recursos para tais mercados, a fim de possibilitar a perseguição efetiva de um desenvolvimento nacional independente e sustentável.

### ***Breve exposição sobre o mercado de capitais norte-americano: o papel da SEC***

A experiência de maior sucesso na estruturação e institucionalização do mercado de capitais com vistas à desintermediação financeira nos parece ser a norte-americana. Revelando pioneirismo também nessa área, os EUA promulgaram, já em 1933, o *Securities Act* (SA/33), e, logo depois, em 1934, o *Securities Exchange Act* (SEA/34).<sup>2</sup>

O SA/33 lida basicamente com questões afeitas à distribuição de valores mobiliários no mercado primário, e, nesse aspecto, seu escopo é menos abrangente do que o do SEA/34. Por sinal, foi justamente o SEA/34 o diploma a regular (i) a distri-

2. Essas nos parecem ser as leis mais representativas, embora também fossem dignos de nota o *Public Utility Holding Company Act* (1935); o *Trust Indenture Act* (1939); o *Investment Company Act* (1940); e o *Investment Advisors Act* (1940).

buição no mercado secundário (e, portanto, um espectro mais amplo do mercado de capitais)<sup>3</sup> e, mais importante, (ii) a criar a agência incumbida de fiscalizar e regular o mercado (a *Securities Exchange Commission* — SEC).<sup>4</sup> Ao dotar a SEC de poder

3. Dizemos que o mercado secundário é mais amplo em relação ao primário, pois são virtualmente infinitas as possibilidades de negociação de um título entre participantes do mercado após a sua emissão pela companhia; daí a maior abrangência, conforme afirmamos, desse tipo de negociação, e, como tal, a razão da sua importância para a liquidez e viabilidade do mercado de capitais, enquanto instituição. Deveria apenas ficar registrado, não obstante, que, para a companhia emissora, o mercado se “limitaria” — por assim dizer — ao mercado primário, uma vez que não há novo ingresso de recursos para esta, quando das negociações sucessivas de seus títulos por terceiros outros que não os subscritores dos mesmos; por outro lado, a noção de mercado secundário é fundamental para a liquidez do sistema, visto ser este a sede (por definição) onde se verifica a negociabilidade do título, e a sua capacidade de se “transformar em dinheiro”, mediante a sua aquisição por outro investidor.

4. Note-se que referimo-nos aqui à SEC como agência reguladora, o que, de fato e de direito, ela efetivamente é. Tal conceito tem origem no direito norte-americano, sendo que as *agencies* têm por principal característica a sua *independência* do Poder Executivo e a sua *autonomia reguladora*, não se submetendo, portanto, a controles externos (inclusive do Executivo) nesses aspectos — tudo isso devidamente estabelecido em *lei*, esclareça-se. Não obstante, a situação nos parece um pouco diversa no Brasil, a despeito dos importantes avanços havidos por ocasião da última reforma da Lei das S/A — a CVM foi erigida à categoria de *entidade autárquica em regime especial*, o que lhe conferiu uma certa autonomia em relação à sua situação anterior (v. MP 8, cuja primeira edição se deu em 31.10.2001, portanto, já sob o regime da EC 32, de setembro de 2001). Isto significa que durante o tempo pelo qual ficou pendente a votação definitiva da MP 8/2001, a dita *autonomia* da CVM embasou-se, a nosso ver, em bases bastante frágeis, afastando-se em muito, portanto, do ideal de solidez institucional para uma pretensa ferramenta de desenvolvimento, vez que os atos praticados sob sua égide correram efetivamente o risco de perder a sua eficácia desde a data de sua edição. Ademais, a própria conversão da MP em lei não afastou uma certa confusão legislativa, pois a CF determina que assuntos afeitos ao sistema financeiro sejam regulados por Lei Complementar (voltaremos a esse ponto posteriormente). Logo, trata-se de evidente emaranhado jurídico, que só divulga a instabilidade do mercado no Brasil, em vez de promovê-lo.

regulatório, o SEA/34 inaugurou, para o segmento financeiro, um modelo estrutural absolutamente adaptado à brusca realidade do mercado e de suas súbitas mudanças. Ela passou a ser, então, um nítido instrumento estatal de organização mercadológica, que perdura até hoje, atuando energeticamente para manter os mercados sob controle.

Viu-se acima, então, que os EUA criaram todo um arcabouço legal para embasar institucionalmente aquilo que parecia ser uma mera abstração econômico-financeira,<sup>5</sup> mas que, com o passar dos anos, revelou-se poderoso expediente de fomento, ao possibilitar condições mais vantajosas para o financiamento da produção: buscando recursos diretamente do público, e servindo-se das taxas menores praticadas nesses mercados, as companhias lograram se organizar e se desenvolver de forma mais condizente com os seus objetivos, alcançando melhores resultados e maiores lucros. À medida que os seus resultados agradavam aos acionistas (e eram acompanhados pelos demais investidores), e com a possibilidade sempre presente de negociação *ad infinitum* de suas ações, o mercado de capitais foi continuamente atraindo mais e mais pessoas interessadas em dele participar, até que esse círculo virtuoso o impulsionasse de maneira definitiva e virtualmente irreversível.

Mas é justamente aqui que se faria necessário um contraponto: o mercado existiria (porque de fato, como tal, *existe*) inclusive *sem* o Direito (no caso, representado pelas leis federais que desenharam institucionalmente o mercado, e pelas regras da SEC). Note-se que as estruturas de ne-

5. Ressalte-se que a criação de marcos institucionais no direito norte-americano sobre mercado de capitais não se limitaria apenas a dotar o sistema de solidez e credibilidade, ou seja, ao exercício puro e simples do poder de polícia pelo Estado nesses segmentos: a estrutura regulatória do mercado (mediante o recurso ao sistema de *administrative agencies*) foi igual e indubitavelmente importante. V. nesse sentido o *Federal Administrative Procedure Act*, de 1946.

gociação aqui expostas não decorrem — ao menos não necessariamente — de regra *jurídica* que as tenha *criado*. Nesse segmento, o dever incumbente ao Estado — aqui consubstanciado no Direito — é, principalmente, zelar pelo correto e equânime *funcionamento* do sistema, mediante a implementação de regras (jurídicas) que resguardem os interesses daquele que talvez seja o principal combustível de todo esse mecanismo: o investidor. De fato, a experiência americana serve mais do que qualquer outra para evidenciar que o principal valor a ser perseguido em termos de mercado de capitais é a *credibilidade do e no sistema*. Assim, é correta a conclusão segundo a qual o mercado seria também largamente impulsionado pela possibilidade de negociação contínua desses títulos (via mercado secundário), uma vez que a procura pelos mesmos, por parte de investidores que não tivessem subscrito a sua emissão primária, serviria, dentre outras coisas, para a aferição da *negociabilidade* dos títulos dessas companhias (logo, da sua liquidez), e da *receptividade do mercado* aos seus resultados e práticas administrativas, portanto, da medida de seu sucesso em recorrer à poupança popular para financiamento de suas atividades, quando e se o fizessem. Mas tudo isso sem nunca esquecer o papel decisivo do Estado na regulação, controle e, principalmente, fiscalização desses mercados, é dizer, sem uma presença atuante que garantisse a equidade entre investidores e a credibilidade das instituições, a implementação do mercado de capitais (bem assim o seu papel de ferramenta de desenvolvimento) estaria virtualmente anulada.

### ***Mercado de capitais: o cenário brasileiro***

Verificamos acima, em rápidas passagens, a revitalização do mercado de capitais norte-americano, por muitos considerado como o mais avançado e importante do mundo. A experiência norte-americana chama a atenção, entretanto, para um dado que pode passar despercebido ao observa-

dor menos cuidadoso: em aproximadamente sete décadas, o mercado norte-americano passou de um terrível colapso para o mais avassalador triunfo, e isto se tratando de um segmento no qual a confiança e a credibilidade *do e no sistema* desempenham papel absolutamente fundamental para o sucesso das instituições. De fato, talvez não se tenha notícia de recuperação similar em toda a história da humanidade, em relativamente tão pouco tempo. A verdade é que a faceta financeira do *New Deal* de Roosevelt talvez não houvesse logrado o mesmo êxito se não fosse pelo fomento estatal decisivo e firme nesse sentido.

Talvez por herança de uma conjuntura histórica diversa, jamais houve no Brasil movimento semelhante, dada a nossa função colonial eminentemente extrativista pelo menos até a primeira metade do século XIX: o Brasil nunca se destacou exatamente por seu comércio ou sua indústria, ao contrário, sempre se viu às voltas com um modelo agro-exportador que não favorecia o aparecimento de uma mentalidade industrial ou capitalista. Tudo isto se traduziu na perda irrecuperável de tempo valioso para a aculturação do público em geral no que diz respeito ao mercado de capitais.

A concepção mais séria de mercado de capitais no Brasil só veio mesmo a se consolidar pela edição da Lei 6.385, de 7.12.1976. Esta foi promulgada principalmente com vistas à regulação do mercado, e à troca do modelo regulatório outrora preconizado pela Lei 4.728, de 14.7.1965, abrangendo, de modo geral e algo rudimentar, num só texto, as previsões básicas do SA/33 e do SEA/34, bem assim criando um órgão regulador específico para esse segmento, constituído sob a forma de autarquia (a Comissão de Valores Mobiliários — CVM).<sup>6</sup> Com efeito, não seria totalmente incorreto dizer que a CVM é uma autoridade de mercado aos moldes da SEC norte-

6. Já vimos acima que, tecnicamente, a CVM não seria uma *agência*, no sentido dado ao conceito pelo direito norte-americano.

americana, ainda que lhe faltem, em nossa opinião, os contornos principais de uma *agency*.

A grande maioria dos estudiosos desse segmento justifica a sua criação em razão da imperfeição ínsita a todos e quaisquer mercados — inclusive àqueles que nada têm a ver com títulos e valores mobiliários —, bem como da falta de contato direto, no mercado de capitais, entre compradores e vendedores (ou emissores) desses títulos. E exatamente por isso é que a criação de uma entidade reguladora ágil e eficiente encontraria a sua razão de ser, pois, “(...) qualquer imperfeição desse mercado não se esgota, apenas, entre aquelas pessoas que diretamente estiverem envolvidas naquela relação jurídica, ao contrário, qualquer imperfeição que surja no mercado de capitais afeta a credibilidade e a confiabilidade do mercado. Ela tem uma abrangência, portanto, muito maior, que pode levar o próprio mercado a ser depreciado e, portanto, a não cumprir adequadamente a sua função”.<sup>7</sup>

Portanto, parece-nos aqui plenamente evidenciada (i) a nossa principal preocupação no que tange ao definitivo impulso do mercado de capitais num país sem tradição financeira ou mercadológica como o Brasil; e (ii) o que seria a principal função do Estado — além do zelo das práticas equitativas pelos participantes do mercado — nesse segmento, ou seja, o dever de efetivamente implementar uma política de desenvolvimento institucional do mercado em nosso País.

### ***O engano do “valor mobiliário”***

Dos escritos acima, depreende-se que incumbe à CVM a regulação e fiscalização

do mercado, inclusive com a possibilidade de instaurar procedimentos administrativos disciplinares, sempre que forem constatadas práticas em desconformidade com a regulamentação por ela editada.<sup>8</sup> Aduziu-se também que o cerne do mercado seria a busca da poupança popular pelas companhias que dele participassem na qualidade de emissoras de títulos e valores mobiliários, com vistas ao financiamento de seus projetos e futuros investimentos. Caberiam aqui, portanto, algumas indagações: o que viriam a ser então tais “valores mobiliários”?<sup>9</sup> Existiria relação entre estes e a atuação da CVM (por outras palavras, poderia existir uma tal emissão que não necessitasse estar sob os auspícios da autarquia)? Quando estaria caracterizada a possibilidade de ingerência (ou não) da CVM numa captação de recursos por uma companhia?

Os valores mobiliários são justamente os instrumentos de que fazem uso as companhias abertas, no âmbito do mercado, para a coleta de capitais junto ao público. Não obstante, é facilmente perceptível que títulos geralmente mencionados como pertencentes a essa modalidade (as ações e as debêntures, por exemplo) podem ser emitidos sem que a atuação da CVM seja provocada, e sem que absolutamente haja necessidade de prévio registro da sua emis-

8. Note-se que as próprias Bolsas de Valores podem emitir normas vinculantes para os agentes e participes do mercado, fenômeno este que foi denominado pela doutrina como “auto-regulação”. A auto-regulação tem sido descrita como autêntica exclusão da atuação do Estado no mercado de capitais, freqüentemente sendo mostrada como contraponto à “regulação” estatal. Não concordamos inteiramente com essa linha, visto que a auto-regulação, em primeiro lugar, só existe em decorrência de permissão legal expressa, ou seja, somente porque o Estado (Poder Legislativo) assim quis, portanto, não havendo negação de espécie alguma de sua ingerência, ao contrário, afi afirmando-a “por omissão”.

9. Sobre o conceito de valor mobiliário, é altamente recomendável a leitura dos já clássicos textos de Luiz Gastão Paes de Barros Leães (“O conceito de *security* no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro”, *RDM* 14/41 e ss.), e de Ary Oswaldo Mattos Filho (“O conceito de valor mobiliário”, *RDM* 59/30 e ss.).

7. V. Luiz Leonardo Cantidiano, “A CVM e o mercado de capitais”, texto publicado em *Sociedade Anônima — I Ciclo de Conferências para Magistrados*, p. 209, EMERJ — Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro e IBCB — Instituto Brasileiro de Ciência Bancária, Rio de Janeiro, 1993.

são junto à autarquia, de forma que, até aqui, como se vê, o conceito exposto é inservível para a explicação da atuação estatal no mercado de capitais.

Por outras palavras, se podem tais títulos também ser emitidos sem que haja qualquer ingerência da CVM no processo, o que individualizaria os valores mobiliários em relação a quaisquer outros títulos de participação ou representativos de dívida? Em suma, quando e como saberia o intérprete estar diante de valor mobiliário ou não? Para a resposta de tais perguntas, deveria restar clara a seguinte premissa: os valores mobiliários são instrumentos na medida exata para uma emissão *em massa* (imaginem-se, por exemplo, a hipótese de celebrar milhares de contratos de mútuo quando uma simples emissão de debêntures teria conseqüências econômicas idênticas). Assim, é fora de dúvida que expedientes como uma emissão de ações ou de debêntures, em termos econômicos, podem atingir mais rápida e eficientemente os fins almejados pelos administradores da companhia emissora. Portanto, a primeira característica básica dos valores mobiliários é a sua *possibilidade* de emissão *em massa*: são instrumentos *tendentes a granjear elevadas quantias de recursos de uma só vez, ainda que não sejam utilizados sempre com essa finalidade*. Para que assim possam ser classificados, devem *sempre* ser ao menos *passíveis* de colocação em grandes quantidades.

Aqui, parece-nos interessante abrir um novo ponto: vários (e renomados) autores que se debruçaram sobre o tema no Brasil costumam dar feição *instrumental* à noção de valor mobiliário, inclusive para fins de registro das emissões perante os órgãos regulatórios competentes, já que, desta maneira, estaria sendo observado o princípio do chamado *full disclosure* (“divulgação total”), objetivando-se assim disponibilizar ao público investidor as informações fundamentais relativas à emissão: a noção de valor mobiliário seria importante justamente porque delimitaria a atuação fiscalizatória (e reguladora) do Estado; logo, sem-

pre que se estivesse diante de um tal *valor mobiliário*, deveria ser perquirido também se a sua emissão teria sido precedida de registro, de sorte a fornecer aos investidores todas as informações relevantes acerca de sua colocação.

Porém, note-se que até bem pouco tempo atrás o Brasil seguia a corrente de *numerus clausus* para os valores mobiliários, ou seja, seriam considerados como tais somente aqueles assim previamente definidos em textos normativos (fossem estes legais ou regulamentares). Em outras palavras, e pelo raciocínio exposto no parágrafo anterior, a ação do Estado estaria cingida (i) a esses títulos (e somente esses), (ii) quando ofertados em mercado, (iii) devendo tais emissões, nessas circunstâncias, serem precedidas de registro junto à CVM, visando à proteção do público investidor contra emissões fraudulentas ou irregulares. A crença algo dogmática nessas fórmulas terminou por levar, em última análise, ao escândalo dos chamados “contratos de boi gordo”, pelos quais numerosos investidores foram lesados, e que em realidade se tratavam de esquemas de investimento que não se encaixavam exatamente nos termos da legislação e regulamentação vigentes à época.<sup>10</sup> Ocorre que, em vista da verificação posterior da total insuficiência da estruturação jurídico-institucional então em vigor, não houve mais como sustentar o modelo regulatório da época, desembocando tal conjuntura na edição da

10. Nelson Eizirik, *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, pp. 152 e 153, a esse respeito, asseverava que “a Comissão de Valores Mobiliários e o próprio Banco Central do Brasil já vinham, desde o início da década de 90, preocupando-se com os novos negócios que eram ofertados ao público em geral, uma vez que *tais oportunidades não se encontravam previstas em nossa legislação, não havendo qualquer dispositivo legal específico que garantisse uma efetiva proteção ao investidor*” (os destaques não constam do original). Assim, resta nítido que o “elemento de conexão”, por assim dizer, tendente a causar a necessidade da presença estatal no mercado de capitais, conforme a doutrina dominante, era o “valor mobiliário” em si considerado. Voltaremos a esse ponto mais abaixo.

Medida Provisória 1.637, inicialmente datada de 8.1.1998 e, posteriormente, na promulgação da Lei 10.198, de 14.2.2001 e da Lei 10.303, de 31.10.2001.

Essas três normas, em nosso ver, efetivamente alteraram o conceito de “valor mobiliário” relativamente ao cenário anterior, pois, em vez da enunciação caso a caso, passaram a consagrar também uma definição mais genérica, qual seja, “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gem direito de participação, de parceria de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (v. respectivos teores dos arts. 1º da MP 1.637 e da Lei 10.198/2001, e do art. 4º da Lei 10.303/2001).

Essa “nova definição” apresenta contornos muito interessantes. Com efeito, ela praticamente transcreve o conceito em vigor nos EUA, o qual, aliás, é oriundo de construção *jurisprudencial*, e não *legal*.<sup>11</sup> ou seja, mesmo nos EUA, com toda a cultura de mercado já existente (no mínimo, como a conhecemos hoje, desde 1933) e instituições jurídicas adequadas à implementação e solidez do mercado, foi constatado um total fracasso na tentativa de definir *a priori* o que viria a ser a espécie “valor mobiliário”, como forma de delimitação da atuação estatal. Em outras palavras: até mesmo no país que praticamente inventou, por assim dizer, o modelo de mercado de capitais moderno, sempre que se tentou limitar a ação do Estado mediante a enunciação de um conceito *jurídico* (que, como tal, é geralmente estático, mas, no caso americano, apresenta-se até demasiadamente

aberto) para os valores mobiliários, constatou-se, ao final, a necessidade de se cotejar a lei com os fatos, às vezes via Poder Judiciário.

A definição legal de *security* (presente e virtualmente idêntica no SA/33, no SEA/34, no *Public Utility Holding Company Act*, no *Investment Company Act* e no *Investment Advisors Act*) é realmente muito ruim, pois não individualiza ontologicamente o valor mobiliário como instituto delimitador, e, assim, o seu fracasso decorre de uma enumeração demasiado extensa do objeto da definição (mesmo que meramente exemplificativa), sem contudo se ater aos seus contornos mais importantes. Enquanto isso, nos países seguidores do direito continental europeu — entre os quais se inclui o Brasil — a definição dos instrumentos negociados nas Bolsas de Valores e mercados de balcão organizado seguia uma conceituação rígida e enumerativa, que devia ser previamente cominada em leis e regulamentações, como já se viu acima. No Brasil, o colapso desse modelo resultou nas sucessivas edições da Medida Provisória 1.637, e das Leis 10.198/2001 e 10.303/2001, conforme também já exposto.

Com efeito, o referido caráter *instrumental* da conceituação de valor mobiliário, tão preconizado pela nossa doutrina, geralmente parte da análise das características do instrumento, ao escopo de individualizá-lo em relação a outros, para então estabelecer uma “fronteira demarcatória da abrangência e atuação do direito inerente ao “valor mobiliário”, além de “definir o campo de atuação governamental na regulamentação do uso de tal instrumental (...)”,<sup>12</sup> como a dizer que “em se tratando de valor mobiliário, se lhe aplicam as regras de valores mobiliários e a atuação da CVM”. Ou seja, parte-se de uma tentativa de definição apriorística do instituto para, daí sim, indagar-se da legitimidade de atuação do Estado nesse segmento (ou de sua falta). Parece-nos que esse raciocínio peca

11. Estamos aqui a tratar do “Caso Howey”, que terminou por originar a chamada *Howey definition* (que é virtualmente repetida pelo art. 1º da Lei 10.198/2001 acima citado) e o *Howey test* — submissão de uma dada hipótese a um “teste”, pelo qual seria possível qualificar o instrumento como *security* ou não.

12. Ary Oswaldo Mattos Filho, cit., p. 31.

pela falta de dimensão temporal do fenômeno de mercado; por outras palavras, ele parte do que *deveria ser* um tal “valor mobiliário”, com vistas à delimitação da intervenção estatal no mercado de capitais. Ora, o que “deveria ser”, por vezes, pode “já ter ocorrido” (como no caso do “boi gordo”), e portanto, por ocasião da conclusão dos intérpretes acerca da efetiva natureza de “valor mobiliário” de um dado título, tendente a, então sim, permitir a ingerência do Estado a seu respeito, pode muito bem ser tarde demais, com prejuízos insanáveis para a credibilidade e segurança do mercado-instituição. Por outras palavras, “o que *deveria ser*”, às vezes, irremediavelmente, “*já foi*”; o Estado, aqui, fica a esperar a abertura das portinholas, qual cavalo de déربي, para, uma vez dada a largada, esperar cruzar o “disco final” antes de outros tantos “bois gordos” que, como tais, obviamente saem em disparada bem antes do tiro inicial.

É nessa medida que reputamos algo *inócua* a discussão acerca do *conceito* de valor mobiliário (mormente após a convalidação em lei da MP 1.637), pois numa e noutra motivação dada pela doutrina sobre o tema — isto é, para delimitar o campo do “Direito dos valores mobiliários”,<sup>13</sup> bem assim, a esfera de atuação da CVM — parece-nos que os aspectos que realmente devem ser resguardados pelo Estado são, novamente, a *credibilidade* e a *higidez* do sistema. A idéia é que, independente do que venha a ser ofertado ao público (com ou sem registro prévio na CVM), havendo efetiva solicitação à poupança popular, a emissão de que esta se origina incondicionalmente *possa e deva* ser objeto de ação e

fiscalização estatal; em outras palavras, o que efetivamente deve ser fator de provocação incondicional da atuação (e, se for o caso, repressão) estatal no mercado é a *oferta* (solicitação) *ao público*, pouco importando que nome se dê aos instrumentos que individualmente compõem tal oferta, ou quais sejam as suas características. Assim, toda vez que houvesse solicitação à poupança popular, em se tratando de mercado de capitais, deveria também haver a contrapartida da vigilância incondicional e irrestrita da CVM.

Portanto, o que se nos assevera muito mais importante do que o *conceito de valor mobiliário* em si seria o conceito de *oferta* (ou emissão, colocação) *pública*. É justamente por essa razão que iniciamos acima dizendo que os chamados “valores mobiliários” devem ser ao menos *passíveis de negociação em massa*, devendo então ser este (e não o objeto individual da oferta) o “gatilho” para a ingerência da CVM. Estariam aí, destarte, os confins da *intervenção* da CVM, que os analistas e estudiosos nacionais, ao menos aparentemente, sempre se esmeraram em buscar, como que a temer uma ingerência estatal demasiada ou uma intervenção desmedida, dada como um “cheque em branco” ao Estado pela legislação em vigor (talvez temendo aí o aparecimento de um “segundo Banco Central”, em matéria de mercado de capitais). Nesse ponto, ao contrário do que ocorria na perquirição do “conceito de valor mobiliário”, pensamos ser absolutamente correta a identificação das razões e necessidades do registro prévio para a colocação de títulos junto aos investidores (talvez seja preferível utilizar a expressão “solicitação ao público”, por motivos de coerência), em atendimento ao princípio do *full disclosure*, como forma de delimitação da esfera de competência da CVM. Note-se que, ao assim concluirmos, conseguimos posicionar o Estado onde o mesmo realmente é necessário e, talvez ainda mais importante, no *momento certo* para o mercado-instituição, ou seja, justamente na ocasião do apelo aos

13. Especificamente nesse aspecto, parece-nos que o ponto levantado pela doutrina identifica-se intimamente com a proposta que pretendemos aqui apresentar: o “Direito dos valores mobiliários”, em termos práticos, se confundiria com a consagração jurídica de determinados valores reputados (pelo Estado) como convenientes ao incremento do mercado, e, portanto, com uma *política pública* para o desenvolvimento do mercado de capitais.

recursos do público. Nossa exposição, parece-nos, se diferenciaria assim da doutrina tradicional por se situar no pólo diametralmente oposto, ou seja: *primeiro*, o Estado agiria; e *depois* se indagaria do veículo utilizado para solicitação aos investidores, quando e se fosse o caso. Não é, aliás, de forma alguma mau que assim ocorra, pois, insistimos nesse ponto, tendo em vista os valores que fariam o mercado “pegar” enquanto instituição (credibilidade e segurança), parece-nos mesmo que a CVM deva ter poderes de atuação condizentes com a finalidade que ora expomos: se em função da mera definição do instrumento utilizado pelas companhias como pertencente a esta ou àquela classe fosse possível fechar as portas à vigilância da CVM, pois que seria este o elemento a lhe dotar a atuação de legitimidade ou não, bastaria que um emissor mais artiloso escapasse de tais contornos para que qualquer iniciativa sua fosse obstruída (coincidência ou não, foi exatamente isso que ocorreu no episódio do “boi gordo”).

De fato, toda a polêmica acerca do conceito de valor mobiliário tinha muito mais razão de ser (i) nos EUA, onde a definição de *security*, por ser demasiadamente aberta (e exemplificativa), acarretou inúmeros problemas, dada a profusão de produtos ofertados ao público, tais como empreendimentos civis, títulos de clube, glebas de terra, entre muitos outros, e onde, portanto, era real e premente a necessidade de saber se efetivamente se estava diante de *security* ou não, uma vez que lhe tinha sido cominado em várias leis (cujos exemplos mais representativos seriam o SA/33 e o SEA/34) um regime específico e individualizado,<sup>14</sup> e (ii) relativamente ao Brasil, que

seguia orientação de *numerus clausus* para os valores mobiliários, nunca houve a variedade de produtos e ofertas que ocorria nos EUA, e, logo, nunca houve a necessidade de se elaborar um conceito para os valores mobiliários, pois que os mesmos já vinham previamente qualificados como tais em textos de natureza normativa; fora dali, simplesmente não se admitia a atuação da CVM.

Na verdade, durante muito tempo, o “conceito de valor mobiliário” serviu apenas, e quando muito, de corda a atar as mãos do Estado nesse segmento. Com a convalidação em lei da MP 1.637, parece-nos que a perda da razão de ser do referido conceito apenas se intensificou, pois as próprias definições contidas nas três normas aqui citadas expressamente fazem a ressalva “quando ofertados publicamente”, a qual de resto, inclusive, já estava presente (ou ao menos implícita) quando da promulgação da Lei 6.385/1976 (consoante se conclui da leitura de seu art. 1º, I e II). Portanto, parece-nos fora de dúvida que embora enumere uma série de características (que o identificam intimamente com a chamada *Howey definition*), o conceito constante da legislação vigente teria seus objetivos práticos plenamente atendidos pela simples enunciação da solicitação de recursos junto ao público, ou ainda, mediante a enunciação de *expedientes outros que pudessem ser considerados como tal*. Perceba-se que toda a nossa construção teórica tem por base a *publicidade da oferta*, e não os contornos individuais dos títulos em oferta ao público; e, assim sendo, aqui sim, parece-nos que seria conveniente impor um limite à atuação do Estado, para que circunstâncias não

14. O SA/33 e o SEA/34 foram promulgados com vistas a suprir lacuna deixada pelas chamadas *Blue Sky Laws*, consistentes estas em legislação de nível estritamente estadual, e que se mostraram absolutamente inadequadas a qualquer tipo de eficiência na regulação de um segmento econômico em franca evolução, como o mercado de capitais à época. De notar também que a própria Depressão teve a sua

origem no colapso do mercado de capitais (Bolsa de Nova York), e que tanto o SA/33 quanto o SEA/34 configuram resposta (estatal) à crise gerada e instalada no mercado, que muito teve a ver com a inépcia das *Blue Sky Laws*, consubstanciada tal resposta na apresentação de um conceito que suscitasse a ação em âmbito nacional das autoridades competentes: a definição de *security*. O restante da história, conforme visto acima, já se sabe.

configuradoras de solicitação ao mercado não pudessem mesmo, de fato e de direito, rigorosamente, “vir a sê-la”; o limite para a atuação do Estado, assim, seria dado em função do apelo ao público, ou de expediente que lhe pudesse ser razoavelmente equiparado, até porque seria muito mais fácil assim proceder, ou seja, em virtude de um fato objetivo (como a *efetiva* oferta ao público, independente de seu prévio registro, pois que a falta deste apenas acarretaria de maneira ainda mais imediata e explícita a incidência do poder de polícia da CVM), do que tentar imaginar uma definição que abarcasse todo e qualquer valor mobiliário (ou título negociável em Bolsa de Valores ou mercado de balcão), iniciativa esta que, como já vimos, é ineficiente.

Na verdade, pensamos que tais títulos ganhariam tal qualificação apenas e tão-somente em função de seu *placement* junto ao público. Daí vai que, sem o componente da solicitação ao público investidor, a utilidade do “conceito de valor mobiliário” seria praticamente nenhuma: se, para ser qualificado como tal, este (valor mobiliário) dependeria prévia e necessariamente daquela (solicitação pública), e se o bem jurídico protegido pelas normas aplicáveis em vigor é a *credibilidade* do sistema, pouco importaria, para legitimar a ação da CVM, o que está sendo ofertado, bastando para tanto que um grande número de pessoas pudesse simultaneamente ter acesso a tais títulos. Assim, e novamente o frisamos em função do objetivo maior do mercado, se para que haja uma coisa da espécie “valor mobiliário” é necessário que esta já tenha sido anteriormente objeto de solicitação ao público (por outras palavras, algo somente seria “valor mobiliário” porque houve um anterior apelo a recursos populares quando de sua emissão), parece-nos mesmo pouco útil que se investigue se aquilo seria ou não da classe “x” ou “y”. Mais prática e correta seria a linha “solicitação/fiscalização”. Portanto, os valores mobiliários seriam apenas e tão-somente os instrumentos de que se servem as companhias

para realizar o apelo à poupança popular, e que, em nossa opinião, não poderiam de maneira alguma ser o fator de delimitação da atuação estatal nesse segmento econômico.

Por outro lado, levando-se em consideração a finalidade primeira do mercado, que é a de possibilitar uma alocação eficiente dos recursos entre poupadores e emissores, para isso sendo necessário que o mesmo seja dotado de instituições sólidas de credibilidade e segurança, deveria ser o *efetivo apelo aos recursos do público*, independente da maneira com que o mesmo seja feito e de seu prévio registro, o fator a suscitar a necessidade de atuação estatal no mercado de capitais — atuação, portanto, *a priori* em relação à investigação do *quê* tenha sido realmente ofertado aos investidores. Assim, sempre que houvesse assédio à poupança popular, mediante a utilização de quaisquer instrumentos, desde que “não individualizados os destinatários da oferta”, e sendo esta dirigida a “pessoas indeterminadas”, passível assim de ser aceita por qualquer indivíduo ou entidade “sem sofisticação mercadológica suficiente para se colocar em pé de igualdade com a companhia emissora”,<sup>15</sup> estar-se-ia diante de autêntica oferta pública, sujeita aos ditames e fiscalização da CVM, consoante dispõe a respeito a Lei 6.385/1976.

### *Justificação constitucional de uma política de mercado no Brasil*

Portanto, temos por exposto, ao menos em termos gerais, o atual panorama institucional do mercado brasileiro. Não obstante, não haveria sentido em se investigar as condições de versão do patrimônio “excedente” da população — ou, no Brasil, ao menos de *parte* da população — num contexto em que o titular de tais disponibilidades não se sentisse minimamente seguro

15. V. Nelson Eizirik, *Aspectos Modernos do Direito Societário*, pp. 17, 19 e 20, Rio de Janeiro, Renovar, 1992.

para dele se desfazer imediatamente (ainda que por tempo limitado). Assim, para tanto, é preciso que haja uma ação efetiva do Estado nesse sentido, que não se confunde com a *regulação* pura e simples do segmento.

Nesse sentido, parece-nos que a maior justificativa da ação do Estado para divulgar, ensinar e desenvolver o mercado nacional já se encontraria presente na própria Constituição Federal de 1988: atualmente, o art. 192 da CF/1988 determina que o sistema financeiro nacional deva ser “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade (...)”.

É cediço se afirmar em Direito que “não existe letra inútil na lei”, donde se conclui que, evidentemente, não estão aí o “desenvolvimento equilibrado do País” e os “interesses da coletividade” a fazer simples figuração. De fato, parece-nos mesmo serem exatamente estes os critérios constitucionalmente definidos como guias e delimitadores para a ação estatal no que diz respeito ao sistema financeiro, sobretudo (i) na efetiva *ação* legislativa e regulamentar nesse segmento, e (ii) no condicionamento e vinculação do Estado quando, por qualquer razão, houver *omissão* em fazer o que a CF/1988 lhe comina. Ademais, por essas razões, é também possível aqui concluir que não somente deveria o Estado se abster de práticas inibidoras ao desenvolvimento do mercado de capitais (sobretudo, a nosso ver, as fiscais), como deveria efetivamente contribuir de maneira ativa para que os fins dali constantes sejam de fato atingidos. Por outras palavras: em nossa opinião, seriam totalmente *inconstitucionais*, aqui, a *obstrução* e a *omissão*, ou mesmo o que quer que viesse a se revelar posteriormente como uma ou outra. Ora, se os dispositivos constitucionais permitem, dentre outros aspectos, justamente vislumbrar a materialização de princípios, não haveria porque se lhes negar o atributo da *obrigatoriedade*: se não estão, como efetivamente não poderiam estar, os critérios do “desenvolvimento equilibrado” e dos “in-

teresses da coletividade” a desempenhar papel inútil para interpretação do comando constitucional, simples e obviamente não haveria porque erigi-los a essa condição (isto é, de texto constitucional). Prevaleceria aqui, a nosso ver, o que os juristas estudiosos do tema denominam “princípio da economicidade”, ou seja, “a técnica econômica aplicada no tratamento do (...) dado econômico, o qual se insere, por sua vez, na técnica legislativa, tendo como objetivo a realização do justo socioeconômico”.<sup>16</sup> E é evidente que, nessa condição, tem, e não poderia mesmo ser diferente, sentido *vinculante, determinante*, no que concerne à atuação legislativa e regulamentar do Estado nesse segmento.

Logo, seriam então o “desenvolvimento equilibrado do País” e os “interesses da coletividade” os evidentes parâmetros a serem seguidos na elaboração de uma ação estatal, com vistas ao desenvolvimento do mercado, transparecendo assim a ideologia constitucionalmente adotada para o seu incremento, sua estruturação e a de atuações a ele direcionadas — por exemplo, na forma de políticas econômicas para si específicas: “a própria noção de política econômica implica a existência de fins a cuja perseguição deverá se adaptar todo o sistema, mediante distorções conscientemente impostas ao seu funcionamento, devendo entender-se aqui a palavra *distorções* como querendo significar uma forma de operação diversa daquela normalmente ditada pelos padrões de mercado”.<sup>17</sup>

O intérprete atento já teria percebido o problema que então exsurgiria dessa conclusão: as leis *repcionadas como complementares* ao art. 192 da CF/1988 (pela atual redação constitucional, a nosso ver, as Leis 4.595/1964, 4.728/1965 e 6.385/1976) atenderiam então ao desiderato de-

16. V. Modesto Carvalhosa, *Considerações sobre o Direito Econômico*, pp. 318 e 319, São Paulo, Ed. RT, 1972.

17. V. Fabio Nusdeo, *Curso de Economia — Introdução ao Direito Econômico*, p. 196, São Paulo, Ed. RT, 1997.

envolvimentista que vem exposto no texto constitucional? Pelo menos em matéria de mercado de capitais, tememos responder negativamente. De fato, o motivo para tal, parece-nos, também estaria ligado à evolução histórica do mercado de capitais em nosso País, a qual se deu *sem* uma pre-ocupação de autonomia e independência em relação ao mercado financeiro *stricto sensu* — sob jurisdição do Banco Central — (o que, em termos institucionais, seria absolutamente necessário, principalmente para desenvolver a premente *cultura* de mercado); o mercado de capitais no Brasil surgiu atabalhoada e repentinamente, como uma espécie de “subproduto” do mercado financeiro “tradicional”, e a CVM seguiu igual sorte relativamente às competências do CMN e do Banco Central, conforme descritas estas na já mencionada Lei 4.728/1965.

Portanto, pensamos mesmo que os princípios governadores da atividade legiferante em matéria de mercado de capitais seriam, antes de mais nada, o “desenvolvimento equilibrado do País” e a busca do “interesse da coletividade”. Repita-se, para que este ponto fique bem vincado: o “*desenvolvimento equilibrado do País*” e os “*interesses da coletividade*” são **imperativos constitucionais em matéria de sistema financeiro e mercado de capitais**. Não se trata aqui de mera figura de linguagem, letra morta, ou adereço decorativo no texto do citado art. 192; e, portanto, estes, como parcelas da *ideologia constitucionalmente adotada, têm que ser buscados*, perseguidos, caçados. Não há outra postura a ser adotada, consoante os termos constitucionais, em matéria de sistema financeiro (e, por conseguinte, de mercado de capitais), de forma que a ação do Estado está irremediavelmente *circunscrita e adstrita* à busca do desenvolvimento nacional e dos interesses da coletividade,<sup>18</sup> pois que estes configuram imperativos constitucionais.

### ***A recente alteração estrutural do mercado e a nova “autonomia” da CVM***

Recentemente, por ocasião da última reforma sofrida pela Lei das S/A, preconizou-se também uma mudança na estrutura da CVM, de forma a lhe conferir maior independência de atuação, o que foi imediatamente saudada por alguns entusiastas do mercado como a outorga da condição de *agency* à entidade, vez que a CVM passaria a ser uma “autarquia em regime especial” (consoante dispõe o art. 1º da Lei 10.411, de 26.2.2002). O referido texto legal é resultado da conversão em lei da já mencionada MP 8/2001, a qual, conforme também já visto, foi primeiramente editada já sob a égide da EC 32. Esse fato traz à discussão aspectos absolutamente fundamentais para um mercado-instituição.

Inicialmente, numa inequívoca demonstração de uma certa imaturidade mercadológica, houve enérgicos protestos de vários dos participantes do segmento, sob a alegação de que a CVM passaria a “acusar, legislar, julgar e executar”. E, além disso, ainda houve a impetração de uma Ação

informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais”, constante do livro *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, pp. 257 e ss., São Paulo, Dialética, 1999. Não obstante, ousamos discordar do insigne Professor, para concluir que nossa exposição tem caráter diverso, principalmente no que tange ao “Princípio da Proteção da Mobilização da Poupança Nacional”, na medida em que, ao enunciar tal princípio como de “proteção” (no sentido de “resguardo”), o autor parece ter tanto a poupança quanto a sua mobilização como *já existentes* (pois só o que *já existe* pode ser objeto de proteção, por lógico), com o que não concordamos inteiramente. Por esta razão, ao enunciar o desenvolvimento como princípio informador da atividade legiferante do Estado no sistema financeiro (ainda que cômicos de ser o mesmo mais genérico), temos que a ação do Estado seria a de *causador (fomentador)* da referida mobilização — com vistas ao desenvolvimento do País — e não apenas seu *protetor*; em nossa exposição, a ação estatal, portanto, seria *anterior* à existência de uma poupança nacional, bem como de sua mobilização, já que a mera proteção não serve, enquanto tal, para desenvolver um mercado incipiente como o nosso.

18. Nesse sentido, v. também o excelente artigo de Roberto Quiroga Mosquera, “Os princípios

Direta e Inconstitucionalidade (ADIn) pela Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), contestando principalmente o fato de que a matéria já havia previamente sido objeto do projeto de lei que redundou na promulgação da Lei 10.303/2001, e, sendo assim, não poderia ter sofrido veto para ser disciplinada em sede de medida provisória (como ocorreu com a MP 8/2001).

A situação requer uma análise cuidadosa. Em primeiro lugar, o levante contra as previsões da Lei 10.411/2002 denota uma nítida ambigüidade no que diz respeito ao entendimento do papel de uma autoridade reguladora no mercado de capitais. Num tal contexto, deveria ser natural que a autoridade pudesse agir de maneira (ao menos um pouco mais) independente, justamente para assegurar a eficiência dos mercados e sua função desenvolvimentista, pois é evidente que ninguém verteria recursos num segmento econômico onde grassassem a insegurança e as práticas não equitativas. Ademais, dada a complexidade intrínseca do mercado, uma tal autoridade deveria contar com profissionais aptos e competentes para tanto, não sendo conveniente, portanto, que pudessem estes ser demissíveis ao sabor de humores meramente políticos, e não por motivação técnica. Logo, não nos parece de resto justificável a revolta contra a “autonomia” da CVM, pois, além de a CVM sempre ter regulado o mercado, instaurado inquéritos administrativos e julgado os eventuais processos em primeira instância (de forma que se nos assevera absolutamente normal e saudável que assim *continue*), parece-nos mesmo que ou todos se beneficiam da maior solidez e credibilidade de que uma tal autoridade dotaria o mercado no Brasil, ou continua-se no atual estado de coisas, que, convenha-se, não consiste em exemplo institucional para mercado algum que se pretenda sério enquanto desiderato desenvolvimentista.

Ainda sob esse aspecto, a ADIn impedida pela OAB só veio a pôr a nu a fragilidade institucional do sistema e o aparente pouco caso com a questão jurídica do mer-

cado de capitais em nosso País. De fato, andou mesmo mal o Governo quando vetou a matéria no projeto de lei de reforma das S/A, transferindo-a então a para o bojo da MP 8/2001, regulamentada pelo Decreto 3.995, também de 31.10.2001.

Vários, os motivos dessa crítica: pela data tanto da MP como do Decreto, torna-se patentemente óbvio que já se encontrava em pleno vigor o sistema preconizado pela EC 32, a qual, aliás, dispõe expressamente que “é vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria já disciplinada em projeto de lei aprovado pelo Congresso Nacional e pendente de sanção ou veto pelo Presidente da República” (v. redação dada pela EC 32 ao art. 62, § 1º, IV, da CF/1988). Como se não bastasse, o art. 61, § 1º, II, e, do texto constitucional, determina ainda que são “de iniciativa privativa do Presidente da República as leis que disponham sobre criação estruturação e atribuições dos Ministérios e órgãos da Administração Pública”. Desnecessário dizer, a edição de MP sobre um tal tema não atenderia a tais requisitos, uma vez que o trâmite para apreciação das *leis* mencionadas no art. 61 é completamente diverso daquele reservada a essa outra espécie normativa, qual seja, as MPs.

Assim, porque inconstitucional a MP 8/2001, também igualmente irregular o Decreto 3.995/2001, que a regulamentou, ao estender ainda mais algumas competências da CVM. Aparentemente, tratou-se de velada tentativa de regular apenas por atos administrativos matéria já aprovada na sede adequada, provavelmente por não concordar o Governo com a configuração dada na época à CVM pelo competente projeto de lei. Logo, como tal, seria mesmo exigir demais que passasse assim despercebida pelos juristas mais versados na matéria, os quais prontamente reagiram contra um tal estado de coisas — e nos parece mesmo louvável que assim tenha sido, pois de nada adianta um arcabouço maculado, que, assim, de nenhuma segurança poderia dotar o sistema, mormente quando elaborado de

maneira viciada, inclusive com riscos de desrespeito a direitos absolutamente legítimos, quando de sua eventual aplicação (como certamente seria o caso com o Decreto 3.995/2001).

Mesmo assim, essa seria apenas a tese mais ventilada sobre o tema até agora. Tal foi o desserviço do Governo para as instituições do mercado de capitais, mediante a adoção dessa desastrosa tentativa de driblar a virtual resistência do Congresso Nacional a uma “super CVM”, que talvez não escape de questionamento nem mesmo a transformação em lei da MP 8/2001. Explique-se: o mercado nacional historicamente dispôs de um marco institucional de tão má qualidade jurídica, que bastaria o questionamento da natureza da Lei 6.385/1976 para deitar por terra mesmo um possível saneamento de vício constitucional da Lei 10.303/2001 pelo STF.

A razão para tanto repousa no teor do já lembrado art. 192 da CF/1988. Talvez por um erro conceitual, ou mesmo simples desconhecimento, os incisos do art. 192 mencionam temas mais afeitos a outros mercados, principalmente o financeiro *stricto sensu*, o securitário e o previdenciário. Não obstante, é fora de dúvida que *o mercado de capitais integra, sim, o sistema financeiro nacional ali mencionado* (!), tanto que alguma de suas instituições e agentes são até mesmo equiparados a entidades componentes do Sistema Financeiro Nacional, as quais ficam sob a égide do Banco Central (isso sem mencionar que elas até mesmo dependem de prévia autorização deste para funcionar). O mercado de capitais possui nítido viés financeiro — não nos termos do famigerado art. 17 da Lei 4.595/1964 (que dá o conceito de instituições financeiras) — mas certamente no aspecto de financiar investimentos e projetos daqueles que vão a público recorrer a fundos populares, sendo justamente esta a diferença dos mercados financeiros “tradicionais”, ou seja, a desintermediação financeira. Ademais, bastaria acompanhar a evolução do Sistema Financeiro Nacional, ao menos

desde a edição do Decreto-lei 7.293, de 2.2.1945, que criou a Superintendência da Moeda e do Crédito — SUMOC, para facilmente se chegar à conclusão de que a CVM estaria em linhagem direta de “parentesco” com as autoridades incumbidas inicialmente do mercado financeiro *stricto sensu*, e que, portanto, a sua área de atuação (o mercado de capitais) é decorrência natural do sistema financeiro então afeito às autoridades puramente, por assim dizer, monetárias.

De fato, nesse aspecto, o *caput* do art. 192 da CF/1988 diz “(...) regulado em lei complementar, que disporá, *inclusive*, sobre (...)” (destacamos). Esta, aliás, a justificativa para a propalada recepção da Lei 4.595/1964 como Lei Complementar pela atual ordem constitucional, enquanto não sobrevier nova Lei Complementar sobre o tema. Daí viria o questionamento: se a Lei Bancária foi recepcionada (e é, inclusive, *aplicada*) como Lei Complementar, porque não considerar também assim outras leis afeitas ao sistema financeiro? Note-se a enorme problemática que poderia advir de uma tal tese, tendo em vista a fragilidade institucional do mercado de capitais pátrio: seria válida a última reforma? Teriam sido válidas, então, quaisquer das reformas anteriores?

Relativamente ao atual contexto, seria forçoso admitir que a mais recente alteração institucional do mercado tombaria mediante um argumento parecido com o usado atualmente para lhe contestar a constitucionalidade: mais uma vez em virtude da EC 32, é vedada a edição de medidas provisórias em matéria privativa de Lei Complementar (v. a redação dada ao art. 62, § 1º, III, da CF/1988), e o art. 192 da CF/1988, já vimos, reserva a esta espécie normativa a disciplina jurídica de assuntos relacionados ao sistema financeiro. De fato, nada impediria que assim fosse, pois o art. 61, *caput*, comina também ao Presidente da República a iniciativa de propositura de Leis Complementares, de forma que estaria assim atendida a exigência presente no

*caput* do art. 192. Não haveria portanto, ao menos hipoteticamente, obstáculos à consideração da Lei 6.385/1976 como Lei Complementar e, logo, à conclusão de que a última reforma havida na estrutura e nas atribuições da CVM ter-se-ia dado por meios indevidos. Dessa forma, poderia haver aqui mais uma chuva de questionamentos à reforma entabulada pelo Governo, a qual, como se vê, ainda que livre de contestação por eventual saneamento de vício constitucional pelo STF, já teria a lhe esperar logo atrás da porta uma nova bateria de medidas judiciais, desta maneira, portanto, divulgando, em alto e bom som, para quem se desse ao trabalho de ouvir, a fantástica fragilidade institucional do mercado brasileiro.

Já a título de conclusão, em meio a tudo isso, destaque-se que não houve qualquer menção ao art. 3º, III, da Lei 6.385/1976, o qual dispõe que competiria ao CMN a fixação de orientações gerais à CVM no exercício de suas atribuições. Ainda que se dissesse ser regular a redação dada ao art. 5º da lei (alterado pela Lei 10.411/2002, cuja origem, já vimos, poderia, em tese, ser contestada por mais de uma maneira), como coadunar o novo teor do art. 5º ao art. 3º da mesma lei (o qual, ao menos aparentemente, lhe contraria de maneira frontal)? Teria havido aí revogação tácita do mencionado inciso? Poderia ter ocorrido mudança nas atribuições do CMN desta maneira (e já vimos que estas são dadas pela Lei 4.595/1964, que foi recepcionada como Lei Complementar à CF/1988 com a bênção pacífica de praticamente toda a doutrina nacional)? Poderia ser contestada uma tal revogação tácita?

O fundamento usado seria a violação à limitação das MPs, ou o desrespeito à competência privativa da Lei Complementar?

Pensamos ser tal discussão de suma importância, uma vez que o CMN, desde a mudança havida por ocasião da Lei 9.069, de 29.6.1995, passou a ser composto do

Ministro da Fazenda, do Ministro do Planejamento e Orçamento e do Presidente do Banco Central do Brasil (aliás, seria de se perguntar se até mesmo essa mudança teria sido válida, já que a Lei 4.595/1964, para todos os efeitos, é aplicada como Lei Complementar). Ora, não tendo havido (como de fato não houve) qualquer mudança, ou mesmo menção a mudanças ao art. 3º da Lei 6.385/1976, como admitir mesmo uma *pretensa* independência da CVM se esta continuaria sob os auspícios do CMN, que é composto de três portadores de cargos em comissão, e, nessa qualidade, livremente demissíveis pelo Presidente da República?

Conservando-se em mente que o Governo na verdade procurou evitar a provável oposição do Congresso Nacional a uma “super autarquia” mediante o recurso a subterfúgios legislativos, não seria mesmo de se estranhar a conclusão pela qual a festejada nova “autonomia” da CVM, erigindo-lhe à categoria de uma “quase-agency” americana, teria sido, na verdade, apenas uma “jogada de *marketing*” do Governo, dotando assim, a CVM, de uma autonomia “para inglês ver”, enquanto lhe mantinha firme sob os auspícios do CMN, o que contraria totalmente, dada a natureza da composição do referido Conselho, a função que uma autoridade regulatória isenta e atuante deveria ter, isto é, o zelo pela credibilidade do mercado e suas instituições. Mas uma tal iniciativa liberadora até os próprios participantes do mercado parecem temer, ao criticar medidas que, em si consideradas, são salutares e necessárias, com possibilidades de ganhos e benefícios para todos, tanto no médio quanto no longo prazo. A aparente ambigüidade na postura dos próprios interessados, desta maneira, também é aqui digna de crítica.

Mas, enquanto isso, parecem ainda distantes os sinais de entendimento entre os envolvidos, pois o marco regulatório do sistema é frágil e confuso: poucos parecem concordar, na prática, a respeito do papel da CVM, enquanto tempo precioso é perdido...

## Conclusão

Após toda a exposição feita supra, pensamos ter demonstrado que o atual arcabouço jurídico existente no País para estruturação do mercado é *insuficiente* sem a contrapartida da criação de instituições sólidas que permitam que este se desenvolva, ainda que num estágio inicial básico. Com efeito, a evolução algo *distorcida* do mercado de capitais nacional provavelmente não logrará ter sucesso como ferramenta desenvolvimentista, justamente porque não tem o alcance para tanto; não estamos ainda institucionalmente preparados para a *cultura* de mercado, haja visto não existir “clima” normativo, nem conhecimento suficiente do mercado para tanto. Nos EUA, por outro lado, o mercado de capitais local foi fundamentalmente impulsionado pelo Estado, tornando-se evidente, assim, que (i) em primeiro lugar, se não houvesse um cenário institucional sólido, o mercado de capitais americano nunca teria se recuperado do *crack* de 1929 (não se deve perder de vista o fato de o SA/33 e o SEA/34 serem justamente a faceta de mercado de capitais do *New Deal*, isto é de todo um “pacote” de medidas governamentais, tendente a recuperar a economia americana depois da Grande Depressão); (ii) o mercado de capitais foi nítida ferramenta do desenvolvimento dos EUA a partir da prática das medidas do *New Deal*; e (iii) caso a população não se sentisse suficientemente *segura* na aquisição de tais títulos — mormente após o *crack* de 1929 — ainda que não o fizesse diretamente (como no caso de aquisição de *securities* pelos chamados *mutual* — ou ainda dos *pension-funds*), não haveria administrador de fundo de investimento que, em virtude de seu *hipotético* domínio sobre as práticas mercadológicas, conseguisse reverter tal situação, ou seja, sem

uma *crença* sólida no correto e eficiente funcionamento do sistema, não haveria ente privado que suprisse tal desconfiança dos investidores. De tudo isto se depreende que a ação do Estado no desenvolvimento dos alicerces institucionais do sistema é curial, por óbvio: no Brasil, ou bem se melhora o atual cenário, ou normas há que, a nosso ver, correrão os riscos da inconstitucionalidade, e, por conseguinte, do *nulla et non facta*, com evidente prejuízo para as instituições mercadológicas. É fundamental, repita-se, uma atuação melhor planejada do Governo nesse sentido, isto é, de divulgar, disseminar e ensinar o mercado, para que todos dele possam participar.

Por último, começamos, e também finalizaremos, citando novamente o insigne Professor Fábio Konder Comparato:<sup>19</sup>

“(…) percebe-se que a grande dicotomia da organização estatal, neste final de século, já não é a de legislar e aplicar as leis, mas sim a de programar e executar as grandes políticas nacionais. A legislação aparece, nessa perspectiva como quadro condicionante da ação estatal, mas não de sua finalidade última. E assim como a separação tradicional entre o legislador e o aplicador da lei funda-se no princípio na submissão da vontade particular — em especial a dos governantes — à vontade geral expressa na lei, assim também a nova dicotomia encontra seu fundamento no princípio das grandes decisões programáticas sobre a vontade particular dos governantes, na necessidade de se não confundirem os objetivos cardeais da ação estatal com os seus meios de execução” (destacou-se).

Uma vez aplicados tais termos à estruturação do mercado de capitais como im-  
perativo desenvolvimentista, parecem mesmo tais palavras se revestir de um teor ainda mais verdadeiro...

19. “A organização constitucional da função planejadora”, texto publicado no livro *Desenvolvimento Econômico e Intervenção do Estado na Or-*

*dem Constitucional — Estudos Jurídicos em Homenagem ao Prof. Washington Peluso Albino de Souza*, org. Ricardo Antônio Lucas Camargo, pp. 82 e 83, Porto Alegre, Sergio Antonio Fabris Editor, 1995.